
Innovazione in tema di creazione di valore: EVA™

di ???

1. Creazione e Gestione del Valore: il modello EVA

Il Value Based Management

La Teoria di Creazione del Valore ha come fondamento il principio secondo cui *“l’impresa in condizioni di economia di mercato perdura e si sviluppa solo generando nuovo valore, perciò la creazione di nuovo valore è la ragione essenziale della sua sopravvivenza a lungo termine”* (1).

Creare valore significa accrescere la dimensione del capitale economico, cioè in breve il valore dell’impresa intesa come investimento. Ma il maggior valore che si viene a formare, in non pochi casi, per essere percepito e misurato dagli azionisti-risparmiatori deve essere recepito anche dal valore di mercato, cioè trasferirsi sui prezzi delle azioni. *Creazione e diffusione / comunicazione* del valore sono perciò momenti complementari.

Il movimento orientato alla *creazione di valore* e più in generale

tutti quelli interessati alla gestione dell’impresa nell’ottica della massimizzazione del valore per gli azionisti (*value based management, value based planning, shareholder value management*) prendono corpo durante gli anni ‘80, in risposta ai fallimenti registrati da movimenti quali la ricerca dell’eccellenza ed il business reengineering (2), ed allorché le spinte esercitate dal mercato dei capitali si fanno sempre più pressanti.

Le premesse per un fondamentale ripensamento sulla validità delle misure di performance esistenti erano in realtà già presenti durante gli anni ‘70: nonostante i livelli di crescita elevatissimi registrati negli indici di mercato, ci si rendeva conto di come i rendimenti per gli azionisti fossero sostanzialmente nulli a causa dell’altissima inflazione.

È stato tuttavia necessario associare a tale percezione il rischio proveniente dalla possibilità di subire takeover ostili (nei cui confronti la miglior difesa è un aumento del

valore di Borsa dell'azienda) ed un'evoluzione dei sistemi di elaborazione automatica dei dati, per far sì che il top management prestasse una particolare attenzione nella ricerca di misure e modalità di gestione alternative (3).

In particolare si osservi come A. Rappaport abbia identificato i seguenti fattori concomitanti con l'introduzione dei concetti di Teoria di Creazione del Valore:

- forma di governo delle *public companies* che separando la proprietà dal management tende a privilegiare gli interessi di quest'ultimo a scapito di quelli degli azionisti;
- la crescente minaccia di takeover per le aziende sottovalutate;
- il riconoscimento che le tradizionali misure come ROI, ROE e EPS non sono direttamente collegate con l'aumento del valore delle azioni della società;
- la crescente attenzione dedicata a questo tema dalla stampa specializzata;
- il riconoscimento che la remunerazione del management debba essere più strettamente collegata col rendimento percepito dagli azionisti.

VBM e Corporate Restructuring

Imponendo un totale ripensamento del modo di gestire l'azienda, il Value Based Management presenta

un deciso collegamento con il movimento di *Corporate Restructuring* che ha interessato le imprese statunitensi durante gli anni '80. Si può in effetti notare come l'ondata di ristrutturazioni che ha coinvolto gli USA negli anni '80 - '90 possa essere spiegata sulla base di una richiesta di più alti rendimenti da parte degli azionisti e di alcune inefficienze a livello di struttura di corporate governance di cui si dirà in seguito.

Il *Corporate Restructuring* negli USA ha pertanto rappresentato la risposta dei managers alle continue richieste di maggior redditività provenienti dagli azionisti, ma è stato influenzato anche da altri fenomeni già presenti o in via di maturazione nell'ambiente economico, sia reale che finanziario (4); ci si riferisce in particolare:

- alla globalizzazione dei mercati determinata dalla saturazione dei mercati domestici e dalla conseguente necessità per le imprese che intendono continuare un percorso di sviluppo di sottrarre spazio agli avversari;
- alla crescente finanziarizzazione dell'economia e quindi alla perdita d'importanza del mercato dei beni reali rispetto al mercato dei capitali;
- al cambiamento di norme istituzionali culminato in fenomeni di deregulation e quindi in nuovi modi di competere;
- alla maggiore influenza dei portatori di capitale di rischio nei

confronti delle decisioni assunte dal *top management*.

Volendo fare uno specifico riferimento ai problemi di corporate governance, si nota come le aziende stessero accumulando rendimenti non in linea con il loro potenziale anche a causa della forma di governo di cui erano dotate; tutto il filone di studi dedicato all'*Agency theory* sostiene che la delega di governo da parte degli azionisti nei confronti del management mal si adatta ad un processo di massimizzazione del valore aziendale, in quanto vi è la possibilità che la funzione di utilità dei *managers* preveda obiettivi specifici estranei all'utilità degli azionisti.

Infatti, mentre il benessere degli azionisti dipende esclusivamente dal valore di mercato dell'azienda, quello dei *managers* è più direttamente collegato con la dimensione ed il profilo di rischio; questi ultimi hanno pertanto interesse ad effettuare una diversificazione che porti alla crescita dimensionale e ad un profilo di rischio più contenuto (5).

Un altro degli elementi che si riscontrano analizzando le imprese che sono incorse in processi di ristrutturazione è la presenza di flussi monetari in eccesso rispetto alla necessità di finanziare i progetti aventi un valore attuale netto positivo.

Parte della teoria ha identificato questo come un elemento che, assieme alla troppa discrezionalità concessa al *management*, concorre

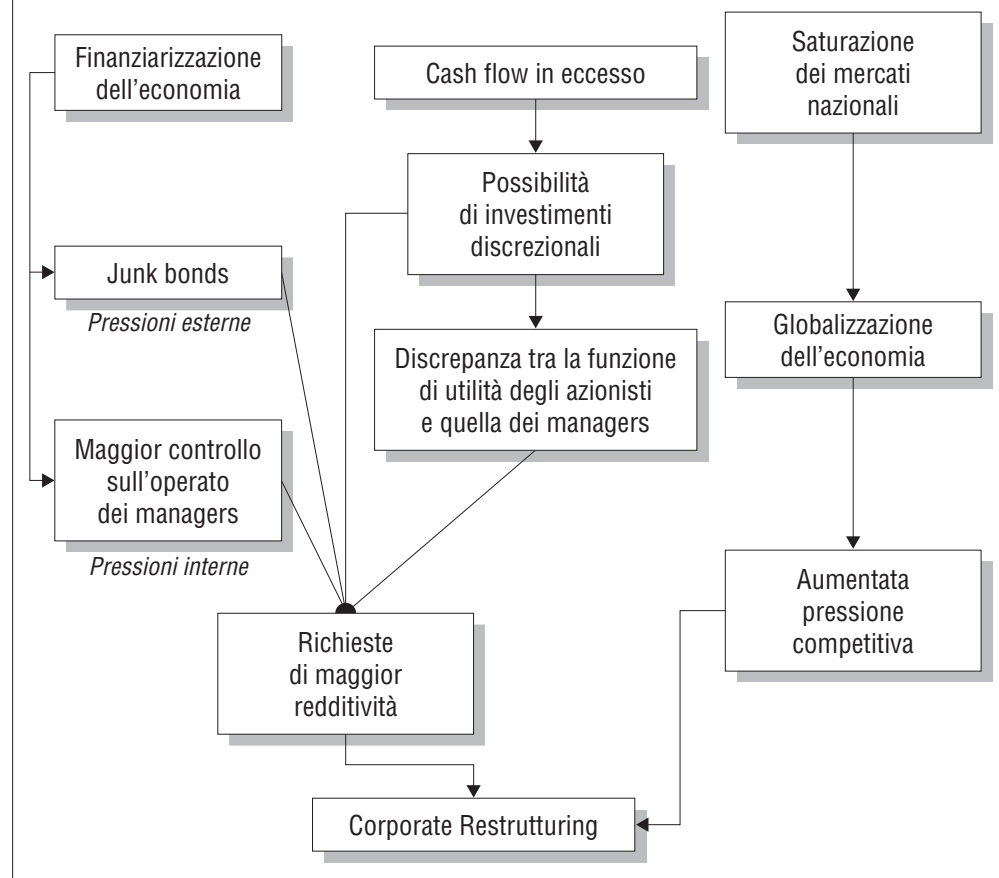
a spiegare il perché delle eccessive diversificazioni. La scelta tra la ritenzione e la distribuzione delle eccedenze monetarie è motivo di contrasto tra il *management* e gli azionisti; la ritenzione permette infatti ai managers di evitare un controllo troppo rigoroso da parte del mercato finanziario e quindi rende possibili quelle diversificazioni che sarebbero altrimenti scartate in quanto distruttrici di valore.

Per ovviare a tale inconveniente sono stati proposti interventi di ristrutturazione finanziaria (acquisto di azioni proprie, distribuzione di dividendi, ecc.) che, assorbendo la liquidità in eccesso, riducono la possibilità di effettuare investimenti discrezionali da parte del *management*.

Il solo contributo dell'*Agency theory*, per quanto integrato con considerazioni concernenti l'eccesso di liquidità, non è però sufficiente a spiegare l'ampiezza dei processi di ristrutturazione (6) e, soprattutto, perché essi si siano manifestati in un arco temporale così ben definito; per avere una visione più completa del fenomeno bisogna rilevare l'impatto esercitato da strumenti finanziari quali ad esempio i *junk bonds*.

Questi rappresentano una minaccia esterna per quelle società che hanno un valore non in linea con il loro potenziale, e stimolano quindi il *management* ad intraprendere tutte le operazioni necessarie alla massimizzazione del valore aziendale.

Figura 1
Le determinanti del Corporate Restructuring



Risulta così più facilmente comprensibile come l'ondata di ristrutturazioni sia stata dettata dalla necessità di aumentare il valore di mercato dell'azienda, in conseguenza delle più pressanti minacce provenienti al management tanto dall'esterno (rischio di *take-over* da parte dei *corporate raiders*) quanto dall'interno (maggior controllo esercitato dagli azionisti). Appare pertanto evidente una certa coincidenza tra i motivi retrostanti al Corporate Restructuring e quelli alla base del Value Based Management, a conferma di quanto sostenuto precedentemente.

Dalla teoria alla gestione aziendale

Coerentemente con quanto stabilito dai principi di Creazione del

Valore, molte società oggi giorno proclamano come il loro obiettivo primario sia la "massimizzazione del rendimento per gli azionisti" tramite la distribuzione di dividendi e l'aumento del valore delle azioni in loro possesso. Pur se tale principio è ormai largamente accettato, ancora molti dubbi permangono a proposito del come realizzare praticamente tale intento. La sfida per le imprese è divenuta pertanto quella di tradurre il principio generale di creazione del valore in strumenti pratici che possano essere usati per indirizzare i comportamenti delle persone che operano all'interno dell'azienda alla creazione di valore. Sono infatti riscontrabili tre ordini di problemi allorché si voglia effettuare un tale passaggio:

- Con quali strumenti ed in base a quali parametri si può misurare il valore creato?
- Come passare dalla definizione di obiettivi in termini di creazione di valore a scelte pratiche di gestione aziendale?
- Come orientare il comportamento dei dipendenti al rispetto dei piani stabiliti?

Strumenti di misurazione del valore

Uno dei campi nei quali è più acceso il dibattito tanto in dottrina quanto nella pratica aziendale riguarda la scelta della giusta misura del valore creato. Si passa dall'adozione di misure basate su dati contabili quali ROI e ROE a misure di mercato quali EPS o TSR (7) arrivando infine a misure più propriamente finanziarie quali VAN ed EVA. È comunque possibile che per rispondere a diverse esigenze ed in diversi contesti sia preferibile l'uso di misure diverse.

Le misure possono influenzare un'organizzazione in due modi: la giusta misura può focalizzare l'attenzione del management al raggiungimento di miglioramenti decisivi all'interno delle aree critiche per il successo aziendale e per la creazione di valore. D'altro canto una misura che nasconda al proprio interno gli effetti di variabili in contrasto, o che focalizzi l'attenzione dei dipendenti nella direzione sbagliata può portare alla distruzione di valore per gli azionisti.

Risulta pertanto critica la realizzazione di sistemi di misurazione che eliminino le conseguenze negative di un errato indirizzo di gestione e che permettano di identificare chiaramente i value drivers all'interno dell'azienda.

Si ritiene opportuno, in questa sede, procedere ad una breve analisi delle misure definite di stampo finanziario: VAN ed EVA. Tali misure presentano un'impostazione di base simile, infatti entrambe concepiscono il valore di un'azienda come la risultante dell'attualizzazione dei flussi futuri ad un tasso che è espressione del costo medio ponderato del capitale per l'azienda; la differenza principale è che mentre il VAN predilige un'ottica finanziaria pura (i flussi sono infatti intesi come flussi di cassa rettificati), l'EVA si basa su un concetto di flusso che deriva dal reddito operativo della gestione caratteristica. Sarà comunque dimostrato in seguito come, sotto talune ipotesi, essi portino alle medesime valutazioni circa il valore di un'impresa.

La formulazione analitica del VAN eguaglia il valore di un'azienda al valore attuale dei flussi di cassa futuri, calcolati al netto degli oneri finanziari ed al lordo delle imposte:

$$VAN = \sum_{j=0}^n \frac{F_j}{(1+i)^j} + \frac{V_n}{(1+i)^n}$$

In cui:

F_j = flusso di cassa atteso, al netto degli oneri finanziari ed al lordo delle imposte per l'anno j -esimo;

n = orizzonte temporale di riferimento;

i = costo medio ponderato del capitale;

V_n = valore residuo dell'azienda al termine del periodo (8).

Passando invece a considerare il metodo basato sull'Economic Value Added, si nota come, dal punto di vista analitico, esso possa trovarsi espresso tanto nella formulazione finanziaria che in quella operativa:

$$\begin{aligned} \text{EVA} &= (r - c) \times \text{CI} \\ \text{EVA} &= \text{NOPAT} - (c \times \text{CI}) \end{aligned}$$

In cui:

r = tasso di rendimento del capitale investito;

c = costo medio ponderato del capitale (WACC);

CI = capitale investito;

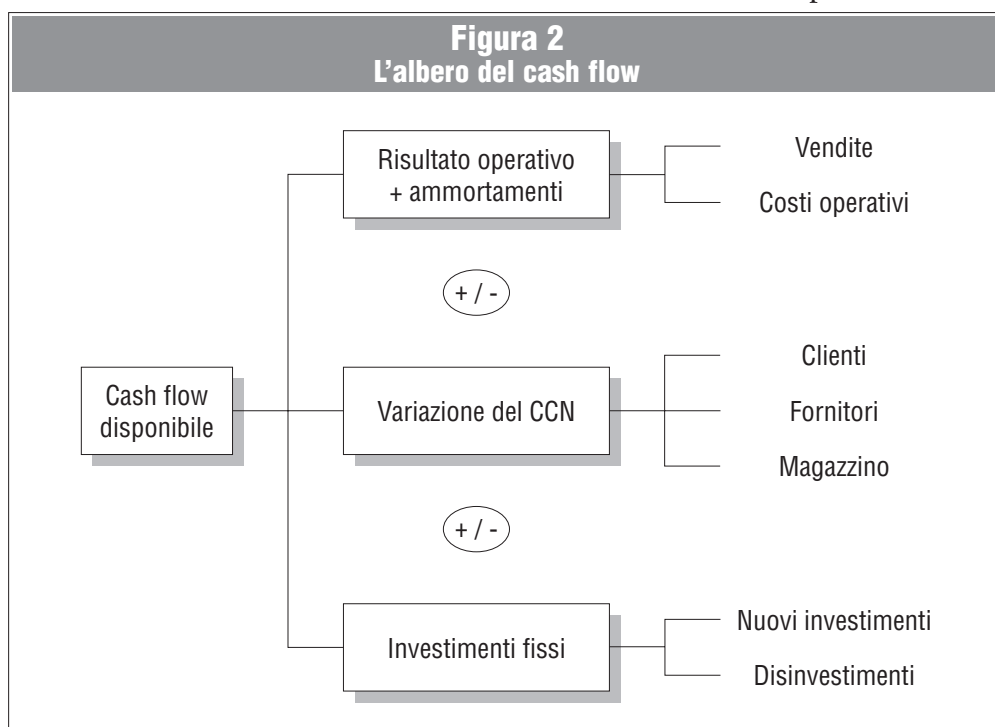
NOPAT = utile operativo netto dopo le imposte operative.

Tale metodo ci fornisce la misura del valore creato / distrutto in un

singolo esercizio. Il valore totale di un'impresa è poi ottenibile sommando il Capitale Investito iniziale con la risultante dell'attualizzazione di tutti i flussi futuri di EVA ad un tasso pari al WACC. Accettando il principio secondo cui un'azienda crea valore quando il valore attuale netto dei flussi di cassa generati dalla gestione caratteristica, scontati ad un tasso che riflette il costo medio ponderato del capitale per l'azienda, è positivo, si può procedere ad una scomposizione degli elementi di tale formula così da poter evidenziare i reali value drivers sui quali andranno impostate le successive decisioni aziendali. È tal fine si può osservare l'esempio seguente dove viene proposta una scomposizione dei flussi di cassa (vedi Figura 2).

I sistemi di incentivazione del personale

Ultimo elemento necessario ai fini di un'efficiente implementazione



dei principi del Value Based Management è la possibilità di indirizzare i comportamenti di tutti gli operatori aziendali (per tanto anche quelli del management) alla creazione del valore.

Non essendo sufficiente la definizione di nuovi obiettivi a livello di- corporate per un conseguente cambiamento nel modo di operare delle persone, si rende necessario andare a modificare anche i sistemi di incentivazione.

Il miglior sistema di incentivazione è sicuramente quello che fa perno sulla retribuzione, pertanto vi è la necessità di indicizzarne una parte al valore creato nel periodo a cui tale retribuzione si riferisce.

Emerge da ciò la necessità di dotarsi di una misura periodale del valore creato, quale potrebbe essere EVA. Si è infatti visto come il metodo basato sul VAN fornisca il valore di un'impresa considerando però tutto l'orizzonte temporale della sua esistenza, e non sia pertanto utilizzabile a tale scopo.

Risulta inoltre necessario che la misura di valore adottata possa essere adottata sia per determinare la performance complessiva dell'impresa (per parametrare le retribuzioni del top management) che di sue singole componenti quali divisioni o addirittura singoli progetti (per poter essere usata anche a livello di management operativo).

Tabella 1 Ambiti applicativi di EVA			
	Indicatore di performance	Strategia di portafoglio	Criterio di valutazione
Razionale	Fissare gli obiettivi, valutazione e premi per il management direttamente correlati alla creazione di valore per gli azionisti (convergenza di interessi contrapposti).	Definire il portafoglio business in grado di massimizzare l'Eva corporate e di conseguenza il valore creato per gli azionisti.	Valutare ogni investimento in base alla sua capacità di remunerare le risorse impiegate ad un tasso più elevato del loro costo opportunità.
Vantaggi	Misura la performance attraverso una valutazione non solo reddituale ma anche finanziaria. Permette di seguire anno per anno la creazione di valore. Consente di mettere in evidenza le leve a disposizione del management per creare valore (e sulle quali valutare il management).	Permette una razionalizzazione e prioritizzazione degli investimenti. È correlato all'andamento dell'azione. È correttamente interpretato dal mercato.	Solide basi teoriche (valore investimento = somma futuri flussi di liquidità attualizzati). Utilizzo di aggregati contabili esistenti nella contabilità aziendale. Si basa su metodologia reddituale/finanziaria esprimendo valutazioni uguali a quelle espresse dal DCF.
Svantaggi	Manipolazione dati contabili come tutti gli indicatori di performance. Orientamento delle decisioni solo su progetti a Eva positivo di breve termine. Richiede processo di comunicazione diffuso per superare i metodi tradizionali.	Focalizzazione sul breve / medio periodo.	Difficoltà di calcolo equivalenti a quelle del DCF (terminal value e WACC). Maggiore complessità rispetto ad altri metodi tradizionali di valutazione e meno familiare al management.

Intervento di G. Donna “Creare valore: la nuova sfida”

L'obiettivo del mio intervento nell'ambito del convegno nazionale ASFIM è di delineare uno scenario di riferimento, lasciando spazio a successivi interventi per gli approfondimenti e i dettagli del caso. Perché oggi si parla tanto di EVA, uno strumento di cui mi occupo da 10 anni e di cui ho vissuto anche applicazioni pionieristiche?

Parlare di EVA è come parlare di creazione del valore o di *value based management*, cioè di come gestire l'impresa avendo come punto di riferimento il suo valore economico.

Ci sono tre domande fondamentali che possono orientarci all'interno delle discussioni su questo argomento:

1. si tratta di *qualcosa di nuovo* o semplicemente di *qualcosa riscoperto*?
2. è soltanto una delle tante mode manageriali di passaggio o è realmente più appropriato degli strumenti che sostituisce?
3. è uno strumento complicato e pertanto di difficile ed ostica applicazione o invece è di facile utilizzo?

Personalmente ritengo che si tratti di qualcosa di molto vecchio ma di dimenticato e trascurato, che è stato finalmente riscoperto; è inoltre molto importante evitare che questo tema si risolva in una

moda, cosa che invece sta correndo il rischio di essere (il management è vittima di mode passeggerie già dagli anni '80, di proposte che arrivano, esplodono e di cui dopo poco tempo ci si dimentica); infine, per rispondere all'ultimo quesito, ritengo che possa essere un congegno macchinoso, ma ci sono modalità per non renderlo tale e quindi può essere introdotto ma con la prudenza e la concretezza del caso.

Ritengo necessario affrontare tre tematiche che riguardano da vicino questo tema:

- perché si sta facendo tanto rumore attorno a EVA e alla creazione di valore;
- quali sono i principi che stanno alla base di tale orientamento;
- come si possono tradurre i suoi principi in modalità applicative concrete.

Per quanto riguarda la creazione di valore mi preme evidenziare come gli accademici ne scrivano da tanto tempo, i consulenti lo promuovano, gli investitori ne parlino con insistenza e la stampa economica cominci a trattarlo. Ma dietro ad ognuno di questi atteggiamenti potrebbe nascondersi una deformazione che va scoperta:

- l'accademia potrebbe effettuare semplicemente delle speculazioni teoriche o astratte;
- i consulenti potrebbero essere guidati dal puro interesse per-

sonale, promuovendo uno strumento che essi stessi hanno creato;

- il fatto che la stampa economica ne tratti potrebbe rispondere all'esigenza di attualità e di scrivere su di un argomento di cui molti parlano;
- l'interesse degli investitori per tale strumento potrebbe infine nascondere manovre speculative non coerenti con la creazione di valore.

Un altro degli argomenti che vorrei esaminare riguarda come la creazione di valore si associ all'evoluzione dei sistemi di corporate governance. Il testo di Copeland dedicato alla creazione di valore comincia con la seguente introduzione: "*many companies in America are moving quickly and confidently in the wrong direction*"; cioè molte imprese vanno velocemente e decisamente nella direzione sbagliata; si tratta anche delle imprese eccellenti, o perlomeno ritenute tali se valutate con strumenti quali il ROE o l'EPS. Ciò ci porta alla conclusione che gli strumenti usati dal management o sono stati male interpretati o non sono coerenti con gli obiettivi di fondo dell'impresa, cioè la creazione di valore per gli azionisti; per fare qualche esempio pratico vediamo come le acquisizioni, che sono ormai operazioni "non straordinarie", possano distruggere valore anche quando il target è l'impresa ideale, la più sinergica che potremmo trovare; ciò avviene se l'acquisita viene pagata più del valore che si aggiun-

ge alla nostra impresa effettuando l'acquisizione; la stessa diversificazione può distruggere valore quando effettuata dall'impresa anziché dall'investitore (questi può diversificare meglio poiché non ha problemi di coerenza strategica, ecc.).

[...]

Quando un'impresa si trova a fare valutazioni di mix su segmenti diversi e linee di prodotto diverse non ha informazioni sul capitale investito, e in ogni caso non ci si pone mai il problema dell'impatto sul profilo di rischio dell'impresa, pertanto si hanno ROI più alti ma non necessariamente si crea valore; per orientare le proprie decisioni alla massimizzazione del valore bisogna tenere presente gli effetti che si hanno sulle seguenti variabili: capitale investito, reddito e rischio.

Conviene dunque sempre crescere? Se si concentra la propria attenzione solo conto economico si potrebbe essere tentati di rispondere affermativamente, se si guarda anche il capitale investito questa certezza potrebbe cominciare a vacillare, ma bisogna ancora valutare l'effetto sul grado di rischio questo potrebbe uscirne aumentato o ridotto in seguito al nuovo investimento.

Una domanda simile che ci si potrebbe porre è la seguente: conviene indebitarsi? Dai banchi accademici è sempre stato insegnato il principio della leva finanziaria ma senza spiegarlo fino in fondo; si presta attenzione a come la leva

finanziaria aumenti la redditività, ma raramente si ricorda che tale leva contribuisce anche ad aumentare il rischio dell'impresa. Pertanto il risultato finale in termini di creazione di valore rimane ancora incerto.

Altro interrogativo a cui si dovrebbe dare risposta è questo: conviene l'outsourcing? Anche in questo caso la sola redditività non dà le risposte necessarie; sicuramente esso contribuisce a ridurre i costi, ma se cedendo una parte della filiera produttiva io cedo anche delle competenze distintive, la variabilità dei risultati aziendali ne risentirà e di conseguenza il livello di rischio e il costo del capitale aumenteranno, riducendo la creazione di valore. Potrebbe comunque verificarsi anche la situazione opposta, quando cedendo attività che sul piano strettamente economico sono valutate positivamente, l'azienda si trova in realtà ad esternalizzare delle aree problematiche che deprimono il potenziale delle altre aree.

Anche il punto di pareggio a lungo insegnato sui banchi accademici è in realtà un punto di perdita perché non tiene conto del costo del capitale. La curva di costo viene spostata in alto in seguito all'introduzione del costo collegato agli investimenti fissi; ma questa curva subisce anche un aumento dell'inclinazione in seguito alla parte di costo del capitale collegata agli investimenti in capitale circolante.

Tutti questi non sono altro che esempi concreti di come la logica

della creazione del valore possa impattare sulle scelte e sulle modalità di gestione dell'azienda; e ciò avviene a tutti i livelli della struttura aziendale, ad ogni livello ci sono leve per creare valore.

Per esempio, a livello di portafoglio il principio da seguire è il seguente: è conveniente tenere business solo se questi rendono più del costo del capitale, o venderli se ci viene offerto più di quello che è il loro valore per la nostra azienda; a livello di business unità bisogna investire in progetti che rendono più del costo del capitale, od operare per ridurre il rischio, oppure ancora ridurre il Capitale Investito a parità di NOPAT o incrementare il NOPAT a parità di Capitale Investito. Nulla di tutto ciò è particolarmente innovativo dal punto di vista teorico, ma lo è molto dal punto di vista pratico.

In sintesi si possono elencare tre motivi per cui la creazione di valore può offrire valore aggiunto alle aziende che la implementano ed in base ai quali EVA può essere considerato uno strumento convincente:

1. *Motivo pratico*: la creazione del valore è il punto d'incontro tra utilizzatori e investitori di capitale, tra il mondo del business e quello della finanza; è su questo punto che si può instaurare un colloquio tra due aree che hanno sempre comunicato poco tra loro; questo è l'unico modello logico e parametro appropriato per dare razionalità

al rapporto tra investitori di capitali ed utilizzatori a cui questo capitale viene affidato.

2. *Motivo teorico*: una delle ragioni per le quali la creazione di valore sta suscitando questo interesse nasce dal fatto che troppe aree aziendali hanno sviluppato dei soliloqui e dei linguaggi diversi. La contabilità si è sempre occupata di come misurare la redditività, la finanza si è sempre interessata di come definire il costo del capitale, l'economia ha sempre detto che bisogna ragionare in termini di profitto, ma il tutto è sempre avvenuto in compartimenti stagni; contabili, economisti ed operatori finanziari hanno sviluppato molto spesso linguaggi e punti di riferimento abbastanza distinti, con grande difficoltà di comunicazione tra loro. Inoltre gli strateghi aggiungono ancora un altro parametro al discorso, considerando il lungo termine, perché la creazione di valore ha senso solamente se il differenziale tra redditività e costo del capitale viene governato in una prospettiva di non breve termine. Si può affermare che il punto d'incontro tra contabilità, finanza, economia e strategia stia proprio nella creazione di valore; quindi è una base di linguaggio comune.
3. Un ultimo motivo è insito nell'evoluzione del sistema economico; siamo in presenza di fenomeni di grande cambiamento in tutti i modelli gestionali che si possono trovare al

mondo, determinati dalle pressioni che si stanno generando in termini di privatizzazione, globalizzazione, informatizzazione e così via. Pertanto tutti i modelli di corporate governance stanno vivendo un processo di forte ripensamento:

- la public company è rimessa in discussione perché troppo orientata al breve termine, la sua grossa debolezza è di non dare un peso adeguato ai risultati attesi futuri, si cerca inoltre di adottare un maggiore controllo sull'operato del management;
- il modello consociativo (tedesco e giapponese) non è mai stato molto orientato verso la redditività poiché ha sempre goduto di un costo del capitale molto basso dato il proprio assetto istituzionale; ora si sta invece tendendo verso tale obiettivo, si possono citare diverse frasi estratte da relazioni di investitori istituzionali che evidenziano come sia stato migliorato l'apprezzamento dell'investimento (cioè il suo rendimento) proprio in seguito alla diffusione di una maggiore attenzione allo shareholder value;
- l'impresa a proprietà chiusa, quella definita "padronale" e che caratterizza ancora in maniera molto forte il contesto italiano ha un altro rischio specifico: l'alto costo del capitale dovuto al fatto

che l'azionista è poco diversificato e che pertanto soffre molto il rischio specifico di quell'impresa.

Si può pertanto interpretare la creazione di valore come il motivo attraverso il quale tutti questi modelli stanno progressivamente convergendo: la public company con più attenzione al lungo termine, il modello padronale con l'apertura del capitale azionario alle partecipazioni esterne, il modello consociativo attraverso un più rigoroso controllo dei risultati e delle performances reddituali.

Domande

D.: Visto che i concetti di cui si è parlato erano già noti alla fine del secolo scorso, perché sono stati persi e poi riscoperti solo recentemente?

R.: Negli USA già negli anni '10 si pretese di inserire la misura del valore al posto delle misurazioni contabili, ma gli addetti ai lavori, cioè i contabili, si rifiutarono in maniera decisa perché ciò era molto distante da come essi erano stati abituati a ragionare; pertanto tali concetti furono "riposti nel cassetto" finché il tema della creazione di valore per gli azionisti non è tornato alla ribalta nel modo e nei tempi analizzati.

D.: La creazione del valore presuppone un soggetto, ma finora non si è ancora vista la valutazione dell'uomo, cioè delle risorse umane presenti in azienda.

R.: Le esperienze di applicazione di questa filosofia esaltano il coinvolgimento delle persone, a prescindere dalla loro presenza o meno nei libri contabili è chiaro che la massimizzazione del valore passa attraverso il coinvolgimento degli attori aziendali a tutti i livelli e la loro sensibilizzazione a tali temi (in FIAT l'anno scorso sono stati coinvolti i top managers, i managers ed i quadri in temi di sensibilizzazione alla creazione del valore).

Intervento di M. Spisni "La gestione nell'ottica del valore: il modello dell'EVA"

L'obiettivo di questa analisi è quello di fornirvi una cornice di stampo più micro rispetto a quella fornitavi in precedenza [vedi *intervento di G. Donna*] in modo da poter inserire al suo interno gli interventi dei relatori che seguiranno; verranno pertanto affrontate tematiche coinvolgenti:

- quadro di riferimento (già affrontato da Donna);
- il perché di un successo internazionale di EVA;
- quali sono gli ambiti operativi del modello dell'EVA;
- relazioni tra EVA e sistema di Corporate Governance;
- possibilità di applicare EVA al modello di impresa familiare (mancanza di un mercato azionario di riferimento).

Gli operatori aziendali che non abbiano conoscenze specifiche di materia finanziaria si sono sempre trovati di fronte ad una serie di indicatori disomogenei che tendono a creare confusione dal punto di vista degli obiettivi da raggiungere; EVA porta semplicità diventando l'unico obiettivo aziendale, ciò non significa però che esso sia uno strumento infallibile; inoltre più soggetti possono arrivare a calcolare EVA diversi per la stessa società, data la forte soggettività di taluni elementi al suo interno.

EVA sostanzialmente è una modalità di misurare (a consuntivo o a preventivo) il valore prodotto o distrutto dalla società. Come già visto ci sono due modi per calcolarlo: basandosi sulla sua formulazione finanziaria $[(R-C) * CI]$ si effettuano investimenti quando il rendimento è superiore al costo del capitale associato, la novità di EVA sta nell'inserire il costo dell'equity all'interno della componente di costo del capitale. Facendo riferimento ad altri indicatori che non considerano tale componente si poteva assistere ad una crescita in termini contabili che non corrispondeva ad una crescita in termini di valore.

Facendo invece riferimento alla sua formulazione operativa $[NOPAT - (C * CI)]$ viene esplicitata la presenza del Nopat come indicatore della capacità dell'impresa di produrre redditività all'interno della gestione caratteristica al netto delle imposte di competenza sulla gestione caratteristica EVA in questo caso considera il capitale come

un fattore di produzione che può essere noleggiato ad un prezzo pari a C: quando un responsabile d'azienda riesce a produrre un Nopat superiore rispetto al costo del capitale che gli viene affidato allora ha creato valore. Come affermato in precedenza l'aspetto teorico sottostante è effettivamente molto semplice e così deve essere per venire recepito immediatamente dagli oltre 25000 quadri aziendali di una grande azienda quale per esempio la FIAT (che sta recentemente implementandone l'uso al proprio interno), il Nopat è infine una componente di Conto Economico ed è pertanto facilmente identificabile sui bilanci aziendali.

Sottolineo infine la sua coerenza con il sistema del valore attuale netto, che è riconosciuto come criterio guida nell'allocazione delle risorse da tutto il mondo finanziario. Se EVA e VAN non coincidessero EVA perderebbe credibilità, ma fortunatamente essi portano agli stessi risultati.

EVA è l'extra profitto dopo che l'impresa ha remunerato il costo opportunità degli azionisti, cioè la ricchezza incrementale rispetto alla remunerazione minima attesa dall'azionista. Andando a calcolare il valore attuale di tutti gli EVA futuri si ottiene il MVA, cioè l'intera ricchezza prodotta in capo agli azionisti; se si riesce a dimostrare che il Valore Attuale di EVA è uguale al VAN si può portare una unicità di obiettivi coerente col VAN ma più duttile a fini applicativi.

Tabella 2						
Anni	0	1	2	3	4	5
EVA						
Nopat		1500	2000	2000	1000	500
Cap. finale	10000	8000	6000	4000	2000	0
Cap. iniziale		10000	80000	6000	4000	2000
Costo del capitale	11%	11%	11%	11%	11%	11%
Oneri finanziari		11000	880	660	440	220
EVA		400	1120	1340	560	280
Fattore di attualizzazione	1,00	0,90	0,81	0,73	0,65	0,59
VA (EVA)		360	909	980	369	166
<i>VAN</i>	<i>2784</i>					
DCF						
Nopat		1500	2000	2000	1000	500
- Investimenti netti	10000	- 2000	- 2000	- 2000	- 2000	- 2000
FCD	- 10000	3500	4000	4000	3000	2500
Fattore di attualizzazione	1,00	0,90	0,81	0,73	0,65	0,59
VA (FCD)	- 10000	3153	3246	2925	1976	1484
<i>VAN</i>	<i>2784</i>					

A tal fine si riporta l'esempio della Tabella 2.

Il successo di EVA è dovuto a vari fattori: alla sua semplicità, infatti la finanza in generale presenta forti barriere all'entrata dovute alla specializzazione richiesta, cioè viene in parte eliminato dall'uso di EVA; un'altra ragione è il suo rigore tecnico e teorico, che conferisce accettabilità e credibilità ai risultati a cui perviene questo strumento; vi è poi da non tralasciare il forte coinvolgimento dei vertici aziendali, delle persone che devono prendere le decisioni, che rendono pertanto difficile un suo accantonamento per "mancanza di sponsor", esso è inoltre legato al sistema di incentivi aziendali; parla sia il linguaggio dell'impresa che quello dei mercati finanziari ed è pertanto un comunicatore di valore sia ad uso interno che ad uso esterno; infine, ma non ultimo in ordine di importan-

za, bisogna ricordare il ruolo svolto dal marketing della società che lo ha promosso.

Si analizzeranno ora i principali ambiti applicativi di EVA, tenendo presente che è uno strumento che può essere usato sia per scopi di gestione interna che esterna. Essendo un modello rigoroso anche dal punto di vista teorico, lo si può adottare nelle decisioni di capital budgeting per determinare il valore creato dai singoli investimenti; per valutare il valore che si crea nei processi di acquisizione; per valutare operazioni di ristrutturazione societaria o finanziaria; è infine usato come sistema di incentivazione del management.

Dal punto di vista esterno può essere usato da consulenti finanziari per aiutare l'impresa a definire un piano strategico o per la valutazione di opportunità di

stock picking (acquisto dei titoli sottovalutati dal mercato).

Il flusso di cassa netto attualizzato è certamente il criterio guida per giudicare le scelte di investimento ma diventa molto difficile valutare le performance annue di una società o di una divisione utilizzando il flusso di cassa. EVA supera tale limite rendendo possibile il suo uso come sistema di incentivo per il management.

Secondo quanto emerge da una ricerca tuttora in corso, EVA spiega il 52% della creazione di valore sul mercato azionario. Tali valori non sono tuttavia significativi dato il basso numero di aziende presenti al momento nel campione. Solamente dopo che sarà completata l'analisi in corso si potrà affermare se la Borsa italiana assegna un premio alle imprese che creano valore per gli azionisti.

È stato citato, senza spiegarlo, il concetto di MVA; molto semplicemente esso risulta dalla differenza tra il valore posseduto dagli azionisti in un dato istante e l'investimento che essi hanno effettuato nell'impresa. Quando si parla di MVA si può ragionare o riferendosi ai dati contabili o ai dati di mercato.

Guardandolo con gli occhi del mercato, il total market value è dato dalla somma tra la capitalizzazione di borsa del titolo più la posizione finanziaria netta.

Osservandolo dal lato contabile, si può fare riferimento al concetto di

conto corrente aziendale, che altro non è se non una rilettura del passivo dello stato patrimoniale; infatti la società vi versa soldi al momento della sua costituzione, tutti gli utili non distribuiti vi sono reinvestiti e quando si accede a prestiti bancari è come se venissero versati soldi in questo conto corrente.

Il passivo dello stato patrimoniale rappresenta quindi l'ammontare di risorse che il manager ha attinto dal mercato; per andare a vedere se queste risorse sono state investite bene o male si deve andare a vedere il valore di mercato cioè gli impieghi in termini di market value; tali impieghi sono dati dagli investimenti fatti e, per andare a bilanciare contabilmente il tutto (anche se riferendosi ad una contabilità di mercato), la differenza tra il valore totale di mercato e il conto corrente aziendale è appunto la creazione di valore per gli azionisti, cioè il Market Value Added.

Tale dato è solitamente fornito dal mercato finanziario che, tramite i prezzi, esprime il proprio giudizio sulle scelte effettuate dal management. Se si riesce ad informare il mercato sull'EVA creato all'interno, si ha uno strumento di comunicazione molto potente sia verso l'interno dell'azienda (cioè verso i soggetti che effettuano scelte di gestione) che verso l'esterno (dove operano i soggetti che forniscono il capitale di rischio). Ecco perché l'annuncio da parte di una società dell'utilizzo di EVA incomincia a sensibilizzare il mercato in termini di valore delle quotazioni.

Passando a considerare le società non quotate tale modello sembra perdere parte del proprio valore poiché manca la presenza di un mercato dal quale attingere informazioni sul costo del capitale. Sembra pertanto che non sia applicabile alle medio-piccole imprese e di conseguenza a buona parte delle società italiane. Si cercherà comunque di analizzare le possibilità di un utilizzo di EVA all'interno di società medio-grandi a gestione familiare non quotate; tra i vantaggi si possono citare i seguenti:

- consente di identificare un obiettivo unico di gestione (molto importante se il CdA è composto da persone con percorsi formativi diversi);
- educa la proprietà a ragionare come azionista e pertanto prepara un allargamento della compagine societaria;
- estende la creazione di valore a livello di aree di business e permette di identificare in modo più preciso le responsabilità dei singoli.

Vediamo ora quali aspetti negativi sono collegati ad un uso di EVA all'interno di società non quotate: non disponendo di un valore di mercato che assolva la funzione di controllo, l'incentivazione verso il management ne risulta leggermente attenuata, a tal fine si può richiedere una certificazione esterna oppure predisporre un fondo per l'acquisto azioni a favore del management che ha una parte

della propria retribuzione legata ai titoli della società non quotata; in tal modo è possibile per i dirigenti rendere liquida la propria partecipazione quando il valore creato si trasforma anche in un aumento del valore aziendale.

Per poter avere una rapida classificazione delle potenzialità di un'impresa in termini di creazione di valore, si è soliti fare riferimento a cinque tipologie di azienda che vengono classificate con la terminologia di: pre-Z, Z, Y, X, X-minus. All'interno di ogni categoria è poi possibile identificare linee guida strategiche simili.

L'impresa X ha le seguenti caratteristiche: crescita lenta e rendimento di break-even, cioè pari all'incirca al costo del capitale ($R=C$) di conseguenza tale azienda farà registrare un valore di EVA prossimo allo zero. Essa verrà quotata sul mercato a multipli prossimi all'unità, il cash flow potrà essere positivo o negativo a seconda delle scelte di investimento fatte dalla società, ma non si assisterà alla creazione di valore.

L'azienda Y cresce molto, ha rendimenti buoni, multipli moderati, un flusso di cassa disponibile positivo: è un'azienda che crea valore e ha flussi di cassa positivi, è pertanto una delle regine del mercato che può diventare oggetto di LBO in cui la ristrutturazione finanziaria può essere letta come aumento del rapporto di indebitamento così che con i flussi di cassa positivi si ripaghi il debito; è un'azienda che può operare anche in settori matu-

ri a bassa redditività poiché utilizzando la propria leva finanziaria riesce a diminuire il proprio costo del capitale.

L'azienda Z ha una crescita rapidissima, rendimenti alti e rischiosi, multipli molto alti e cash flow negativo; è il classico esempio di società che cresce a tassi del 25% annuo e che investe moltissimo, tipicamente in settori ad alto contenuto tecnologico; il mercato è disposto a pagare per tale impresa n volte l'EBIT e capitalizza un prezzo che è fino a tre volte il valore del patrimonio.

La società pre-Z ha oggi un rendimento inferiore al costo del capitale, ma sta crescendo tantissimo, è probabile che se indirizzata nella giusta situazione possa diventare una Z e pertanto creare valore per gli azionisti; classico esempio di tale raggruppamento è un'azienda nata come start-up in un settore particolarmente strategico, che presenta pertanto cash flow iniziali negativi, ma che può facilmente essere indirizzata sulla giusta strada per diventare una Z e pertanto creare valore per gli azionisti.

La società X-minus distrugge valore, ha crescita lenta e rendimenti insufficienti, multipli depressi, il suo flusso di cassa dipende dalle scelte di investimento effettuate, ma è comunque destinata ad essere selezionata per un disinvestimento, così da poter essere affidata ad altri investitori sul mercato che siano in grado di sfruttarne appieno le potenzialità di creazione di valore.

Conclusioni

Per capire attraverso quale processo evolutivo si è arrivati ai concetti di *Corporate Restructuring* e di *Value Creation*, esaminiamo brevemente le tendenze economiche degli ultimi quarant'anni e le filosofie di *Business Administration* che le hanno caratterizzate.

Durante tutti gli anni '60 le grandi imprese americane si erano lanciate in una corsa alla diversificazione, convinte che vi fosse la necessità di ridurre il rischio e in questo appoggiate anche dal mercato che a quei tempi forniva il cosiddetto "premio da conglomerate"; quando con gli anni '70 cominciano a verificarsi le prime crisi a livello globale (lo shock petrolifero ad esempio), queste imprese hanno già delle strutture più complicate della Pubblica Amministrazione di qualche piccolo stato, ma e nel corso degli anni '80, quando si afferma il concetto di competizione globale che queste strutture fanno sentire tutto il loro peso.

Il *management* capisce allora che non è possibile mantenere dei rendimenti elevati e contemporaneamente tenere sott'occhio delle aree d'affari che non hanno nessuna correlazione tra di loro: ci si avvia dunque verso un processo di rifocalizzazione delle risorse aziendali attorno al *core business*.

La maggior efficienza dei mercati dei capitali permette infatti di identificare quelle *conglomerate* che a causa dell'eccessiva diversifi-

cazione e dei conseguenti costi di struttura offrono rendimenti complessivi che sono inferiori alla somma dei rendimenti ottenibili dalle diverse *Business Units* esaminate singolarmente.

Per evitare il rischio di un *take over* ostile il *management* deve ora offrire rendimenti prossimi al valore massimo dell'azienda e vista la crescente competitività che si registra in quasi tutti i settori, ciò è possibile solo concentrando le proprie energie in quei campi che l'azienda conosce meglio, cioè dove ha dei vantaggi competitivi difendibili.

Si susseguono allo scopo vari modelli manageriali in grado di ispirare le scelte strategiche (9).

Il primo di questi interventi fu lo *Strategic Planning* che cercò di affrontare la sfida di un mercato non più in crescita come negli anni '60 tramite una più analitica definizione delle scelte da compiere per gestire al meglio il portafoglio fortemente diversificato delle imprese degli anni '70; l'errore fondamentale in questo caso fu quello di adottare una metodologia di controllo e gestione rigida, che mal si adattava alle turbolenze macroeconomiche proprie di quel periodo.

Successivamente, nel corso degli anni '80, si ebbero tre nuove teorie che si proposero di risolvere i problemi dell'azienda: la ricerca dell'Eccellenza, la *Customer Satisfaction* e il *Total Quality Management*.

La prima di queste si proponeva come un'indagine di *benchmarking* sulle aziende che avevano successo al fine di identificarne le caratteristiche salienti per poi riproporle come obiettivi da raggiungere per le altre che avevano rendimenti inferiori; si arrivò alla definizione di alcuni principi guida che avrebbero permesso la costruzione di un vantaggio competitivo duraturo basato su 4 elementi: la qualità totale, il miglioramento continuo, l'efficienza e l'eliminazione delle attività a basso valore aggiunto.

La difficoltà di realizzazione pratica ed una scarsa attenzione alle esigenze della clientela sancirono il decadimento di questo filone di pensiero.

Forte di quest'ultima mancanza della teoria precedente, prende piede la *Customer Satisfaction*, partendo appunto dal presupposto che il successo di un'azienda sia determinato dalla sua capacità di mantenere la clientela acquisita e sottrarre alla concorrenza tramite un maggior grado di soddisfazione (si ritiene infatti che la quota di mercato sia alla base del fatturato aziendale e quindi dei suoi profitti).

Ma la soddisfazione di una clientela altamente frammentata si rivelò un'alternativa impercorribile dal punto di vista economico per tutte quelle imprese che non potevano restringere il proprio ambito di competenza ed interessarsi solo a mercati di nicchia (10).

L'ultimo approccio che vide la luce negli anni '80 fu quello della qualità totale, o *Total Quality Management*, secondo cui la qualità appunto non era un obiettivo da perseguire solo a livello di reparti produttivi, ma andava ricercata in ogni funzione aziendale; esso divenne dunque un modo di governo delle aziende, basato sulla standardizzazione dei processi e sulla formalizzazione delle attività, si ritornò cioè ad un approccio più scientifico e meno intuitivo alla soluzione dei problemi aziendali (11).

Si arriva così a cavallo degli anni '90, in cui esplode la competizione globale e le pesanti strutture di controllo delle imprese che si erano affidate ciecamente al TQM penalizzano in modo eccessivo le *performance* aziendali; inoltre l'azienda comincia a non essere più vista come un insieme di funzioni, ma piuttosto come un insieme di processi volti alla soddisfazione del cliente e al consolidamento / svi-

luppo dei vantaggi competitivi; si afferma così la più recente delle "ricette" manageriali: il *Business Process Reengineering* Esso contrappone alla logica dei miglioramenti incrementali propria dei passati tentativi, un'idea di miglioramenti radicali, nell'ordine del 50%, a livello sia di riduzione di costi che di aumento di quote di mercato, il tutto da ottenere in tempi relativamente brevi, nell'arco cioè di 6 mesi - 2 anni (12).

Purtroppo anche in questo caso una certa miopia nella fase di implementazione ed un'attenzione al cliente proclamata dalla teoria ma mai pienamente applicata hanno portato gran parte delle aziende a non ottenere nessuno dei benefici previsti (13).

Evoluzione delle misure di performance

Ogni scelta strategica ha bisogno di essere suffragata da una misura

Tabella 3				
	Anni '70	Anni '80	Anni '90	Anni 2000
Ottica industriale	<ul style="list-style-type: none"> – Diversificazione – Premio di mercato sulle conglomerate 	<ul style="list-style-type: none"> – Focalizzazione su core business – De-conglomerazione – Sconto di mercato sulle conglomerate 	<ul style="list-style-type: none"> – L'industria prevale sulla finanza – Creazione di valore aggiunto industriale 	<ul style="list-style-type: none"> – Crescita come global player in niche market
Scelte strategiche	<ul style="list-style-type: none"> – Ricerca dei volumi di vendita / economie di scala 	<ul style="list-style-type: none"> – Ricerca della quota di mercato – Riposizionamento / dismissioni 	<ul style="list-style-type: none"> – Ricerca della posizione competitiva – Ristrutturazioni industriali e finanziarie 	<ul style="list-style-type: none"> – Ricerca dell'organizzazione integrata per gestire la complessità
Approcci metodologici	<ul style="list-style-type: none"> – Portfolio theory – Strategic planning 	<ul style="list-style-type: none"> – Eccellenza – Customer satisfaction 	<ul style="list-style-type: none"> – Qualità totale – Business Process Reengineering 	<ul style="list-style-type: none"> – Ristrutturare per crescere
Ottica finanziaria	<ul style="list-style-type: none"> – Acquisizioni e fusioni autofinanziate – "EPS" 	<ul style="list-style-type: none"> – Utilizzo del leverage – Lbo's Debt acquisitions – "Cash flow" 	<ul style="list-style-type: none"> – Ricapitalizzazione – Economic value added ("EVA") 	<ul style="list-style-type: none"> – ???

quantitativa che ne determini la preferibilità rispetto alle alternative. Parallelamente all'evoluzione avutasi nelle "mode" manageriali durante gli ultimi quarant'anni, possibile delineare l'evoluzione delle misure di performance nello stesso arco temporale.

Negli anni '70 la validità delle scelte strategiche delle imprese veniva misurata tramite gli utili per azione (*Earnings per Share*). E nel 1973, con l'articolo di J. Stem apparso sul Wall Street Journal "*EPS don't count*", che si comincia a delineare una rottura con gli approcci tradizionali basati sui dati contabili e si affaccia sul mondo aziendale il concetto di flusso finanziario.

Bisogna tuttavia attendere gli anni '80 perché i flussi finanziari e la *Discounted Cash Flow Analysis* diventino il vero motore sottostante le scelte strategiche; l'attenzione a tale variabile viene accentuata dalle operazioni di LBO in cui, appunto, si è disposti ad acquisire un'azienda per assicurarsi i flussi finanziari che questa è in grado di generare nel futuro. In questo periodo la finanza sembra prendere il sopravvento sulle altre funzioni aziendali, ci si indebita ogniqualevolta si è in grado di investire i capitali presi a prestito ad un tasso di rendimento superiore al costo del capitale.

A partire dagli anni '90 l'industria torna a prevalere sulla finanza, gli investimenti in capitale fisso (non solo immobilizzazioni materiali, ma sempre più spesso know-how

ed altri beni immateriali) sono giudicati necessari al mantenimento del livello di competitività; ciò non determina comunque l'abbandono del concetto di flusso generato, che rimane il metro con cui valutare la bontà degli investimenti effettuati.

È in tale contesto che si affaccia sul mondo accademico ed aziendale l'*Economic Value Added*; questo strumento si sviluppa come una misura del valore creato o distrutto dall'attività aziendale e come criterio per l'assunzione di decisioni di capital budgeting.

Rispetto al DCF presenta il vantaggio di essere di più ampia applicabilità, costituendo un approccio utile per valutare ed orientare tutte le decisioni aziendali, per misurare risultati e performance manageriali, per definire forme di compensazione e incentivazione, per misurare la creazione di valore a livello di singola divisione, linea di produzione o area di attività.

Resta comunque un limite, dovuto al fatto che EVA fa ancora riferimento a informazioni di natura contabile: il calcolo del NOPAT e la determinazione del Capitale Investito sono il risultato della rettificazione di valori di natura contabile. Nel decennio che sta per cominciare la crescente globalizzazione dei mercati e la necessità di differenziare dai concorrenti per godere di un vantaggio competitivo difendibile porteranno le aziende a comportarsi sempre più come "*global player in a niche market*".

In altri termini, l'impresa di successo del futuro dovrà disporre di armi competitive globali in termini di adattabilità, di competenze e di capacità, funzionali all'obiettivo di rimanere competitive in mercati di nicchia globali in costante evoluzione.

Fallimenti delle mode manageriali

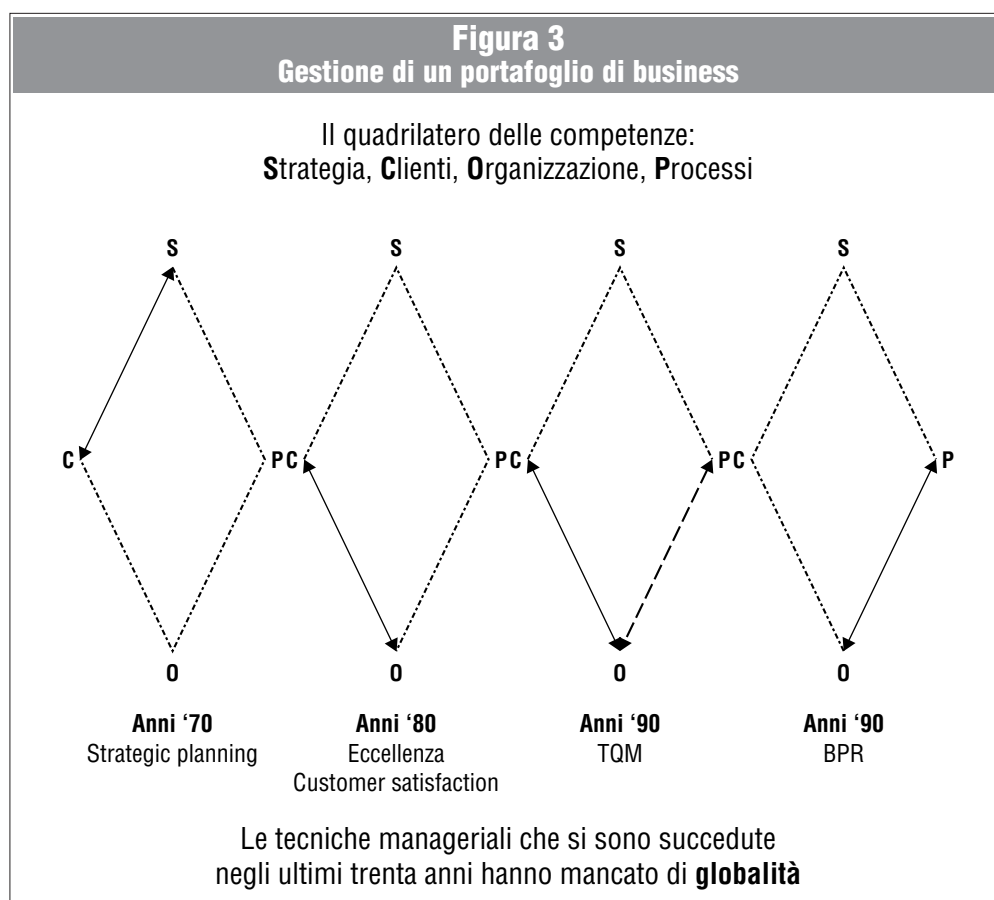
Ma perché tutte queste teorie manageriali che si sono succedute nell'arco degli ultimi trent'anni non sono mai completamente riuscite a risolvere i problemi delle aziende? Gli errori di fondo possono essere così riassunti:

- si è fatto un *uso generalizzato* di strumenti che avevano dimostrato la loro efficacia di fronte a situazioni d'impresa e di mercato ben definite, tale appunto

da poterli paragonare a delle vere e proprie "mode" (ad esempio nel TQM si è cercato di importare in Occidente una formula imprenditoriale che aveva avuto successo in un contesto totalmente differente come quello giapponese) (14);

- si è cercato di elaborare mosse vincenti per il futuro basandosi su dati che rispecchiavano una situazione ormai trascorsa (esempio lampante, quello fornito dallo *Strategic Planning*);
- è stata effettuata un'*analisi parziale* degli elementi che devono essere presi in considerazione nella gestione di un'impresa.

Con particolare riferimento a quest'ultimo aspetto le *performances* aziendali sono state definite come le risultanti dell'interazione di 4



variabili fondamentali: la *strategia*, i *clienti*, l'*organizzazione* e i *processi*.

Possiamo velocemente vedere come le mode passate si siano soffermate solo su alcuni di tali elementi: infatti lo *Strategic Planning* considera solo l'interazione tra clienti e strategia, l'Eccellenza e la *Customer Satisfaction* solo quella

$$EVA = NOPAT - (c \times CI) \quad [2.]$$

In cui:
 r = tasso di rendimento del capitale investito;
 c = costo medio ponderato del capitale (WACC);
 CI = capitale investito;
 NOPAT = utile operativo netto dopo le imposte operative.

Schema 1 The two driver of ROIC	
<ul style="list-style-type: none"> • NOPAT is defined as the profits derived from the company's operations after taxes and before financing costs and non-cash entries • Depreciation is subtracted because it is a true economic expense 	<ul style="list-style-type: none"> • CAPITAL is defined as all the cash deposited into the company without regard to the financing source or business purpose • To be consistent with NOPAT, capital is charged with the accumulated depreciation suffered by the assets

tra clienti ed organizzazione, il *Business Process Reengineering* in un certo senso si è concentrato troppo sul legame esistente tra organizzazione e processi (Figura 3).

2. EVA: modalità di calcolo e aspetti operativi

EVA è un indicatore di performance principalmente interno adottato dalle società per misurare l'efficacia dell'impiego del capitale investito per ogni periodo di valutazione. Molto semplicemente esso raffronta il ritorno sul capitale investito con il costo dei fattori che generano tale ritorno. Esso è il *residual income* che si ha sottraendo il costo del capitale dagli utili operativi. Analiticamente esso può trovarsi espresso tanto nella formulazione finanziaria che in quella operativa:

$$EVA = (r - c) \times CI \quad [1.]$$

Come si evince dalla [1.], EVA è pari allo spread esistente tra costo e rendimento del capitale moltiplicato per l'ammontare di capitale investito nell'azienda.

Alternativamente la [2.] lo indica come il reddito che residua dopo che il costo del capitale è stato sottratto dal reddito operativo.

In un'ottica in cui le scelte aziendali vengono valutate in termini di creazione o distruzione di valore per gli azionisti, si tratta ora di comprendere quale legame esiste tra l'E.V.A. e la massimizzazione del valore per gli azionisti; si introduce a tal fine il concetto di MVA (*Market Value Added*) (Schema 2).

“Così come EVA è un indicatore di performance interno, MVA può essere considerato il suo corrispondente dal punto di vista del mercato. MVA è un indicatore di performance esterno: è la differenza

Schema 2 EVA

Shareholders' Wealth	= Market Value Added = Total Value - Total Capital = Net Present Value = The PV of future EVA
----------------------	--

tra il valore di mercato di una società ed il suo capitale proprio.

Se una società genera un EVA positivo (e ci si attende che questo continui nel futuro), gli investitori dovrebbero pagare un premio rispetto al suo patrimonio netto; per contro, se il ritorno sul capitale investito è inferiore al costo del capitale, la società dovrebbe subire uno sconto sul mercato rispetto al suo patrimonio netto.

Poiché gli investitori scontano nel corso azionario di una società tutte le informazioni relative al futuro andamento degli utili aziendali, il MVA può essere considerato come la valutazione che il mercato attribuisce alla futura capacità della società di allocare efficacemente il proprio capitale e generare un equo ritorno” (15).

In prima approssimazione il MVA può essere inteso la differenza tra il *Market Value* dell'azienda (cioè la sua capitalizzazione di Borsa) ed il suo *Economic Book Value* (cioè l'ammontare di capitale che gli azionisti e gli altri portatori di capitale hanno investito.

Le rettifiche necessarie

Come visto precedentemente EVA è il risultato dell'interazione di 3 variabili: NOPAT, WACC e

Capitale Investito. Mentre il rendimento ottenuto ed il capitale investito sono entrambi basati su misure contabili, il rendimento richiesto dagli investitori è basato su dati di mercato.

Conseguentemente EVA può essere influenzato da diversi criteri di registrazione o da particolari politiche fiscali; nel tentativo di avere una base omogenea da cui partire per calcolare l'EVA, è necessario adottare una serie di rettifiche ai dati contabili di partenza. I creatori di questo strumento sono giunti ad evidenziare 164 possibili rettifiche applicabili ai dati di bilancio, sebbene nella prassi aziendale si cerchi di ridurre quanto più possibile il loro numero.

Rettifiche al Capitale Investito

Questa grandezza rappresenta la dimensione delle opportunità di investimento colte dall'impresa in un determinato arco temporale; esso è pertanto ottenibile sommando tutte le quote di capitale oneroso a vario titolo presenti in azienda (Schema 3).

Secondo un approccio di tipo operativo, “il capitale investito netto è definito come la sommatoria tra il capitale circolante netto e le immobilizzazioni, essendo il CCN costituito dalle attività correnti

Schema 3 There are financial distortion to be eliminated

- | | |
|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"> • NOPAT = Income available to common + Preferred dividend + Minority interest provision + Interest expenses of debt after taxes | <ul style="list-style-type: none"> • CAPITAL = Common equity + Preferred stock + Minority interest + All debt |
|---|--|

(crediti commerciali + rimanenze) al netto delle passività correnti (debiti commerciali + passività a breve termine). Le immobilizzazioni comprendono al loro interno quelle materiali, immateriali e quelle finanziarie nette; non sono invece inclusi i crediti finanziati rientranti nella posizione finanziaria netta. Vengono inoltre aggiunte tra le immobilizzazioni finanziarie tutte quelle partecipazioni di minoranza che, anche se potenzialmente smobilizzabili nel brevissimo termine, costituiscono invece investimenti stabili facenti parte di patti parasociali” (16).

Schema 4 The most common equity equivalents

- deferred income tax reserves
- LIFO inventory valuation reserve
- cumulative amortisation of goodwill
- capitalisation of R&D
- cumulative unusual write-offs (less gains) after taxes

Gli aggiustamenti che seguono hanno lo scopo di giungere ad una determinazione il più precisa possibile del capitale investito nell'attività operativa dell'impresa, per poterlo poi raffrontare al reddito che scaturisce dalla gestione caratteristica. Partendo dalla definizione di cui sopra si rendono pertanto necessarie le seguenti rettifiche:

+ *fondo TFR*: data la rilevanza del suo importo nelle imprese italiane, e la sua destinazione a

tempo indeterminato, esso è assimilabile ad una riserva di capitale e pertanto viene aggiunto al capitale investito netto;

+ *debiti diversi a breve termine*: risulta opportuno far rientrare nella definizione di capitale investito anche tale componente in quanto l'efficienza con cui queste somme sono attualmente gestite permette di assimilarle a vere e proprie fonti di finanziamento (17);

+ *riserve su crediti di dubbia esigibilità*;

+ *riserva Lifo*, o altri fondi assimilabili come il *fondo svalutazione magazzino*, o il fondo di garanzia (nel caso di utilizzo del metodo Lifo si suppone che i prelievi di magazzino siano relativi ai lotti più recenti, con conseguente sottostima delle rimanenze finali e, di conseguenza, dell'utile finale);

+ *valore attuale delle quote dei canoni di leasing afferenti all'ammortamento del bene locato*: in seguito alla stipulazione di un contratto di leasing si imputa a conto economico l'intera rata, equiparandola ad un costo operativo; in realtà la locazione finanziaria va consi-

derata come un acquisto differito di un bene che è già entrato nel processo produttivo, pertanto va fatta gravare sul Conto Economico la sola quota relativa agli oneri finanziari;

- *incrementi di immobilizzazioni per lavori interni*: vengono sottratte in quanto costi afferenti ad un bene non ancora entrato nel ciclo produttivo;
- + *quote di ammortamento passate già spese sull'avviamento*: va considerato l'intero valore dell'investimento effettuato al momento dell'acquisto di un'impresa funzionante e non solo il residuo poiché è l'intero investimento che contribuisce a generare flussi reddituali;
- + *costi accessori di acquisizione*: vengono capitalizzati e considerati alla stregua dell'investimento effettuato;
- + *fondo imposte differite*, nel caso in cui questa posta sia riscontrabile con continuità all'interno del bilancio aziendale, può essere assimilata ad una fonte di finanziamento a lunga scadenza, come accade per il TFR;
- ± *perdite / utili straordinari al netto delle imposte*, essendo correlati ad investimenti che al termine del loro ciclo economico hanno garantito un valore di realizzo diverso dal valore di libro residuo, ne deve essere eliminato l'effetto sulla situazione patrimoniale dell'azienda;

- + spese di R&S o di pubblicità, vanno capitalizzate ed imputate a conto economico in quanto generatrici di cassa in periodi futuri (vanno ammortizzate in un periodo medio di 5 anni).

Schema 5 EVA

- Adding *the change* in equity equivalents brings back into NOPAT the recurring CFs that have been accumulated elsewhere NOPAT records the actual timing of cash receipts and disbursements
- *Equity equivalents* add back to capital and account for a truer measure of the cash that investors have put at risk

Rettifiche al NOPAT

Il NOPAT (*Net Operating Profit After Taxes*) si ottiene partendo dall'Utile Operativo Netto, cioè la differenza tra valore e costi della produzione secondo lo schema contabile valido per il capitale investito netto, ed applicandovi le variazioni annue incorse nelle voci che hanno modificato il Capitale Investito; da ciò vengono sottratte le imposte operative di competenza dell'esercizio che andranno ovviamente calcolate prescindendo dalla struttura di debito dell'azienda. Per fare in modo che il NOPAT sia coerente con la definizione di capitale investito di cui sopra, è pertanto necessario includervi le seguenti variazioni:

- + quota annua di accantonamento al fondo TFR, al netto degli utilizzi dell'esercizio; + variazione annuale del fondo svalutazione crediti;

- + variazione annuale della riserva Lifo;
- + quota di ammortamento annuale dell'avviamento; + quota di onere finanziario delle rate dei leasing;
- + differenza tra le spese di R&S annuali e la quota di ammortamento annuale delle spese R&S capitalizzate;
- + costi sostenuti per lavori interni, al netto del relativo incremento del valore della produzione;
- + dividendi relativi alle partecipazioni di minoranza inserite nel capitale investito; + altri redditi netti derivanti dalla gestione caratteristica d'impresa.

Le imposte operative che verranno poi sottratte dal reddito sopra calcolato sono ottenute sommando i seguenti elementi:

- + imposte sul reddito effettivamente pagate dalla società; + variazione del fondo imposte differite;
- + imposte risparmiate deducendo gli interessi passivi (*tax-shield*);
- imposte sulle perdite/utili straordinari.

Come giungere al costo del capitale investito

Il costo medio ponderato del capitale è uno degli elementi fonda-

mentali nel calcolo dell'EVA, infatti esso rappresenta il tasso a cui vengono attualizzati i flussi reddituali previsti. Per stimare correttamente il WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) è necessario procedere al calcolo del costo opportunità del capitale proprio e di quello di prestito. Tali elementi andranno poi ponderati in base al loro valore di mercato come risulta dalla formula seguente:

$$WACC = K_e \times \frac{E}{D+E} + K_d \times \frac{D}{D+E}$$

Costo dei mezzi propri

Tale grandezza rappresenta il rendimento minimo richiesto dagli investitori per sopportare il rischio di un investimento nell'azienda presa in considerazione; seguendo l'approccio suggerito dal modello CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) esso è così definito:

$$K_e = R_f + \beta \times [E(R_m) - R_f]$$

In cui:

R_f = tasso di rendimento delle attività prive di rischio;

β = misura del rischio a cui è sottoposta l'impresa, ottenuta rapportando la covarianza tra rendimento del titolo azionario e rendimento di mercato alla varianza del mercato;

$E(R_m)$ = rendimento atteso del mercato azionario;

$E(R_m) - R_f$ = premio per il rischio di mercato;

$\beta \times [E(R_m) - R_f]$ = remunerazione complessiva del rischio sopportato dall'azienda.

L'indice beta, nella pratica, viene calcolato in base alla regressione tra i rendimenti del titolo e quelli del mercato azionario, su un orizzonte di cinque anni (anche se il recente accorciamento dei cicli economici consiglia un periodo più limitato, circa due-tre anni); esso è determinato dalle seguenti caratteristiche dell'azienda: grado di ciclicità del settore, grado di leva operativa, grado di leva finanziaria.

Il premio per il rischio di mercato è una misura comune a tutte le azioni quotate in un determinato mercato borsistico, ed è funzione di: grado di volatilità del sistema economico, rischio politico del Paese, grado di rischiosità del mercato.

Il rendimento atteso dal mercato è, di solito, riferito all'andamento atteso del principale indice azionario del mercato borsistico in esame, che è a sua volta pari alla somma del tasso free-risk e del premio per il rischio.

Il rendimento delle attività prive di rischio è teoricamente pari a quello di un portafoglio con beta nullo; nella pratica si fa invece riferimento al rendimento offerto dai titoli di Stato a lungo termine.

Costo del capitale di debito

È determinato, per ogni singola società, dalle condizioni concesse dai finanziatori; esso sarà pertanto influenzato da: livello corrente dei tassi d'interesse, rischio d'insol-

venza dell'azienda, vantaggio fiscale associato al debito. Il costo del debito è determinato sulla base del costo medio dei finanziamenti ottenibili dalla società, considerato però al netto dello scudo fiscale derivante dalla deducibilità degli interessi passivi:

$$K_d = \sum K_i \times \frac{d_i}{D} \times (1 - t)$$

In cui:

D = massa totale dei debiti aziendali, valutata ai prezzi di mercato;

t = aliquota d'imposta media effettiva dell'azienda;

d_i = valore di mercato della i-esima linea di credito;

k_i = costo della i-esima linea di credito.

Il ruolo svolto dalle rettifiche (18)

“Il calcolo dell'EVA è strutturato in modo tale che l'utile operativo netto differisca minimamente dal flusso di cassa operativo. Tali differenze, inoltre, non incidono sulla valutazione complessiva dell'azienda, ma solo sulla distribuzione dell'EVA tra i vari periodi; se non si effettua una delle rettifiche positive necessarie per ricongiungere l'utile operativo al flusso di cassa, la misura del capitale investito da impiegare come termine di confronto diminuisce, gli EVA futuri aumentano ed il valore attuale degli incrementi degli EVA eguaglia la mancata correzione per ottenere il flusso di cassa. Valga a tal proposito l'esempio nelle Tabelle 4 e 5 effettuato sulla pre-

Tabella 4
Calcolo dell'EVA considerando la rettifica per la riserva LIFO

	1998	1999	2000	2001	2002	Oltre
Nopat	46800	84240	90605	96741	101367	104196
Incremento riserva LIFO	0	500	0	0	0	0
Amm. R&S capitalizzata	0	- 8190	- 8190	- 8190	- 8190	0
R&S	32760	0	0	0	0	0
<i>Nopat rettificato</i>	<i>79560</i>	<i>76550</i>	<i>82415</i>	<i>88551</i>	<i>93177</i>	<i>104196</i>
Cap. iniziale	250000	360000	396000	403920	415562	432185
Riserva LIFO	0	0	500	500	500	500
Costi R&S capitalizzati	0	32760	24570	16380	8190	0
<i>Cap. iniziale rettificato</i>	<i>250000</i>	<i>392760</i>	<i>421070</i>	<i>420800</i>	<i>424252</i>	<i>432685</i>
Roic	31.8%	19.5%	19.6%	21.0%	22.0%	24.1%
WACC	13%	13%	13%	13%	13%	13%
EVA	46986	25375	27551	33723	37899	
VA(EVA)	41570	19862	19079	20661	20543	
Valore residuo						476926
VA (EVA) cumulato	121715					
VA (residuo)	258517					
Capitale investito	250000					
Valore dell'azienda	630232					

senza o meno della riserva LIFO nel calcolo del NOPAT. Supponendo di non effettuare la correzione LIFO nel 1999 il valo-

re dell'azienda non muta, cambiano invece gli EVA dei vari esercizi ed il valore residuo finale. Negli esercizi successivi l'EVA cresce

Tabella 5
Calcolo dell'EVA senza la rettifica per la riserva LIFO

	1998	1999	2000	2001	2002	Oltre
Nopat	46800	84240	90605	96741	101367	104196
Incremento riserva LIFO	0	0	0	0	0	0
Amm. R&S capitalizzata	0	-8190	-8190	-8190	-8190	0
R&S	32760	0	0	0	0	0
<i>Nopat rettificato</i>	<i>79560</i>	<i>76050</i>	<i>82415</i>	<i>88551</i>	<i>93177</i>	<i>104196</i>
Cap. iniziale	250000	360000	396000	403920	415562	432185
Riserva LIFO	0	0	0	0	0	0
Costi R&S capitalizzati	0	32760	24570	16380	8190	0
<i>Cap. iniziale rettificato</i>	<i>250000</i>	<i>392760</i>	<i>420570</i>	<i>420300</i>	<i>423752</i>	<i>432185</i>
Roic	31.8%	19.4%	19.6%	21.1%	22.0%	21.1%
WACC	13%	13%	13%	13%	13%	13%
EVA	46986	25875	27616	33788	37964	
VA (EVA)	41570	19471	19124	20578	20578	
Valore residuo						477426
VA (EVA) cumulato	121444					
VA (residuo)	258788					
Capitale investito	250000					
Valore dell'azienda	630232					

perché, a parità di NOPAT rettificato, il capitale operativo investito è inferiore. Risulta infine agevole calcolare come il valore attuale delle variazioni dell'EVA e del valore residuo sia esattamente pari a 500, cioè l'esatto importo della rettifica per riserva LIFO.

Dall'esempio si è visto che le rettifiche alterano il NOPAT ed il capitale investito dei vari esercizi, così modificandone anche gli EVA. Tali rettifiche però, se correttamente effettuate, non influiscono sulla valutazione finale. La mancata attuazione di una rettifica ha un valore assoluto identico ma di segno opposto alla variazione degli EVA che genera.

Ciò conferma che, indipendentemente da tali rettifiche, EVA e DCF forniscono gli stessi risultati; un'altra conclusione che si può trarre è come le rettifiche suggerite da Bennett-Stewart nel suo libro (19), sebbene supportate da una valida logica, siano soggettive e generiche: soggettive in quanto non necessarie per ottenere l'uguaglianza tra il valore ottenibile attualizzando l'EVA e quello ottenibile con il DCF, generiche in quanto devono essere adattate ed integrate in funzione delle caratteristiche economiche dell'azienda. L'EVA non è quindi quantificabile a prescindere da ipotesi interpretative delle caratteristiche economiche dell'attività da esaminare e non è una misura oggettiva della performance di un esercizio.

I problemi inerenti al calcolo del costo del capitale, la plausibilità di

rettifiche differenti, il conseguente influsso sul NOPAT e sul capitale operativo investito spiegano perché le misure dell'EVA che si trovano in numerosi report per le stesse società siano così differenti."

Intervento di S. Sandri "Limiti applicativi del modello dell'EVA"

Tutti condividono il messaggio di fondo del Value Based Management cioè che l'obiettivo dell'impresa è la massimizzazione del valore dell'azienda, e che bisogna pertanto smettere di fare riferimento esclusivo alla massimizzazione del reddito contabile per spostarsi verso la creazione di valore per gli azionisti; nell'ambito di tale concetto si tratta di definire quale è la tecnica migliore per capire se effettivamente si sta raggiungendo tale obiettivo.

Cercherò perciò di dimostrare come anche il modello dell'EVA abbia dei limiti, anche se condividendo il messaggio di fondo.

Una domanda che ci si può porre è la seguente: perché l'EVA ha avuto tanto successo? Personalmente ritengo che uno dei fattori principali alla base di ciò sia il fatto che EVA è un risultato periodale, è in pratica un reddito e può essere riferito ad un preciso orizzonte temporale.

Esso non costringe chi lo usa (a differenza di tutti i modelli basati sui flussi di cassa attualizzati) a considerare necessariamente tutta la vita dell'impresa o di un suo pro-

getto, ma rende sufficiente ragionare su di un singolo esercizio.

Personalmente ritengo che tale affermazione non corrisponda al vero: non è cioè possibile giungere a delle determinazioni di EVA corrette facendo riferimento ai risultati di un solo periodo. Qualsiasi risultato di periodo è un risultato che è frutto di convenzioni che non necessariamente corrispondono alla realtà.

Nell'edizione italiana del libro di Stewart si possono trovare le seguenti affermazioni: *“bisogna abbandonare i flussi di cassa...per quanto possa essere importante il flusso di cassa per la misurazione del valore, esso è praticamente inutile per misurare le prestazioni aziendali... è solo quando si fa riferimento all'intera vita del progetto e non ad un singolo periodo che i flussi di cassa diventano variabili significative”*.

Appare sottinteso che volendo avere un risultato che faccia riferimento ad un solo periodo non bisogna ragionare in termini di flussi di cassa ma in termini di EVA.

Per cui il ragionamento che viene fatto è il seguente: il flusso di cassa può essere anche negativo (perché per esempio stiamo investendo più delle risorse che entrano in azienda) ma finché il rendimento sul capitale investito rimane superiore al costo del capitale allora l'investimento è conveniente anche se origina dei flussi di cassa negativi. Purtroppo misurare il rendimento

ottenuto sul capitale investito significa stimare i risultati che si avranno in tutta la vita dell'impresa, di conseguenza penso di poter affermare che le principali difficoltà collegate al calcolo di EVA non si riscontrano nella determinazione del costo medio ponderato del capitale (per tale grandezza esistono infatti delle regole teoriche ben precise da seguire), ma si hanno nel tentativo di determinare un NOPAT per cui non esistono regole teoriche da poter seguire.

Ciò è tanto più vero se si considera come la determinazione del NOPAT debba sottostare ad una serie di rettifiche con un forte grado di soggettività. Per esempio la stessa decisione di capitalizzare o meno i costi di pubblicità può trasformare un'azienda che crea valore in una che lo distrugge. Tale ragionamento diventa ancora più centrale in un'economia come quella attuale che assegna un forte peso agli intangible assets; le decisioni in merito alla capitalizzazione delle spese sostenute con riferimento alle componenti immateriali sono qualcosa di centrale nell'ambito delle misurazioni relative all'EVA stesso. Il fatto stesso che diversi investitori giungano a diverse conclusioni circa il calcolo di EVA non può essere dovuto solo a differenze nel calcolo del costo medio ponderato del capitale, poiché questo, basandosi su dati di mercato, ha dei range di variazione piuttosto contenuti rispetto al calcolo del NOPAT.

Vorrei ora proporvi un esempio la cui idea sottostante è la seguente: è

Tabella 6					
Anni	1	2	3	4	5
CI iniziale	1000	800	600	400	200
CI finale	800	600	400	200	0
Flussi di cassa	264	264	264	264	264
Ammortamento	200	200	200	200	200
Nopat	64	64	64	64	64
WACC*CI iniziale	100	80	60	40	20
EVA	- 36	- 16	4	24	44
VA (EVA)	0				

vero che ci sono oltre 160 rettifiche attuabili, ma dal mio punto di vista il problema principale riguarda le politiche di ammortamento da applicare, e nell'ambito di questo concetto generale rientra anche il problema dei costi degli intangible assets.

L'esempio è basato su un investimento di 1000 che ha flussi di cassa costanti di 264 per 5 anni, con un costo del capitale del 10% il VAN di tale progetto è 0. Calcolandone il VA dell'EVA dei 5 anni si giunge alla stessa conclusione, ma l'EVA dei primi due anni è negativo e continua a crescere per tutta la durata dell'investimento. Penso invece che essendo il VAN pari a 0, anche gli EVA dei singoli periodi dovrebbero essere nulli (Tabella 6).

Sembrerebbero pertanto esservi degli elementi di contrasto tra

l'EVA ed il VAN, elementi che non vi sono perché l'ammortamento a quote costanti non è adeguato in questo caso; con una struttura dei flussi di cassa come quella dell'esempio l'ammortamento adeguato dovrebbe avere quote crescenti.

Ciò è dimostrabile dall'esempio seguente dove gli ammortamenti sono calcolati tenendo conto della variazione di valore dell'attività lungo il periodo. Il valore dell'attività alla fine di un anno è la sommatoria attualizzata dei flussi di cassa degli anni successivi. Pertanto l'ammortamento presenta quote crescenti (Tabella 7).

Ciò su cui vorrei attirare l'attenzione è che l'ammortamento a quote crescenti non deve essere l'eccezione, ma piuttosto la regola, da applicare tutte le volte che si hanno flussi di cassa costanti o crescenti.

Tabella 7					
Anni	1	2	3	4	5
CI iniziale	1000	837	657	458	240
CI finale	837	657	458	240	0
Flussi di cassa	264	264	264	264	264
Ammortamento	163	180	199	218	240
Nopat	101	84	65	46	24
WACC*CI iniziale	101	84	65	46	24
EVA	0	0	0	0	0
VA (EVA)	0				

E se si pensa al classico esempio di investimento con flussi negativi all'inizio, l'introduzione del prodotto, la sua fase di maturità e poi quella di declino, ci si rende conto che tale modello è valido perlomeno per le prime tre fasi.

Il messaggio di questo esempio è che nell'applicazione dell'EVA non è strategico il calcolo del WACC, ma lo è quello del NOPAT, viste le difficoltà associate ad una sua precisa determinazione. Quindi il problema principale è collegato alla determinazione delle quote di ammortamento da applicare in ogni singolo esercizio.

Il secondo messaggio che emerge è il seguente: per calcolare un ammortamento corretto, che rifletta la residua capacità di generare flussi, bisogna considerare i risultati del progetto lungo tutta la sua vita. Pertanto il calcolo dell'IVA è un risultato di periodo che però riflette al proprio interno calcoli effettuati su tutta la vita dell'impresa.

In ultima analisi il modello dell'EVA si propone di rettificare i dati contabili per arrivare ad una definizione corretta di NOPAT.

Mi auguro infine che il successo del modello non sia qualcosa che deriva dalla volontarietà di far finta di raggiungere nuovi obiettivi, cioè la massimizzazione del valore, utilizzando vecchi strumenti. L'EVA è un concetto di reddito, non vorrei che piacesse solo per questo, in quanto è sì un concetto di reddito, ma radical-

mente diverso da quelli visti finora. Il calcolo delle performance in termini di valore è tutto meno che facile.

EVA quale punto di contatto tra logica economica e logica-finanziaria; un suo confronto con altri indicatori della performance aziendale

La Teoria di Creazione del Valore ha come fondamento il principio secondo cui l'impresa può svilupparsi solo generando nuovo valore, ed è questo pertanto il suo obiettivo di lungo termine. Creare valore significa accrescere la dimensione dell'impresa intesa come investimento, cioè la dimensione del capitale economico. Per quanto riguarda la determinazione quantitativa di tale grandezza, pur rammentando l'uniformità dei concetti espressi dalla TCV, si evidenzia come sia possibile riscontrare differenze di opinione tra una linea di pensiero definita "americana" ed una definita "europea".

Il principale punto di distacco tra questi approcci attiene appunto al metodo usato per quantificare la variazione del capitale investito; nell'ottica americana la scelta costante è per i metodi di tipo finanziario (DCF), secondo la scuola europea sarebbe invece preferibile riferirsi a misure di tipo economico-reddituale. Come è facile intuire tali differenze sono giustificate in larga parte dalla diversa efficienza che si riscontra nei mercati finanziari europei se confrontati con quello statuniten-

se, oltrechè dalla diversa composizione delle compagini azionarie al di qua ed al di là dell'oceano.

L'EVA si propone, tra l'altro, di ricomporre tale frattura; esso infatti affianca al rigore metodologico proprio dei metodi finanziari basati sull'attualizzazione dei flussi di cassa futuri il linguaggio aziendale dei metodi reddituali.

Si è visto infatti come esso parta da dati di bilancio opportunamente rettificati, e dopo avere determinato i flussi reddituali previsti per ogni periodo futuro, proceda ad una loro attualizzazione sulla base del costo medio ponderato del capitale. Ciò non significa tuttavia che EVA debba necessariamente essere inteso come lo strumento di misurazione "definitivo"; è ormai convinzione diffusa che esso goda, al pari di altri strumenti di misurazione della performance, di lati positivi e negativi, che ne consigliano un uso affiancato ad altri indicatori allorché si sia interessati ad esaminare differenti aspetti della gestione aziendale. In particolare se ne propone ora un confronto con l'altra misura che finora è apparsa come la più precisa approssimazione della misura del valore creato: la Discounted Cash Flow Analysis.

Schema 6 **EVA & DCF method**

- The two methods are complementary: Whereas DCF method highlights *the requirements in capital year by year*
- EVA shows *how much value is being added to the capital employed in each year of the forecast*

EVA: modalità di calcolo e confronto con DCF (20)

Introduzione

L'approccio più frequentemente utilizzato per determinare il valore di un progetto o di una attività è rappresentato dal valore attuale dei flussi di cassa previsionali netti d'imposta attesi dal progetto. Utilizzando come fattore di attualizzazione dei flussi il costo medio ponderato del capitale (WACC) e sottraendo a questo valore l'ammontare dell'investimento iniziale, si ottiene il Net Present Value (NPV) del progetto.

La logica di attualizzazione dei flussi di cassa scontati su cui si impernia il NPV è nota come DCF (Discounted Cash Flow Analysis).

Obiettivo di questa nota è presentare un impiego della Discounted Cash Flow Analysis alternativo rispetto al calcolo del Net Present Value. La logica dell'attualizzazione verrà applicata a EVA o, in termini estesi, Economic Value Added (Valore Aggiunto Economico).

Nella versione più semplice, EVA è un criterio alternativo per l'assunzione di decisioni di capital budgeting. In realtà, come meglio si vedrà in seguito, il suo utilizzo, come criterio decisionale in ottica di creazione di valore, comporta numerosi vantaggi.

EVA è una metodologia di valutazione coerente con l'obiettivo

aziendale di massimizzazione del valore per gli azionisti.

Il NPV è il metodo migliore per assumere decisioni aziendali coerenti con la massimizzazione del valore. Rispetto all'impiego del MV, EVA presenta il vantaggio di permettere l'individuazione delle possibili azioni, a disposizione di chi opera in azienda, per massimizzare il NPV.

Ai fini di capital budgeting e di asset allocation il risultato che si ottiene scontando EVA o i flussi di cassa è il medesimo e il NPV determinato nei due casi non varia. EVA ha in più il vantaggio di essere di più ampia applicabilità. Rappresenta infatti un criterio utile per valutare ed orientare tutte le decisioni aziendali, per misurare risultati e performance, per comunicare con gli azionisti, per definire forme di compensazione e incentivazione.

La presente nota si pone come obiettivo una rapida illustrazione delle modalità di determinazione di EVA, e quindi di calcolo delle dimensioni economiche rilevanti per l'applicazione della formula di EVA. In particolare ci si riferisce alle modalità di definizione del tasso di rendimento del capitale e delle due grandezze economiche di riferimento: da un lato NOPAT o Net Operating Profit After Tax (21) e delle imposte, dall'altra il capitale investito.

In seguito, in virtù dell'ampio utilizzo che nella pratica è stato fatto e ancora oggi viene fatto della

NPV analysis, viene proposto il confronto tra DCF e EVA e quindi definite le condizioni necessarie ai fini dell'applicazione di EVA. Quando tali condizioni non sussistono, l'approccio tradizionale di attualizzazione dei flussi di cassa offre valutazioni migliori e più affidabili.

Vengono quindi analizzati i vantaggi di EVA rispetto alla DCF analysis e sviluppate alcune considerazioni sulle possibilità di applicazione di EVA in contesti di valutazione.

EVA: modalità di calcolo

L'applicazione di EVA permette di considerare contemporaneamente due fattori che impattano sulla redditività degli azionisti:

- il rendimento del capitale investito
- il costo del capitale.

EVA collega infatti il capitale investito con il differenziale di rendimento rappresentato dalla differenza tra ROIC (Return on Invested Capital) r e WACC (Weighted Average Cost of Capital) c , per ottenere una stima quantitativa della performance aziendale in un determinato periodo temporale.

Troppo spesso le imprese pongono la loro attenzione unicamente sull'ammontare assoluto del rendimento (spesso misurato in base agli utili, anziché ai flussi di cassa)

o sul rendimento del capitale investito. Si tratta di criteri di giudizio non ottimali.

Prendere decisioni in base al rendimento del capitale può portare a scelte non ottimali se il rendimento sul capitale è troppo basso in confronto al costo del capitale. D'altro lato, elevati guadagni in termini di rendimento su impegni di capitale di livello contenuto potrebbero essere sinonimi di perdite di opportunità di investimento, e quindi di guadagno.

EVA è in grado di far fronte a questi limiti, in quanto è calcolata moltiplicando la differenza tra il tasso di rendimento sul capitale r e il costo medio ponderato del capitale c , per l'ammontare di capitale investito, in altri termini:

$$EVA = (r - c) * CI$$

dove:

r = tasso di rendimento del capitale investito

c = costo del capitale

CI = capitale investito

Sviluppando l'espressione precedente si può ricavare una seconda modalità per la determinazione di EVA:

$$EVA = (r - c) * CI$$

$$EVA = r * CI - c * CI$$

$$= NOPAT / CI * CI - WACC * CI$$

$$= NOPAT - (WACC * CI)$$

dove:

NOPAT è il reddito prodotto dalle attività caratteristiche dell'azienda al netto delle imposte e al lordo

degli oneri finanziari e, più in generale, dei costi connessi all'impiego di capitale. Il capitale investito è l'ammontare di capitali apportati ed impiegati in azienda.

Definito come si calcola EVA, bisogna analizzare gli impieghi che ne possono essere fatti in azienda. In primo luogo, EVA può essere impiegato per l'analisi della performance storica di un'azienda al fine di sviluppare migliori previsioni per il futuro e misurare i risultati conseguiti in passato in ottica di creazione di valore per gli azionisti.

La creazione di valore per gli azionisti è collegata a due ordini di fattori:

- (*ROIC-WACC*): misura del differenziale tra rendimento del capitale e costo; in particolare ROIC è dato dal rapporto tra reddito operativo al netto delle imposte e capitale investito, ($ROIC = NOPAT / Capitale\ Investito$); è una misura di efficienza finanziaria;
- il *Capitale Investito*: indicatore del numero e della dimensione della opportunità di investimento a disposizione di un'azienda.

EVA traduce i fattori generatori di valore di un'azienda (il tasso a cui cresce il fatturato dell'azienda, i profitti, il capitale investito e il suo rendimento) in una misura monetaria univoca di performance.

Adottando la logica operativa (22) EVA è calcolabile anche come:

$$\begin{aligned} \text{EVA} = & (\text{Fatturato} - \text{Spese operative}) \\ & * (1 - \text{aliquota d'imposta}) \\ & - (\text{WACC} * \text{Capitale Investito}) \end{aligned}$$

Date le definizioni, tre sono le modalità per incrementare EVA:

1. incrementare il reddito operativo senza immettere ulteriore capitale,
2. investire in progetti che garantiscono rendimenti superiori al costo del capitale,
3. disinvestire capitale da attività che non garantiscono adeguati ritorni.

La determinazione delle due dimensioni: NOPAT e Capitale Investito

Il Return on Invested Capital, misura di produttività del capitale investito, è una misura monetaria di rendimento del capitale non influenzata da politiche finanziarie e da politiche contabili. Può essere direttamente confrontato con il costo del capitale dell'azienda indicando se il progetto considerato sta creando o distruggendo valore.

È necessario analizzare i due fattori - NOPAT e Capitale Investito - che definiscono la dimensione di rendimento del capitale:

$$\text{ROIC} = \text{NOPAT} / \text{Capitale Investito}$$

- *NOPAT* è il reddito operativo derivante dall'attività caratteristica dell'azienda al netto delle

imposte, al lordo degli oneri finanziari, depurato dalle voci contabili non monetarie, al netto degli ammortamenti. Gli ammortamenti sono l'unica voce non monetaria che viene sottratta per il calcolo del NOPAT, in quanto si tratta di una voce economica che esprime l'uso che nell'esercizio considerato è stato effettivamente fatto delle immobilizzazioni aziendali. Dato che il NOPAT rappresenta l'ammontare complessivo di risorse effettivamente disponibili per far fronte alla remunerazione dei fornitori di capitale, è necessario tenerne conto prima di calcolare il rendimento per gli investitori.

- *Capitale Investito* è definito come somma di tutte le risorse liquide che sono state apportate in azienda nel corso della sua vita senza prendere in considerazione le fonti finanziarie impiegate o la destinazione economica. Non ha importanza se l'investimento è finanziato con mezzi propri o mezzi di terzi, e non è rilevante se il capitale è assorbito da investimenti in immobilizzazioni fisse o in capitale circolante. Come per il calcolo del NOPAT, anche per la determinazione del capitale investito è necessaria una precisazione in merito all'ammortamento. L'ammortamento è la misura del grado di utilizzo di una immobilizzazione in ciascun periodo e indica quanto deve essere speso al fine di garantire il mantenimento dell'attività operativa dell'azienda

al livello esistente. Per essere coerente con il NOPAT, il capitale viene rettificato per un

presa la quota parte di oneri incorporata nei canoni di leasing non capitalizzati.

Schema 7	
NOPAT	CAPITALE
= reddito disponibile per le azioni ordinarie + oneri finanziari al netto dell'effetto fiscale	= azioni ordinarie + capitale di debito oneroso

valore pari all'ammortamento cumulato.

Le rettifiche necessarie per passare dagli utili e dal capitale contabili all'espressione di reddito e di capitale corretta al fine del calcolo di EVA possono avvenire seguendo due logiche:

1. logica finanziaria
2. logica operativa

La determinazione del tasso di rendimento sul capitale investito secondo la logica finanziaria

Secondo la logica finanziaria è necessario in primo luogo eliminare gli effetti su capitale e utili connessi alla specifica struttura finanziaria impiegata dall'azienda.

È facilmente verificabile che calcolando il rapporto NOPAT / Capitale Investito con le rettifiche sopra apportate si ottiene un indice di rendimento che è indipendente dal rapporto di indebitamento. ciò che viene quindi evidenziato è la produttività del capitale investito, indipendentemente dalle modalità di raccolta dei finanziamenti.

Restano comunque da eliminare altre distorsioni dovute a scelte di tipo finanziario; in particolare è necessario considerare:

- l'effetto dell'esistenza di azioni privilegiate;
- l'effetto dell'esistenza di rapporti con società partecipate evidenziati in fase di consolidamento.

Schema 8	
NOPAT	CAPITALE
= reddito disponibile per le azioni ordinarie + dividendi su azioni privilegiate + utili/perdite di esercizio di pertinenza di terzi + oneri finanziari al netto dell'effetto fiscale	= azioni ordinarie + azioni privilegiate + capitale e riserve di terzi + capitale di debito oneroso

Al capitale netto contabile è necessario sommare i debiti onerosi, compreso il valore attuale dei canoni di leasing non capitalizzati; all'utile netto da bilancio vanno aggiunti gli oneri finanziari, com-

Restano a questo punto da considerare gli effetti delle politiche contabili. Al capitale investito, espresso come sopra, vengono aggiunte le riserve che rettificano il Patrimonio Netto (le cosiddette

Equity Equivalents reserves) e al NOPAT le variazioni periodiche di tali riserve.

del numero di rettifiche che si intende apportare (vedi Schema 10). Analizziamone ora le princi-

Schema 9	
NOPAT	CAPITALE
= reddito disponibile per le azioni ordinarie + variazioni d'esercizio delle riserve contabili	= azioni ordinarie + rettifiche al Patrimonio Netto
= Reddito netto corretto dalle politiche contabili	= Capitale di rischio corretto dalle politiche contabili
+ dividendi su azioni privilegiate + utili/perdite di esercizio di pertinenza di terzi + oneri finanziari al netto dell'effetto fiscale	+ azioni privilegiate + capitale e riserve di terzi + capitale di debito oneroso

La considerazione della voce “riserve contabili” permette di passare dal valore contabile del capitale investito a ciò che nella teoria è stato definito Economic Book Value, con cui si indicano le risorse monetarie, effettivamente investite in azienda, che gli investitori si aspettano di vedere remunerate.

Il passaggio illustrato nello schema precedente permette la transizione dalla logica contabile di costruzione del bilancio, secondo il principio di competenza, alla logica finanziaria, secondo il principio di cassa.

Apportando le opportune rettifiche al patrimonio netto e agli utili si può calcolare un tasso di rendimento che rappresenta una vera misura di quanto l'azienda è stata in grado di guadagnare.

Risulta ovvio che maggiore è l'accuratezza con cui si determina il NOPAT e il capitale investito, migliore è la capacità informativa dell'indice così calcolato; d'altro lato bisogna valutare la maggior complessità dell'analisi al crescere

pali; la logica è la medesima anche negli altri casi.

Fondo imposte differite

Le imposte differite sono la conseguenza della mancanza di armonizzazione temporale tra i principi che regolano la competenza civilistica e guidano quindi la stesura del bilancio d'esercizio da un lato, ed i criteri che prevedono il riconoscimento fiscale dei componenti positivi e negativi di reddito dall'altro.

Nei casi in cui viene rinviata la tassazione di componenti positivi di reddito, occorre prevedere, a carico dell'esercizio in cui tali componenti si manifestano, le imposte di competenza per le quali viene soltanto differito l'esborso all'Erario. Nell'esercizio di competenza economica si avrà quindi l'accantonamento per imposte differite con contropartita in stato patrimoniale nella voce fondi/riserva per imposte differite.

Se le politiche aziendali sono tali da comportare in ogni esercizio

Schema 10
Quali sono le riserve da considerare a rettifica del Patrimonio Netto?

Rettifiche al Capitale Investito	Rettifiche al NOPAT
• Riserva per imposte differite	• Variazione nella riserva
• Riserva LIFO	• Variazione nella riserva
• Ammortamento cumulato del Goodwill	• Ammortamento del Goodwill
• Goodwill non contabilizzato	
• Capitalizzazione delle immobilizzazioni immateriali (al netto dei corrispondenti fondi d'ammortamento)	• Incremento delle immobilizzazioni immateriali nette
• Riserva di calcolo del costo pieno	• Variazione nella riserva
• Perdite / utili non caratteristici cumulati al netto dell'effetto fiscale	• Perdite / utili non caratteristici al netto dell'effetto fiscale
• Altre riserve, quali: riserva per rischi su crediti riserva per obsolescenza di magazzino riserva per garanzie riserva per utili differiti nel tempo	• Variazione nella riserva

nuovi accantonamenti per imposte differite, il corrispondente fondo viene alimentato di anno in anno, costituendo una voce stabile di finanziamento dell'attività d'impresa, da considerare come parte del capitale investito in azienda.

Per garantire omogeneità tra numeratore e denominatore la variazione periodica di tale riserva, pari alle imposte di competenza per le quali è stato differito l'esborso agli esercizi successivi, deve essere risommata al NOPAT. In questo modo si ottiene una voce di NOPAT su cui incidono unicamente le imposte effettivamente pagate nell'anno, assicurando il rispetto del principio di cassa.

*Immobilizzazioni immateriali
(spese di ricerca e sviluppo)*

Il trattamento contabile delle spese di ricerca e sviluppo prevede

due possibilità. La prima, applicabile nel caso in cui sia possibile evidenziare l'esistenza di una correlazione fondata e precisa tra le spese sostenute e i relativi ricavi ottenibili in futuro, è la capitalizzazione in attivo di stato patrimoniale, con conseguente ammortamento di tali spese. La seconda, nel caso in cui non esista tale correlazione, prevede l'addebito diretto delle spese in conto economico nell'esercizio di competenza.

Riconosciuta l'utilità pluriennale dei costi di ricerca e sviluppo, il risultato della capitalizzazione e del conseguente ammortamento viene imputato a rettifica del Patrimonio Netto.

Come ogni altra spesa in conto capitale, che dovrebbe creare valore nel lungo termine, gli investimenti in R&S dovrebbero essere capitalizzati in stato patrimoniale

come voci equivalenti al capitale di rischio - avendo come contropartita contabile una rettifica del Patrimonio Netto - e ammortizzati per un periodo di tempo corrispondente alla effettiva durata dei loro benefici. L'applicazione di questa modalità di contabilizzazione ha come effetto di aumentare il valore contabile e gli utili correnti. Il risultato della capitalizzazione e del successivo ammortamento in conto economico delle spese di ricerca e sviluppo è una capitalizzazione dell'attività immateriale in R&S che crea una riserva di capitale. Aggiungendo al NOPAT tale differenza, l'investimento in R&S effettuato in uno specifico periodo è rimpiazzato con l'ammortamento della voce capitalizzata. Una volta che l'azienda ha raggiunto un tasso di crescita stabile, i due valori saranno uguali e quindi verrà annullato l'effetto sul NOPAT. Ma l'attività immateriale capitalizzata di R&S sarà un'aggiunta di periodo al capitale, che ridurrà il ritorno sul capitale investito dai livelli artificiosamente alti della contabilità tradizionale a livelli economici più realistici.

Riserva LIFO

La riserva LIFO è pari alla differenza tra il valore delle rimanenze valutate secondo il criterio LIFO (Last in, First out) e il valore delle rimanenze valutate con il criterio FIFO (First in, First out). Nel caso del metodo LIFO si suppone che i prelievi di magazzino riguardino sempre i lotti più recenti, con la conseguenza che le rimanenze al termine dell'esercizio sono attri-

buite agli acquisti più remoti, effettuati presumibilmente ai prezzi inferiori a quelli attuali. Nella realtà gli scarichi di magazzino avvengono secondo logica diversa o in modo casuale, pertanto l'attribuzione alle rimanenze dei costi sostenuti in epoche più lontane è nei fatti una "forzatura" e può determinare una sottostima del magazzino finale e quindi una sottostima degli utili finali.

Per evitare che le riserve di valore derivanti dall'applicazione del criterio LIFO restino tacite è necessario un confronto tra il valore ottenuto con l'applicazione del criterio LIFO e la valutazione a valori correnti o con l'applicazione del criterio FIFO. L'eventuale differenza che emerge dal raffronto, riserva LFO, deve essere aggiunta al capitale investito ai fini del calcolo di EVA. In questo modo si passa da una valutazione delle rimanenze con criterio LIFO alla valutazione con criterio FIFO, che costituisce una miglior approssimazione del costo di sostituzione delle rimanenze.

Corrispondentemente è necessario sommare agli utili di bilancio l'incremento della riserva registrato nel periodo considerato - al netto dell'effetto fiscale -, in modo da evidenziare capital gain non realizzati, ma rilevanti per stimare l'effettivo rendimento per gli azionisti.

Ammortamento cumulato del Goodwill

Un'altra voce da considerare a correzione del patrimonio netto con-

tabile è collegata con le modalità di contabilizzazione delle acquisizioni.

A seguito di un'acquisizione il valore che può essere imputato ad avviamento deve essere ammortizzato in un numero di anni variabile a seconda della specifica legislazione nazionale di riferimento. Non trattandosi di uscita monetaria e non essendo in genere deducibile ai fini fiscali (con l'eccezione di poche legislazioni), l'effetto dell'iscrizione in bilancio del goodwill deve essere eliminata. È questo scopo l'ammortamento dell'avviamento deve essere aggiunto al reddito d'esercizio e la somma degli ammortamenti deve essere riportata al patrimonio netto.

La determinazione del tasso di rendimento sul capitale investito secondo logica finanziaria

Dal punto di vista operativo il capitale investito può essere defi-

Anche in questo caso sono necessarie delle correzioni per garantire che la dimensione di capitale netto calcolato con l'applicazione della logica operativa equivalga alla logica finanziaria. A questo proposito devono essere apportate delle rettifiche alle voci di immobilizzazioni, aggiungendo le corrispondenti rettifiche al Patrimonio Netto:

- la riserva LFO al valore delle rimanenze;
- il fondo rischi su crediti ai crediti;
- l'ammortamento cumulato del goodwill al goodwill
- etc.

Per quanto riguarda il NOPAT, devono essere apportate a ricavi e a spese operative tutte le rettifiche necessarie per passare da voci contabili a misure monetarie, ad esclusione dell'ammortamento.

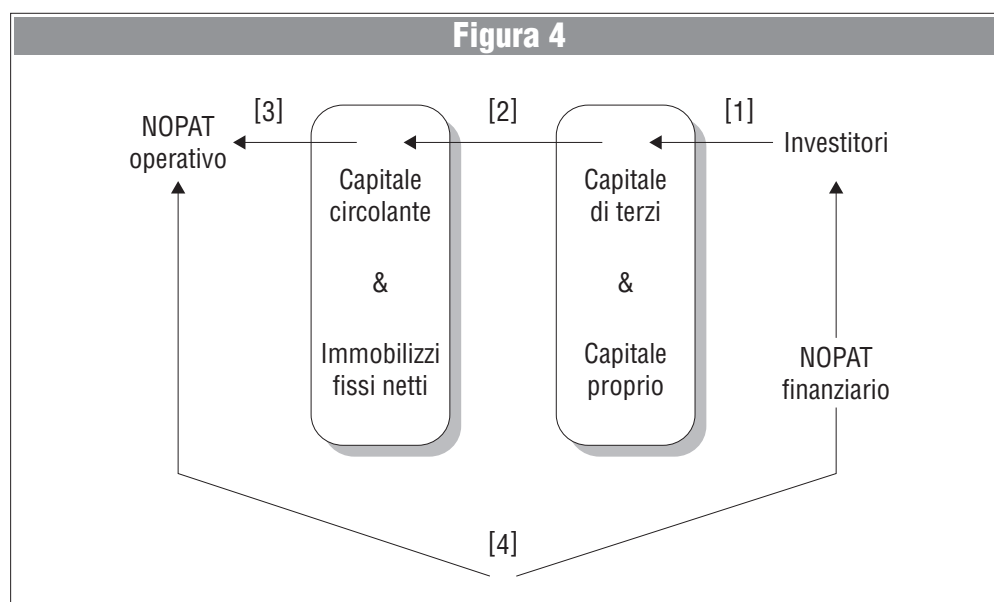
Schema 11	
NOPAT	CAPITALE
= fatturato - costi operativi - imposte	= capitale circolante netto + immobilizzazioni fisse nette

nito come somma tra:

- capitale circolante netto;
- immobilizzazioni fisse al netto dei fondi di ammortamento (beni immobili, impianti e macchinari, goodwill e altre immobilizzazioni funzionali allo svolgimento dell'attività d'azienda).

L'equivalenza tra logica finanziaria e logica operativa

Le modalità di gestione dell'attività aziendale garantiscono la coerenza e la corrispondenza tra approccio finanziario e approccio operativo alla determinazione del rapporto di rendimento. In primo luogo, a seguito della raccolta di capitale-mezzi propri o mezzi di



Fonte: J. Stern, G. Bennett Stewart, The Quest for Value, HarperBusiness 1990

terzi, secondo la logica finanziaria [1] - l'azienda investe le risorse disponibili in attività immobilizzazioni fisse materiali e immateriali e capitale circolante, capitale secondo la logica operativa [2].

Con lo svolgimento dell'attività aziendale l'azienda inizia a produrre ricavi, a fronte del sostenimento

dei costi operativi e al pagamento delle imposte - NOPAT secondo l'approccio operativo [3]. Il NOPAT così calcolato corrisponde a sua volta all'ammontare di risorse di cui l'azienda dispone per rimborsare il capitale e per remunerare il capitale investito - NOPAT secondo l'approccio finanziario [4] (Figura 4).

Tabella 8 Applicazione di DCF*					
Anno	NOPAT	Investimenti	Flussi di cassa	Valore attuale flussi di cassa	Valore attuale cumulato dei flussi di cassa
1	400	450	(50)	(45,45)	(45,45)
2	475	500	(25)	(20,66)	(66,12)
3	550	600	(50)	(37,57)	(103,68)
4	640	650	(10)	(6,83)	(110,51)
5	775	497	278	172,62	62,10
6	775			4.812,14	↓
Valore attuale cumulato dei flussi di cassa					62,10
+ Valore attuale del valore finale					4.812,14
= Valore aziendale					4.874,24
- Debito					(800)
= Valore dell'equity					4074,24
Flussi di cassa (anno t) = NOPAT (anno t) – Investimento (anno t)					
Valore attuale dei flussi di cassa (anno t) = Flussi di cassa (1+10%) ^{-t}					
Valore attuale dei flussi di cassa all'anno 6 = NOPAT/10% (rendita perpetua) attualizzata al fattore di sconto (1+10%) ⁻⁵					

* I numeri presentati nella tabella possono aver subito degli arrotondamenti

EVA e DCF: un confronto

Nelle tabelle seguenti viene proposto il confronto tra la valutazione mediante l'applicazione di EVA e quella con il DCF. Si considera la valutazione di una società, che dispone di un capitale iniziale pari a 1.400 e che in un periodo di 6 anni effettua un investimento, in più tranches, per un ammontare complessivo di 2.697. Vengono forniti dati in merito a NOPAT conseguito in ciascun periodo e al costo del capitale pari al 10% (Tabelle 8 e 9).

Secondo il modello di DCF il valore aziendale è pari alla somma dei valori attuali dei flussi di cassa netti dell'investimento più il valore attuale previsto dell'azienda al termine dell'orizzonte di valutazione.

Secondo il modello di EVA il valore aziendale è dato dal capitale inizialmente investito più la somma di EVA calcolata per ogni periodo dell'orizzonte di valutazione, e attualizzata, più il valore attuale previsto della creazione futura di EVA al termine dell'orizzonte di pianificazione.

L'applicazione di EVA o di NPV porta al medesimo risultato.

La differenza tra i due approcci risiede nel fatto che EVA, ai fini valutativi, considera l'azienda come somma di una serie di singoli progetti, che vengono valutati al momento in cui sono intrapresi; n DCF, sottraendo al flusso di cassa di periodo l'investimento sostenuto nel medesimo periodo, si focalizza sui

Tabella 9 Applicazione di EVA*							
Anno	Capitale iniziale	Investimento	NOPAT	Costo del capitale	EVA	Valore attuale EVA	Valore attuali cumulati
1	1.400	450	400	(140)	260	236,36	236,36
2	1.850	500	475	(185)	290	239,67	476,03
3	2.350	600	550	(235)	315	236,66	712,70
4	2.950	650	640	(295)	345	235,64	948,34
5	3.600	497	775	(360)	415	257,68	1.206,02
↓							
6	4097		775	/409,7)	365,3	2.268,23	
↘							
Valore cumulato di Eva							3474,24
+ Capitale iniziale							1.400
= Valore aziendale							4.874,24
- Debito							(800)
= Valore dell'equity							4074,24
Capitale iniziale (anno t) = Capitale iniziale anno (t-1) + Investimento (anno t-1)							
Costo del Capitale (anno t) = Capitale iniziale (anno t) * 10%							
EVA (Anno t) = NOPAT 8 anno t) - Costo del capitale (anno t)							
Valore attuale di EVA anno 6 = (EVA anno 6) / 10% (rendita perpetua) attualizzata al fattore di sconto (1+10%)^5							

* I numeri presentati nella tabella possono aver subito degli arrotondamenti

flussi di cassa netti annuali e determina il valore complessivo di un'azienda come se si trattasse di un'unica valutazione di capital budgeting estesa per più periodi consecutivi.

Mentre il metodo DCF mette in evidenza il fabbisogno di risorse monetarie che si crea in ogni periodo a fronte della realizzazione dell'investimento, EVA misura, per ogni periodo di analisi considerato, il valore aggiunto al capitale impiegato.

Punti di forza di EVA e di DCF

Abbiamo visto che il risultato che si ottiene applicando i due approcci EVA e DCF è il medesimo. Considerati dal punto di vista decisionale non esistono divergenze nell'applicazione di un criterio rispetto all'altro. Sorge quindi spontaneo domandarsi: perché preferire una metodologia rispetto all'altra?

EVA

I punti di forza di EVA, rispetto a DCF, dipendono dal fatto che la misurazione secondo EVA si basa sulla considerazione della differenza r e c .

EVA infatti collega l'ammontare del ritorno sul capitale investito al differenziale di rendimento, per ottenere una stima quantitativa della performance aziendale in un determinato periodo temporale. Al contrario, spesso le aziende pongono unicamente la loro

attenzione sull'ammontare assoluto del rendimento (misurato, tra l'altro non sempre in termini di flussi, ma spesso semplicemente come utili) o sul rendimento del capitale investito.

Prendere decisioni in base al rendimento del capitale può risultare fuorviante e portare a scelte non ottimali che distruggono valore se il rendimento risulta essere troppo contenuto. D'altro lato, elevati guadagni in termini di rendimento, su impegni di capitale di livello contenuto, potrebbero essere sinonimi di perdite di opportunità di investimento e quindi di guadagno.

Calcolando EVA per ogni periodo si ipotizza che successivamente al periodo considerato non vengano effettuati altri investimenti. In tal modo è possibile misurare l'incremento di valore apportato dall'investimento fino a quel momento specifico. Questo è corretto se si considera che, sebbene i flussi di cassa nel periodo di previsione considerato possano essere negativi, il singolo progetto/investimento di capitale, intrapreso dall'azienda di anno in anno, può garantire la capacità di rimborso e di guadagno in tempi relativamente veloci, in quanto il NOPAT cresce costantemente. Al contrario, con l'applicazione di DCF questa informazione non risulta disponibile. La valutazione basata sulla costruzione e attualizzazione dei flussi di cassa è utile come misura di valore quando si considera tutto l'arco di vita dell'azienda. Non è invece possibile misurare i successi

di un'azienda confrontando flussi di cassa periodali attuali e prospettici, in quanto i free cash flow annuali dipendono da investimenti discrezionali in immobilizzazioni fisse e in capitale circolante.

Ne risulta che, per tutto il tempo in cui il management investe in progetti remunerativi, maggiore è l'investimento, maggiore risulterà il valore dell'azienda, nonostante i free cash flow risentano del maggiore impiego del capitale, assumendo valori negativi, come risulta nell'esempio precedente.

Ancora, considerando lo spread tra rendimento del capitale e costo del capitale su base periodale, EVA rende possibile il confronto tra realtà aziendali, fornendo un criterio di giudizio, il differenziale appunto, univoco ed omogeneo.

EVA ha inoltre una valenza strategica. È infatti l'unico criterio che permette di collegare in modo lineare decisioni di capital budgeting e decisioni strategiche di investimento, rendendo i criteri di valutazione impiegati coerenti con il modo in cui effettivamente i risultati operativi vengono generalmente valutati.

Utilizzando EVA, chi si occupa di pianificazione e di gestione aziendale può concretamente disporre di un collegamento tra modalità con cui i progetti vengono valutati e il modo in cui sarà valutato il successivo risultato.

Inoltre, EVA ha ampie possibilità di applicazione a livello di valuta-

zione di business unit o di aree geografica di mercato in cui l'azienda opera. Permette in altri termini di analizzare dove l'azienda sta creando o distruggendo valore.

DCF

Esistono alcuni punti di forza anche a vantaggio di DCF. È utile ricorrere all'analisi DCF nelle situazioni in cui gli investitori sono interessati al fattore temporale, ossia non solo a quanto potranno guadagnare dall'investimento ma anche al quando questi guadagni si manifesteranno. In altri termini, gli investitori sono interessati non solo alla dimensione dei flussi di cassa e dei ritorni da questi conseguibili, ma anche al momento in cui tali ritorni si manifesteranno.

L'approccio che fa riferimento esclusivamente alla dimensione del differenziale tra rendimento e costo trascura questa dimensione temporale, che risulta, al contrario, particolarmente importante per esempio nelle operazioni di leveraged buyout, dove l'acquisto della società target avviene utilizzando grandi quantità di debito che deve essere ripagato attraverso i flussi di cassa prodotti dall'azienda acquistata.

Il DCF ha un altro intrinseco vantaggio: è un metodo oggi ampiamente utilizzato e impiegato ormai da lungo tempo. Risulta quindi elevata non solo la sua diffusione e conoscenza in azienda, ma anche la sua validità come

strumento di comunicazione aziendale.

Il collegamento tra EVA e MVA

In un'ottica in cui le scelte aziendali vengono valutate in termini di creazione o distruzione di valore per gli azionisti, l'analisi precedente ha evidenziato le caratteristiche e le modalità d'impiego di una metodologia, in parte nuova, ai fini dell'assunzione di decisioni aziendali.

Si tratta ora di comprendere quale legame esiste tra EVA e la massimizzazione del valore degli azionisti.

La massimizzazione della ricchezza degli azionisti equivale alla massimizzazione della differenza tra il valore totale di mercato dell'azienda e il capitale totale che gli investitori hanno investito. La differenza tra queste due grandezze è chiamata Market Value Added:

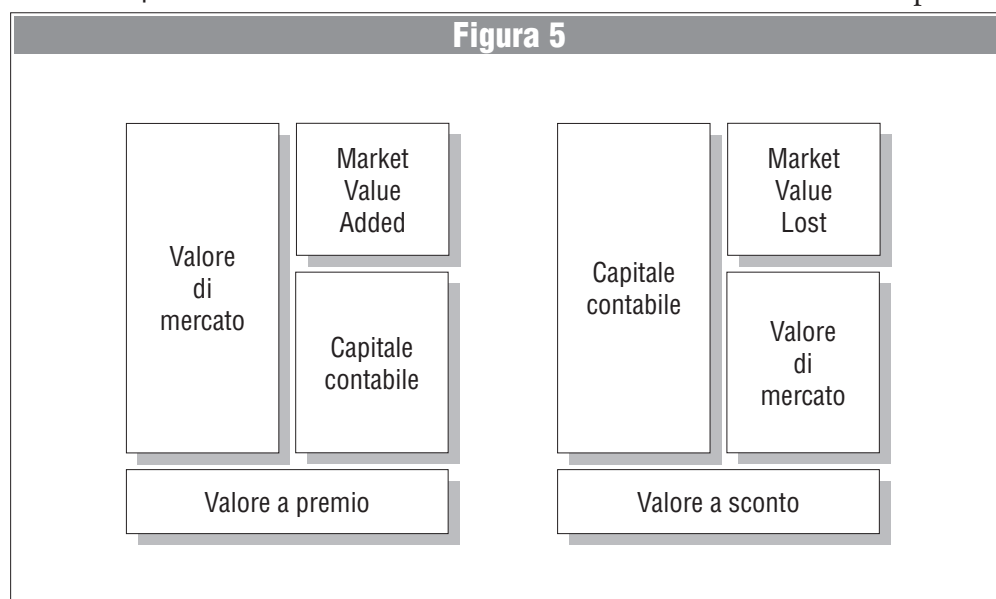
$$\text{MVA} = \text{valore totale di mercato} - \text{capitale totale contabile}$$

Massimizzando questo differenziale, misura sintetica dei risultati aziendali, il management massimizza la ricchezza degli azionisti rispetto ad impieghi alternativi del loro capitale.

MVA non è altro che la differenza tra il valore di mercato di un'azienda, calcolato in un determinato istante, come valore attuale di tutte le attività aziendali – passate e future – e il capitale apportato dagli investitori, senza distinzione tra capitale proprio e capitale di terzi. È un indicatore che riflette la capacità che l'azienda ha avuto in passato e le capacità che si prevede avrà in futuro di realizzare progetti che garantiscano un rendimento superiore al costo del capitale, o, in altri termini, è una misura della capacità aziendale di apportare valore (o distruggere valore) alle risorse impiegate (Figura 5).

Quale collegamento esiste tra EVA e MVA? MVA è una misura di performance esterna basata sulla valutazione espressa dal mercato, EVA non è altro che la corrispondente misura interna di perfor-

Figura 5



mance. EVA rappresenta l'indicatore in temo, calcolato per ogni periodo di previsione, dei risultati operativi aziendali. Infatti, MVA può essere espressa anche come:

MVA = valore attuale di EVA attesa

Riccollegando la formula precedente con quanto visto sopra si ottiene:

valore di mercato di un'azienda =
capitale totale contabile
+ valore attuale di EVA attesa

Il valore di mercato è uguale al capitale investito più un premio, o eventualmente meno uno sconto, pari alle opportunità di creazione di valore (o eventualmente distruzione) che possono essere previste nel futuro dell'azienda. Queste opportunità sono misurate come valore attuale di EVA per i periodi futuri.

Le attività che generano guadagni superiori al costo del capitale producono EVA positivi, che si traducono in premio sul mercato. Il contrario in caso di guadagni inferiori al costo del capitale.

In questo modo si comprende perché la massimizzazione del valore attuale di EVA è coerente con la massimizzazione del valore di mercato dell'azienda.

Il problema è ora identificare le azioni con cui un'azienda può incrementare e massimizzare il suo MVA. EVA è strettamente collegata con il valore intrinseco di mercato dell'azienda. La somma dei

valori attuali che EVA assume in ogni periodo di previsione considerato esprime il valore di mercato che il management crea o distrugge rispetto al capitale impiegato.

In questo modo, perseguendo l'obiettivo interno di massimizzazione di EVA e di crescita di EVA, si ottiene, come conseguenza esterna sul mercato, un'azienda il cui valore di mercato eccede il valore complessivo delle risorse investite nella stessa.

EVA e il sistema finanziario

EVA è una logica impiegabile in ogni ambito di decisione finanziaria-manageriale. Il semplice calcolo di EVA secondo l'impostazione illustrata precedentemente non è certamente sufficiente per garantire che le azioni e le scelte del management siano allineate e coerenti con la massimizzazione del valore per gli azionisti. Se un'azienda vuole operare secondo una logica di creazione di valore, deve dotarsi di un sistema finanziario impostato su EVA. Questo significa l'implementazione di numerose altre decisioni, tra cui:

- modificare il processo di capital budgeting ponendo maggiore enfasi sulla stima e sulla successiva attualizzazione di EVA anziché sui cash flow;
- ricondurre EVA ai fattori generatori di valore, al fine di permettere al management ' di comprendere come le loro azioni impattino su tali grandezze;

- adottare un approccio volto al continuo miglioramento di EVA e a favorire il suo utilizzo come strumento di comunicazione con la comunità finanziaria.

Adottare un programma EVA comporta elevati costi, primo fra tutti sviluppare a livello complessivo in azienda la consapevolezza che ogni scelta e azione ad ogni livello impatta direttamente sul valore degli azionisti.

EVA è di difficile applicazione. Per esempio, risulta difficile per chi si occupa di pianificazione o di finanza conoscere a priori quale sarà l'effetto in termini di valore di decisioni quali l'investimento di spesa in ricerca e sviluppo per una nuova linea di prodotti. Esistono altre tipologie di spesa difficilmente trattabili secondo l'approccio di EVA. Un esempio sono le spese necessarie per adeguarsi alla normativa ambientale, che richiedono generalmente esborsi consistenti per la realizzazione di progetti a rendimento nullo o contenuto.

Come è possibile valutare questo genere di investimenti mediante l'applicazione di EVA? E come considera EVA altri fenomeni come per esempio avvenimenti non prevedibili o riduzione dei giorni lavorativi?

EVA è un valido sistema di valutazione della performance in situazioni di particolare complessità, quali quelle riscontrabili in numerose aziende che hanno ormai raggiunto dimensioni e complessità

tali da rendere impossibile la gestione accentrata, nelle quali è quindi necessario decentrare le scelte decisionali e il controllo. Inoltre, dal momento che considera congiuntamente sia la quantità che la qualità degli utili, EVA fornisce ai manager un incentivo per raggiungere l'equilibrio tra redditività e crescita.

Conclusioni

Nelle pagine precedenti si è cercato di illustrare, con tutti i limiti di spazio del caso, l'applicazione di un nuovo modello di valutazione, mettendone in luce caratteristiche, vantaggi e limiti rispetto a criteri già noti.

Nonostante nella pratica gli utilizzi di EVA stiano aumentando, non è possibile considerare EVA una panacea. Esistono alcune raccomandazioni e consigli che possono risultare utili per chi inizia ad avvicinarsi a questa nuova logica.

EVA deve essere utilizzata con molta attenzione; a suo vantaggio ha la riconosciuta superiorità, rispetto ad altri criteri di facilitare l'individuazione di aziende ad alto impatto sulla creazione di valore.

È infatti coerente con l'analisi in ottica di creazione di valore e, scomponendo l'attività dell'azienda per cicli di operazioni o business, permette di comprendere quali aree d'affari stanno creando valore e quali altre attività, al contrario, assorbono maggiori risorse rispetto a quelle generate.

Inoltre in aggiunta rispetto ad altri criteri, EVA misura la produttività del capitale impiegato e permette di individuare variazioni negative nei rendimenti, primi indicatori di un peggioramento nella performance.

Infine ampliandosi la sua applicazione e quindi diffusione tra operatori e analisti finanziari, sta diventando un efficace strumento di comunicazione.

I vantaggi che possono ottenersi dalla sua applicazione sono tuttavia collegati all'esistenza di condizioni di certezza e di alta prevedibilità. Ancora non si conoscono le sue potenzialità informative quando applicata a situazioni di incertezza.

In conclusione, non è ancora possibile trarre delle conclusioni sul tema EVA e questo non è lo scopo della presente nota. Interessante sarà vedere come il dibattito accademico e professionale su EVA, ancora del tutto aperto, specialmente in Italia, si evolverà nei prossimi periodi.

Intervento di L. Olivotto "EVA e la misurazione della performance nelle banche"

L'interesse che muove al concetto di misurazione del valore è il tentativo di mettere a fuoco il rapporto tra rischio e rendimento all'interno delle banche dove il fenomeno "rischio" ha una natura peculiare; le altre aziende tendono a lasciare il governo del rischio al

mercato, accettando le regole fondamentali della moderna teoria finanziaria, cioè che solo il mercato sia in grado di diversificare efficientemente, mantenendo solo la componente di rischio non diversificabile in capo all'azienda; personalmente ritengo che ciò non sia invece valido per le imprese finanziarie dove assume importanza il concetto di "costi da asimmetria informativa"; non è inoltre sempre vero che il rischio dell'impresa sia letto alla perfezione dal mercato finanziario, pertanto se il mercato lo valuta in maniera errata si generano tutta una serie di costi in capo alle imprese e diventa perciò preferibile una gestione attiva del rischio interno.

Il che significa che il fenomeno del rischio non può essere valutato semplicemente in termini di attese di risultato e di rischio sistematico ma occorre valutarlo anche in termini di rischio non sistematico e quindi di variabilità pura, troppi essendo i fenomeni di costo che si collegano a situazioni di elevata variabilità di risultato; a tal fine basta pensare a ciò che potrebbe succedere all'interno di un'impresa finanziaria se la variabilità del risultato si spingesse verso situazioni estreme mettendo in discussione lo stesso rapporto con il finanziatore-cliente: una variabilità non gestita dei risultati porterebbe ad un allontanamento dei clienti-finanziatori, e pertanto situazioni di grave crisi. Anche in aziende con margini estremamente ridotti il problema della relazione rischio-rendimento diventa estremamente fine da valutare poi-

ché è facile passare da situazioni in cui si crea valore ad altre in cui lo si distrugge.

Quando il rendimento è appena sufficiente a coprire la rischiosità del business, assume centralità l'attenzione al rischio ed ai costi che da esso sono generati (costi con natura autonoma, legati alla difficoltà dei soggetti di valutare le condizioni di rischio, che essendo caricati sul conto economico dell'impresa, tendono a deprimere il valore dell'impresa), e pertanto diventa necessario far emergere con precisione i termini della relazione rischio-rendimento.

Risulta pertanto difficile sostenere le tesi di quanti reputano marginali i problemi delle rettifiche al NOPAT e del costo del capitale; ciò può essere vero laddove si gode di ampi margini, ma quando si parla di imprese che operano al limite, lo spostamento di una classe di valori può realizzare un'informazione determinante dal punto di vista dell'esistenza o meno di condizioni di creazione di valore.

Anche a proposito del WACC le idee non sono così chiare e ferme come sembrano: negli stessi libri italiani tale componente è proposta con la formula classica del text book americano senza tenere conto della diversa struttura positiva dei due paesi. Si può pertanto arrivare ad avere differenze fino a 3-4 punti percentuali che assumono un certo rilievo quando inserite nei calcoli per la determinazione del valore creato.

Si è visto come misurare la performance di un'impresa sia una cosa molto complicata, e ciò è messo in evidenza dal fatto che non sempre si usano le stesse grandezze per tale calcolo, poiché nessuna misura sintetica è in grado di riportare la complessità sistemica del funzionamento di un'impresa.

Il rischio di sostituire tale insieme di indicatori con EVA è quello di dotarsi di un indicatore sintetico che è sì semplice, ma anche semplificante, che cattura una serie di fenomeni ma non si sa se riesce a catturare tutti i fenomeni rilevanti, per cui diventa importante aggiungere questa grandezza ad altre, anziché sostituirla a loro, considerato che tutte presentano dei propri lati positivi. La scelta di un solo indicatore dovrebbe quindi essere una scelta politica interna all'impresa, che decide di adottare tale benchmark di riferimento pur riconoscendo il fatto che molti aspetti della gestione aziendale sono meglio evidenziati da altre misure.

Vorrei inoltre sottolineare come il problema dell'orientamento al valore possa essere visto su più livelli di analisi; oggi si è parlato principalmente di misurazione del valore, che può essere diretta o indiretta, al fine di mettere in evidenza come esista valore economico attuale se esiste una differenza positiva tra rendimento e costo del capitale. Sottolineerei come tale valore economico sia un tentativo di predire il successo economico futuro dell'impresa utilizzando le informazioni disponibili in questo

momento, il tutto condizionato dall'efficacia del modello che si usa.

Sotto tale profilo si diceva che il modello dell'EVA è interessante in quanto spiega il 50% del valore creato, pertanto c'è un altro 50% non spiegato; da questo punto di vista diventa importante andare più in profondità, verso le vere determinanti di questi risultati, come ad esempio la crescita, che possono spiegare l'altro 50% del valore creato dall'impresa.

Gli altri livelli di analisi sotto i quali può essere visto il problema dell'orientamento al valore sono quelli che portano alle determinanti mediate o immediate del valore.

Bisogna tenere presente che è difficile poter utilizzare lo stesso strumento per valutare sia l'impresa nel complesso che le singole parti che lo compongono; quando si effettua tale passaggio si spezza un'entità unitaria e diventa pertanto fondamentale tenere presente non solo il valore delle parti, ma anche il valore delle relazioni tra queste parti (cioè le sinergie); molte volte il valore di queste sinergie è identificato in modo rozzo o comunque con dei principi diversi da quelli con cui si fa riferimento al valore complessivo dell'impresa.

Il passaggio dalla valutazione dell'impresa a quella delle singole parti è un passaggio necessario ma difficile, per effettuare il quale esistono strumenti che però sono

ancora limitati; anche l'EVA può aiutare a ragionare in una certa direzione, ma non può essere utilizzato da solo se si vogliono far emergere taluni profili desumibili solo con altri strumenti.

Vorrei farvi notare come in letteratura sia fatto un aggancio tra l'EVA e le misure legate al RAPM (risk adjusted performance measures), cioè quelle misurazioni che nell'ambito delle imprese finanziarie sono destinate ad inquadrare le caratteristiche di rischio delle diverse aree di attività.

L'utilizzo di tali misure riporta all'utilizzo del concetto di "capitale a rischio", evidenziato all'interno di imprese finanziarie per cercare di inquadrare il fenomeno della rischiosità delle operazioni di banca, e di governarla. In tali pubblicazioni gli autori consigliano di calcolare l'EVA delle diverse aree di attività prendendo come misura del capitale quella del capitale a rischio.

Tale utilizzo è, a mio avviso, insoddisfacente e mi ha fatto rimettere in discussione le basi fondamentali su cui si basa il calcolo dell'EVA soprattutto in tale situazione, poiché l'obiettivo non è più cercare di misurare dei differenziali di rendimento quanto cercare di mettere in evidenza la produttività delle diverse aree bancarie in funzione del rischio che è stato assunto.

Non esiste nessuna misura capace di rappresentare fino in fondo la complessità della gestione d'im-

Figura 6
Il capitale e l'orientamento al valore



presa, diventa pertanto necessario creare un set di misure che permettano di vedere diverse sfaccettature; le stesse misure contabili (molto criticate attualmente) presentano il vantaggio di comunicare immediatamente il rendimento, anche se in misura grossolana, del capitale investito nell'impresa.

Anche le misure di mercato riescono ad inquadrare certe caratteristiche della performance dell'impresa che non escludono le altre; in molte imprese è poi importante qualificare il rischio che viene ad essere affrontato all'interno dell'impresa, quindi guardare al rischio come fenomeno da gestire: ciò è importante nelle imprese e penso che lo sia anche in altri tipi di imprese dove la presenza di un rischio finanziario può generare dei costi derivanti da asimmetrie informative.

Anche in questo terzo set di misure si possono creare dei rapporti tra i risultati economici ed una base che, prendendo lo spunto dalla teoria sulle RAPM, può essere costituita dal capitale a rischio. In realtà questi tre set di misure devono essere tra loro integrati per

avere una rappresentazione significativa della performance dell'impresa.

Altra conclusione che vorrei presentarvi è la seguente: misurare la performance significa osservare variabili che cercano di predire il successo futuro dell'impresa, allora occorre rendere più ricco e significativo l'insieme di tali variabili, che osservano diversi aspetti della gestione d'azienda (Figura 6).

Schema 12
Misure contabili di performance

Reddito netto, lordo, margine di intermediazione e redditività connesse possiedono

- caratteristiche consolidate
- calcolo non complicato
- margini contenuti di soggettività

Esprimono la produttività del cash capital

Schema 13
Misure di mercato

Price earnings, Cfroi ed altre

- presentano una minore diffusione
- richiedono dati di mercato relativi alla banca e alle sue aree di attività

Esprimono la produttività del capitale economico

Schema 14 Misure su capitale a rischio

Rorac, Raroc, Rarorac

- presentano una minore consuetudine
- una mancanza di prassi generalizzata
- un interesse notevole per l'attenzione che impongono alla rischiosità

Esprimono la produttività del capitale a rischio

Schema 15 I problemi aperti

- Modalità di calcolo dei risultati
- Standardizzazione delle misure di rischio
- Identificazione delle sinergie e dei legami tra attività
- Integrazione tra misurazione e spiegazione delle determinanti di risultato

Schema 16 Alcune conclusioni

La performance d'impresa richiede misure capaci di integrarsi in modo espressivo (nessuna misura è definitiva)
È importante collegare la misurazione dei risultati con l'esplicitazione di variabili "predittive" interessanti

Intervento di A. Sofia "MVA ed altri criteri per la misurazione del valore"

Da sempre l'obiettivo della finanza è la massimizzazione del valore dell'azienda, mi fa piacere che le altre funzioni aziendali, compresi cultori della qualità totale, ne stia-

no prendendo atto; secondo tale teoria sembra infatti che sia sufficiente fornire un servizio adeguato ai clienti, pagare puntualmente i fornitori, offrire buone condizioni di lavoro ai dipendenti per ottenere dei profitti economici. Ovviamente ciò non sempre corrisponde alla realtà, ed è la vecchia concezione dell'azienda, la cosiddetta concezione stakeholders che sarebbe la visione sociale dell'azienda.

La visione shareholders, quindi concentrata sul valore per gli azionisti, parte da un altro presupposto: è necessario prima realizzare i profitti per poter poi soddisfare le attese di tutti gli interlocutori della società.

Per vedere se tale nuova concezione sia diffusa o meno nel mondo aziendale vi propongo in Tabella 10 i risultati di alcune ricerche.

Altre ricerche empiriche confermano come nei Paesi anglosassoni prevalga un approccio shareholders, come questo sia più attenuato in Europa e come, infine, in Giappone si faccia riferimento esclusivo agli interessi degli stakeholders.

Tornando a parlare di Creazione del Valore si vede come il valore delle azioni sia dato dal valore del-

Tabella 10

	<i>Di chi è l'impresa?</i>	<i>Riduzione dei dividendi o del personale?</i>
Gran Bretagna	60 - 80% dice <i>shareholders</i>	Molti riducono il personale
Stati Uniti	70% dice <i>shareholders</i>	Molti riducono il personale
Francia	Principalmente <i>stakeholders</i>	Posizione intermedia
Germania	Principalmente <i>stakeholders</i>	Posizione intermedia
Giappone	Esclusivamente <i>stakeholders</i>	Tutti riducono i dividendi

l'azienda meno i debiti, ed il valore dell'azienda si ottiene attualizzando i flussi di cassa futuri. E' chiaro che si crea valore quando il costo del capitale è inferiore al tasso di rendimento. ciò può essere poi declinato a livello di obiettivi o singole aree d'affari in modo da fissare obiettivi in termini di investimenti, gestione del circolante, ecc.

Questo è il modello di riferimento generale: finché si tratta di valutare le strategie, il metodo dei bilanci pro-forma, del capital budgeting è efficiente; vengono poi fissati gli obiettivi in termini di programmazione; i problemi nascono quando si vuole fare il controllo periodico. Tale funzione è sempre stata svolta dai profitti, dall'utile netto, che rappresentavano in estrema sintesi il risultato di tutte le scelte gestionali.

Ma come dimostrato anche da una ricerca svolta tra manager di diversi paesi, a parità di dati di partenza, si può giungere a risultati non concordanti per quanto riguarda la determinazione dell'utile di esercizio, anche in funzione della diversa legislazione nazionale; per questo il bilancio è stato mantenuto come adempimento fiscale e civilistico e si è pensato ad altro: l'EVA.

EVA altro non è se non il calcolo di un profitto rettificato, calcolato partendo dai dati di bilancio ed apportandovi fino a 164 possibili aggiustamenti. Si parte dal reddito operativo di bilancio e dal totale dell'attivo e si applicano tali retti-

fiche fino a farli diventare da diventare espressione del capitale investito e del NOPAT.

Ai fini del controllo non bisogna farsi demoralizzare dalla quantità dei possibili aggiustamenti, dato che i più ricorrenti sono al massimo 15. Accontentandosi di una approssimazione, che va a vantaggio della semplicità, il modello può essere facilmente implementato.

Come passare dall'EVA al MVA? Il valore totale dell'azienda corrisponde alla capitalizzazione di borsa più il capitale di terzi (debiti finanziari); lo stesso valore si può ottenere sommando il capitale di terzi, il capitale netto contabile ed il MVA.

Come tutto ciò si collega ai flussi di cassa? Il valore attuale dei flussi di cassa operativi al netto delle imposte (il free cash flow) dovrebbe essere uguale al valore totale dell'azienda, secondo quanto sostenuto dalla teoria finanziaria; pertanto dovrebbe essere possibile, partendo dal VAN e sottraendo il capitale di terzi arrivare alla capitalizzazione, togliendo da questa il capitale netto contabile si arriva poi al MVA.

Il MVA può inoltre essere ottenuto attualizzando il valore attuale dei flussi di EVA futuri ed aggiungendovi poi il valore residuo della società oltre l'orizzonte esplicito di previsione, sempre in termini di EVA; tale valore residuo viene calcolato solitamente con la formula della rendita perpetua.

Esistono problemi nell'utilizzo di tale sistema nell'incentivazione del management' perché nonostante i progetti possano creare valore, quando i flussi positivi sono troppo distanti nel tempo, viene percepito un rischio maggiore che può portare all'accantonamento di tali possibilità di investimento.

A tal fine è stata proposta una rettifica alla modalità di calcolo degli ammortamenti: invece di basarsi sul metodo classico delle quote costanti, si utilizzano rate variabili col metodo Cash Flow ROI.

Si crea valore quando si ha uno spread positivo tra Cash Flow ROI e WACC. Tale metodo, sviluppato da McKinsey, mi consente di utilizzare un altro strumento: il Value Roi.

Di fronte a strategie che comportano flussi di cassa diversi e magari anche valori attuali netti tutti positivi, si può scegliere la migliore utilizzando il rapporto tra il valore attuale lordo (che si ottiene calcolando il Cash Flow ROI) e il valore dell'investimento, appunto il Value Roi. Se i capitali sono razionati è sufficiente ordinare i progetti in ordine decrescente di V-Roi.

Ma come si comunica nei confronti dei gestori di fondi d'investimento? Bisogna adottare lo stesso linguaggio per il controllo interno e per quello esterno, in modo da poter soddisfare le esigenze degli azionisti e quelle degli investitori. La BCG ha adottato a tal fine il concetto di Total

Shareholder Return cioè ritorno totale per l'azionista, che segue la logica dell'attualizzazione dei dividendi futuri e del capital gain; il capital gain è dato in questo caso dalla differenza tra Cash Flow Roi e costo del capitale applicato al capitale investito, moltiplicato per la parte dei flussi cassa che vengono investiti nel business. Tutti i progetti vengono perciò trattati come fossero micro-imprese.

Quanto detto sinora è valido dal punto di vista teorico, ma nella pratica come operano gli analisti finanziari per calcolare il valore di business? Effettuano previsioni sui flussi di reddito e di cassa e passano gran parte del proprio tempo a trovare giustificazioni per gli scostamenti registrati ex-post. L'attendibilità di tali stime è funzione di:

- attrattività del business;
- rilevanza delle unicità (vantaggio competitivo);
- eccellenza dei processi (implementazione del vantaggio competitivo);
- validità delle meta-skills aziendali (competenze specifiche di business).

Un altro problema accennato in sede di previsione è il calcolo del costo del capitale; il costo del capitale di rischio è calcolato ricorrendo alla formula del CAPM, ma proprio sulla determinazione pratica delle sue componenti (beta, premio per il rischio di mercato,

tasso risk-free) si trovano pareri discordi e difficoltà di calcolo.

3. Ambiti applicativi di EVA

Dopo aver presentato i concetti teorici retrostanti questo strumento ed averne spiegato le modalità di calcolo, si procederà ora all'esame delle sue possibili applicazioni nell'ambito della gestione aziendale; si vedrà così come EVA possa risultare particolarmente utile allorché si intenda procedere con un piano di incentivazione imperniato sul concetto di valore creato per gli azionisti, oppure come strumento di "early warning" ai fini della prevenzione delle situazioni di crisi.

Facendo riferimento a quanto sostenuto dalla dottrina più recente, sono finora emerse le seguenti indicazioni circa l'utilizzo di EVA all'interno delle aziende:

1. è una delle misure interne di *performance* più affidabili e complete poiché, facendo esplicito riferimento al differenziale tra costo e rendimento del capitale investito, si concentra sulle reali determinanti del valore di un'azienda;
2. come strumento di decisione ha un'efficacia che è destinata a crescere con l'aumentare della sua diffusione all'interno del mondo accademico e finanziario, ma anche in relazione al maggior grado di competitività dei mercati finanziari; infatti si riscontra come risulti più difficile una sua applicazione in situazioni di scarsa rappresentatività dei valori espressi dal mercato borsistico e quando le informazioni desumibili dai bilanci aziendali non permettono una precisa determinazione del capitale investito e delle altre grandezze che lo compongono (situazioni entrambe presenti, purtroppo, nel contesto italiano);
3. dipende fortemente, al pari di altri metodi basati sull'attualizzazione di flussi prospettici, dall'accuratezza dei dati di bilancio di cui si dispone, dalle rettifiche che vi vengono apportate e dalla possibilità di effettuare previsioni per un orizzonte temporale di almeno 3-5 anni; soprattutto in sede di determinazione del valore prospettico delle azioni tramite MVA si riscontrano difficoltà di valutazione in quei settori dove non si può fare affidamento su vantaggi competitivi duraturi quali barriere all'entrata, economie di scala o situazioni di monopolio naturale;
4. nei casi di valutazioni di aziende finalizzate a cessioni o acquisizioni, così come quando si è interessati alla manifestazione temporale dei flussi finanziari, va preferibilmente associato ad altre metodologie di misurazione del valore aziendale;
5. può essere usato sia come campanello di allarme, per avvertire il *management* dell'arrivo di una crisi, sia come parametro di

valutazione del successo di un processo di ristrutturazione; si richiede tuttavia che l'azienda sia già presente all'intero di un mercato dei capitali efficiente, al fine della corretta determinazione del costo del capitale (che come si vedrà risente dell'influenza di molteplici fattori e può influenzare in maniera notevole i risultati di un'analisi EVA);

6. è, infine, un valido parametro per l'indicizzazione delle retribuzioni del personale e del *management* in quanto rispecchia fedelmente la creazione o la distruzione di valore avvenuta all'interno dell'area e nel periodo considerato; ed è probabilmente questo, al momento attuale, l'uso principale che può esserne fatto in Italia, a causa della già citata scarsa rappresentatività dei valori forniti dal mercato azionario e dall'informativa contabile ufficiale.

Volendo approfondire l'ultimo punto esaminato, si analizzerà ora il ruolo svolto da EVA nella determinazione delle performance dei managers e nell'incentivazione del personale dipendente.

“Utilizzando l'EVA, l'azienda si comporta come la banca che concede un fido alle proprie aree d'affari ad un tasso pari al costo del capitale. Esso sarà quindi dato dalla differenza tra il risultato operativo che ciascuna area produce, al netto delle imposte, e gli interessi passivi che le stesse devono pagare per l'utilizzo del fido.

Con un programma di incentivi i manager vengono premiati se incrementano il valore dell'EVA rispetto a quello target e vengono penalizzati se non lo raggiungono. Avendo l'EVA come parametro guida, i manager hanno tre importanti incentivi che sono del tutto assenti o utilizzati in maniera errata da altri criteri di misurazione:

- Aumentare il tasso di rendimento realizzato sul complesso delle attività esistenti, cioè incrementare il NOPAT senza investire nuove risorse.
- Attingere al fido concesso fino a quando il rendimento aggiuntivo del capitale investito supera il suo costo.
- Disinvestire e rimborsare i debiti contratti finché i redditi addizionali perduti vengono più che ricompensati dal risparmio sulla spesa per interessi passivi” (23).

Rispetto ai tradizionali metodi di ricompensa per il management, come il tasso di crescita dei dividendi, EVA non si basa sul prezzo di mercato ed è perciò proposto come uno strumento che può essere usato correttamente all'interno delle divisioni aziendali o a livello di corporate, per migliorare le performance, valutare e compensare i manager. In pratica EVA allinea gli interessi della proprietà e quelli del management, incentivando questi ultimi alla creazione di valore (al pari di quanto accadrebbe con la distribuzione dei diritti di proprie-

tà), ma senza privare la proprietà del controllo dell'azienda.

Infatti, come sostenuto dallo stesso D. Young: *"the advantage of using EVA is that it helps companies resolve the principal dilemma of corporate governance: the agency problem. When managers are paid according to EVA, they start to think and act like owners. Their own wealth becomes inextricably linked with that of the shareholders"* (24).

EVA ha inoltre una valenza strategica: è infatti l'unico criterio che permette di collegare in modo lineare decisioni di capital budgeting e decisioni strategiche di investimento, rendendo i criteri di valutazione impiegati coerenti con il modo in cui effettivamente i risultati operativi vengono generalmente valutati (25).

In più, data la sua semplicità, è visto come un concetto che può penetrare a fondo nell'organizzazione; molto oltre il livello raggiunto dalle tradizionali misure prettamente finanziarie o di mercato.

Per quanto riguarda il suo utilizzo nell'incentivazione anche del personale di livello più operativo, è da notare come esso possa sostituire una moltitudine di micro-parametri tecnici con un unico parametro globale. A tal fine sarà però necessario far comprendere esattamente quale legame esista nel concreto tra i diversi comportamenti attuabili e le variazioni nel livello di EVA e, quindi, del valore complessivo d'azienda (26).

Intervento di G. Favato "Il modello dell'EVA e il sistema di incentivazione del management"

Il mio intervento è legato ad un'implementazione particolare di EVA, che prescinde almeno in parte dalle problematiche tecniche finora presentate, ma che guarda EVA come propulsore di comportamento.

Le due informazioni principali che si potranno trarre dal mio intervento sono le seguenti: gli incentivi sono una profezia autoavveratesi; ciò significa che se una dimensione è scelta come parametro a cui legare il meccanismo premiante, indipendentemente da quella che potrà essere la reale performance aziendale, allora quella dimensione conseguirà i maggiori incrementi. Pertanto quando si sceglie un meccanismo premiante è bene che sia il più coerente possibile con la creazione di valore. Vi porto alcuni esempi a supporto di quanto sto affermando: l'azienda nella quale lavoro attualmente lega gli incentivi alla crescita aziendale, e difatti noi siamo al quarto posto al mondo per quanto riguarda il tasso di crescita; l'azienda presso cui lavoravo precedentemente, prima di adottare EVA, legava gli incentivi al Return on Sales, cioè il profitto operativo netto come percentuale delle vendite, ed anche in questo caso non è sorprendente osservare come tale azienda si collocasse al primo posto per quanto riguarda il tasso di redditività sulle vendite. Che cosa ha allora spinto tale azienda a cambiare sistema di incentivazione? Sostanzialmente il

fatto che misurando le performances aziendali con parametri diversi, quali ad esempio il ROA, essa si collocava tra le ultime aziende a livello mondiale. Infatti spingendo le vendite si continuava ad operare in un'area d'affari che garantiva fatturato nel breve termine, ma era talmente asset intensive da deprimere gli altri indicatori. Inserendo il discorso in un ambito più strategico, il percorso seguito da questa impresa è stato quello di inserire il percorso incentivante, cercando di trovare uno slogan ed una misura che tenesse conto di tutte le leve che muovono l'azienda. Il problema della scelta di qualsiasi parametro che conducesse alla performance era applicare parametri diversi alle diverse funzioni aziendali; EVA è stata scelta come misura che fosse la più centrale possibile e la più vicina al valore di mercato.

Personalmente, per spiegare il rapporto esistente tra incentivazione, azienda e clienti, preferisco adottare l'approccio basato sugli stakeholders, che vede l'azienda al centro di una rete di relazioni che coinvolgono molti interlocutori oltre ai semplici shareholders. Per poter raggiungere una sintonia con tutti questi soggetti è necessario fare riferimento non solo ai concetti di EVA, ma a tutta la teoria di value based management; affinché ciò si realizzi sono necessari interventi su molti processi aziendali; il commitment al valore deve essere trasmesso dal top management all'operating management e poi a tutta l'azienda, a tal fine assumono particolare impor-

tanza la comunicazione ed il training. Ovviamente il sistema di remunerazione deve anch'esso essere legato ad EVA.

Facendo riferimento a tali concetti il processo implementativo di EVA come leva di performance ha seguito uno step che toccava tutti gli interlocutori ed i punti principali: il training (non si può lasciare che i dipendenti o anche il top management acquisiscano informazioni su EVA per conto loro perché, come dimostrato da questa stessa riunione, molti sono ancora gli aspetti di EVA che dividono tanto il mondo accademico quanto la pratica finanziaria), il goal setting (fissato sia a livello globale che di singola business unit), la misurazione ed il payoff devono anch'essi essere legati ad EVA. Chiedendo a tuffi i dipendenti di comportarsi come azionisti viene esplicitato il costo opportunità del capitale, e questo è stato uno dei risultati più importanti del processo di implementazione.

Per quanto riguarda la fissazione degli obiettivi si sono riscontrati due problemi principali:

- 1) la fissazione di obiettivi in termini di EVA per le singole business units è un processo non facile che richiede la disponibilità di risorse dedicate;
- 2) come già sostenuto da altri relatori, la misurazione di EVA su di un business esistente per un solo anno costituisce un benchmark abbastanza debole: la promessa di valore si deve realizza-

Tabella 11

Quale porzione di stipendio deve essere legata alla misura del valore creato per gli azionisti?

	Opzione A		Opzione B	
	Valore per l'azionista	Bonus per il manager	Valore per l'azionista	Bonus per il manager
Evento favorevole	+ 500	+ 50	+ 225	+ 22.5
Evento sfavorevole	+ 100	+ 10	+ 175	+ 17.5
Valore atteso	+ 300	+ 30	+ 200	+ 20

Gli azionisti possono diversificare parte del rischio. I managers invece sono esposti in maniera totale al rischio associato alle proprie decisioni.

Gli incentivi devono essere concepiti cosicché la parte di retribuzione variabile riesca ad influenzare il comportamento dei managers verso la massimizzazione del valore per gli azionisti, pur senza creare fenomeni di avversione al rischio.

re in termini di prezzo azionario; quindi per incentivare un comportamento equilibrato tra il medio ed il lungo termine un programma di stock option è stato affiancato al programma incentivante sul target EVA. Tale piano valeva poi tanto per il top management quanto per i dipendenti di livello operativo, e nonostante l'entità modesta dell'opzione (valeva infatti su sole 100 azioni) ebbe un successo strepitoso, che richiese l'affissione di un indicatore nella mensa aziendale per poter seguire ogni giorno l'andamento della quotazione della società.

Si era inoltre sviluppata una particolare attenzione al tema delle attese degli azionisti, e ciò rese molto più semplice l'adozione di misure che precedentemente erano percepite come imposte dalla direzione finanziaria ma prive di fondamento.

Gli aggiustamenti decisi, per ragioni di semplicità e rilevanza, furono solo tre, essi riguardavano

le seguenti voci: capitalizzazione delle spese di ricerca e sviluppo (che ammontavano a circa 1-2 mld\$ l'anno), interessi e goodwill.

La remunerazione dei dipendenti prevedeva nessun payoff finché EVA aveva valori inferiori al target e poi una correlazione lineare tra il maggior valore creato e l'aumento di retribuzione, oltre una certa misura si congelava il bonus per normalizzare il payout nei diversi anni.

Quanto deve essere importante la porzione di stipendio legata ad EVA? Deve essere significativa ma non in maniera tale da spingere il management a prendere decisioni che creano meno valore solo perché sono meno rischiose; in altre parole la porzione di stipendio deve aggirarsi attorno al 10-20% della retribuzione totale (Tabella 11).

EVA come strumento di corporate governance (27)

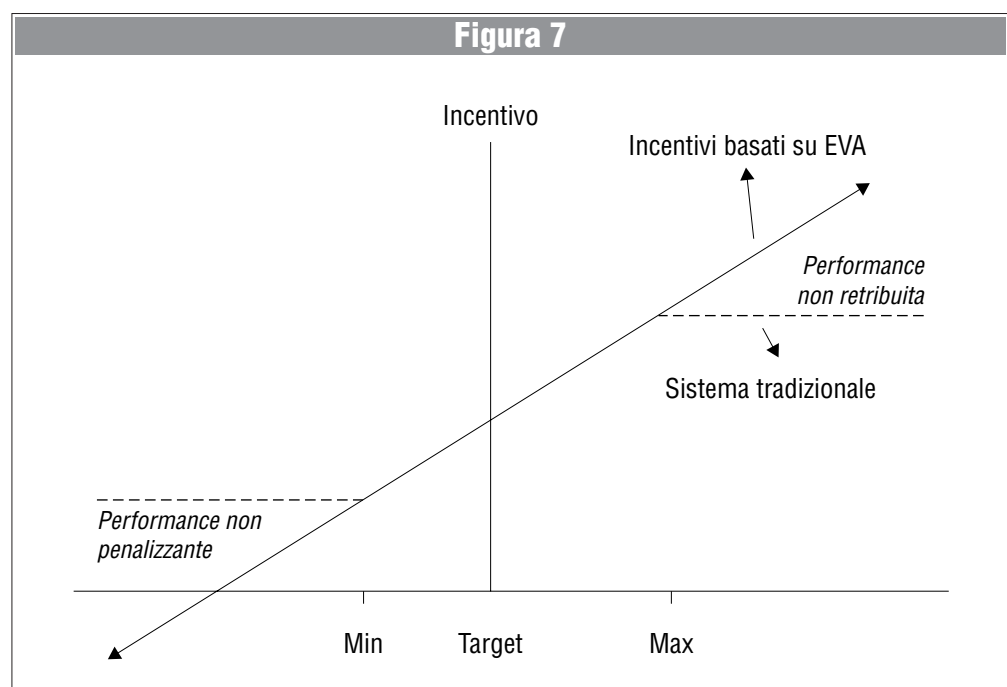
In molti sistemi retributivi aziendali lo stipendio dei dirigenti è

dominato in larga parte da componenti fisse; ciò porta il management ad effettuare calcoli di convenienza che possono andare contro gli interessi degli azionisti. Un sistema di incentivi basato su EVA può fare molto per allineare gli interessi del management e quelli degli azionisti, aumentando la parte di retribuzione variabile e collegandola ad una proxy abbastanza affidabile del valore creato per gli azionisti (EVA appunto).

Quali caratteristiche devono essere rispettate da un buon piano di incentivi?

- *Oggettività*: molti bonus-plan fissano obiettivi basati sulla negoziazione tra le parti; il risultato è un incentivo a fissare dei goals facili da raggiungere; come risultato, invece che ingrandire la “torta della redditività”, i manager mirano ad aumentare la propria fetta, spesso a scapito degli azionisti.
- *Semplicità*: il piano di incentivazione dovrebbe poter essere esteso fino ai più bassi livelli dell’organizzazione aziendale, o perlomeno fino al livello del middle management.
- *Rilevanza*: la parte di retribuzione variabile collegata alla creazione di valore deve avere una dimensione tale da modificare il comportamento dei soggetti a cui è rivolta.
- *Certezza*: il piano non deve essere soggetto ad aggiustamenti ex-post solo perché una larga fetta di manager ha battuto gli obiettivi fissati, bisogna anzi stimolare le persone ad incrementare continuamente le proprie performance, a patto che ciò risulti in un aumento del valore creato per gli azionisti.

Un’altra caratteristica fondamentale di un piano di incentivi basato su EVA è l’assenza di “limitazioni” tanto verso l’alto quanto verso il



basso: quanto più EVA viene generato, tanto maggiore sarà la retribuzione, e ciò vale anche nel caso di valore distrutto. Il sistema inoltre è programmato per trattenere una parte cospicua degli incentivi finché non si verificano le condizioni che hanno portato alla formulazione di tali previsioni; così facendo si ottiene un sistema di incentivazione che tenga conto non solo delle performance di periodo, ma anche di quelle a più lunga scadenza (Figura 7).

4. Analisi E.V.A. applicata al caso Gucci

Dopo aver presentato i fondamenti teorici necessari alla comprensio-

ne di EVA, si procederà alla sua applicazione ad un caso reale, utilizzando a tale scopo i dati di Gucci dal 1995 al 1997. Si misurerà così il valore creato o distrutto con la ristrutturazione che ha interessato l'impresa dal 1993 fino al 1996. I dati su cui si baserà l'analisi EVA sono tratti direttamente dagli annual report dell'azienda, e sono visibili nelle tabelle 12, 13 e 14.

Dalle note allegate ai bilanci ufficiali è stato inoltre possibile ricavare le informazioni utili per l'applicazione di EVA (Tabella 15).

Calcolo del Capitale Investito

Secondo quanto riportato precedentemente, è necessario integrare

Tabella 12			
Stato patrimoniale di Gucci: passività e capitale proprio (dati in Mln\$)			
LIABILITIES AND EQUITY	1995	1996	1997
Bank overdrafts and short term loans	0,210	26,346	27,739
Trade payables and accr. Operating exp.	68,238	128,782	115,268
Income tax payables	19,993	70,916	39,702
Deferred tax liabilities	1,707	2,097	1,616
Other current liabilities	44,771	36,936	46,367
Total current liabilities	134,859	265,077	230,692
Long term debt, net of current portion	0,926	0,000	0,000
Pension liabilities	9,362	11,757	11,861
Other long term liabilities	4,343	5,609	4,985
Deferred tax liabilities	4,838	0,000	1,581
Total non current liabilities	19,469	17,366	18,427
Total Liabilities	154,328	282,443	249,119
Minority interests	0,000	0,000	1,238
Share capital	70,795	72,367	72,201
Contributed surplus	50,733	59,823	79,717
Revaluation reserve	37,803	0,000	0,000
Retained earnings	0,000	78,720	223,060
Cumulative translation adjustment	- 46,445	- 52,320	- 64,540
Net result for the year	81,392	168,370	175,517
Treasury stock, at cost	0,000	0,000	- 40,058
Total shareholders' equity	194,278	326,960	446,897
TOTAL	348,606	609,403	697,254

Tabella 13 Stato patrimoniale di Gucci: attività (dati in Mln\$)			
ASSETS	1995	1996	1997
Cash and equivalents	126,495	230,934	116,207
Trade receivables, net	25,717	68,924	74,991
Inventories, net	72,925	134,993	162,777
Deferred tax assets	11,221	28,407	31,972
Other current assets	30,562	60,217	52,895
Total current assets	266,920	523,475	438,842
Property and plant, net	68,081	62,671	110,296
Intangible assets and deferred charges	5,483	8,749	129,485
Deferred tax assets	1,582	5,435	7,684
Other non current assets	6,540	9,073	10,947
Total non current assets	81,686	85,928	258,412
TOTAL ASSETS	348,606	609,403	697,254

Tabella 14 Conto economico di Gucci (dati in Mln\$)			
STATEMENT OF INCOME	1995	1996	1997
Net revenues	500,064	880,664	975,384
Cost of goods sold	- 170,660	- 312,481	- 363,990
Gross profit	329,404	568,183	611,394
Sel, gen & adm exp	- 208,334	- 329,078	- 374,858
Operating profit	121,070	239,105	236,536
Other income, net	2,859	0,319	- 0,049
Interest income, net	- 10,703	16,798	14,283
Foreign exc. Gain	2,604	2,438	0,270
Income before taxes	115,830	258,660	251,040
Income tax expenses	- 32,952	- 90,290	- 75,523
Net income	82,878	168,370	175,517

Tabella 15 Dati supplementari ricavabili dal bilancio Gucci (dati in Mln\$)			
	1995	1996	1997
Riserva su crediti inesigibili	3,346	4,578	2,700
Quote amm. Cumulate sull'avviamento	1,920	2,400	7,341
Fondo imposte differite	10,072	7,545	7,259
Interessi passivi	15,937	2,277	0,000
Interessi attivi	5,234	19,075	14,283

il Capitale Investito risultante da bilancio con tutti gli elementi di valore che non sono già presenti nel documento contabile; calcolando tale grandezza come somma di tutte le passività onerose a vario titolo presenti in azienda, si ottengono i valori osservabili nella Tabella 16.

Calcolo del NOPAT

Per procedere alla determinazione del NOPAT si parte dal reddito operativo e vi si aggiungono le variazioni incorse nelle voci che hanno rettificato il Capitale Investito; tale operazione è resa necessaria dal fatto che nella for-

Tabella 16
Calcolo del Capitale Investito

	1995	1996	1997
Shareholders'equity	194,278	326,960	446,897
Minority Interests	0	0	1,238
Fondo imposte differite	10,072	7,545	7,259
TFR	9,362	11,757	11,861
Debiti bancari	1,136	26,346	27,739
Debiti diversi	49,114	42,545	51,352
Capitale impiegato pre-rettifiche	263,962	415,153	546,346
Riserva svalutazione crediti	3,346	4,578	2,700
Amm. Cumulato su avviamento	1,920	2,400	7,341
Capitale investito	269,228	422,131	556,387

Tabella 17
Calcolo del NOPAT

	1995	1996	1997
Reddito operativo	121,070	239,105	236,536
Interessi attivi	5,234	19,075	14,283
Accantonamento TFR ²⁵	0,890	2,395	0,104
Quota amm. Avviamento	0,480	0,480	4,941
Acc. Fondo imposte differite	24,150	2,527	0,286
Acc. Fondo svalutazione crediti	-1,675	1,232	-1,878
Tax shield	-3.040	0	0
Imposte dell'esercizio	-32,952	-90,290	-75,523
NOPAT	114,157	174,524	178,749

mula finale di EVA queste due grandezze vengono direttamente confrontate, è quindi necessario che siano ricavate in modo omogeneo, tenendo conto delle stesse componenti di reddito (Tabella 17).

Calcolo del WACC

Il calcolo del costo medio ponderato del capitale riveste una grande importanza all'intero delle valutazioni relative all'Economic Value Added di un'impresa.

Come si vedrà in seguito, infatti, sue variazioni anche limitate possono portare a conclusioni molto

distanti tra loro; esso è a sua volta funzione di stime legate alla determinazione del costo del capitale proprio e di quello di rischio; ponderando tali costi (K_e e K_d) (26) per il valore di mercato del capitale di rischio e di quello di debito, si ottiene il Costo Medio Ponderato del Capitale (Tabella 18).

Tali valori si discostano leggermente da quelli forniti direttamente dalla società, secondo cui il costo del capitale ammontava rispettivamente al 13% per il '95, al 12% per il '96 ed al 13% per il '97 (28).

Partendo dalle grandezze appena calcolate i valori di EVA per gli

Tabella 18 Calcolo del Costo Medio Ponderato del Capitale			
	1995	1996	1997
Debiti	1,136	26,346	27,736
Equity	194,278	326,960	446,897
K_d	3,6%	0,6%	4,3%
K_e	15,24%	15,82%	15,58
$K_e \times E / (D+E)$	15,15%	14,64%	14,67%
$K_d \times D / (D+E)$	0,02%	0,04%	0,25%
WACC	15,17%	14,68%	14,92%

Tabella 19 Calcolo di EVA (dati in Mln\$ tranne WACC)			
	1995	1996	1997
NOPAT	114,157	174,524	178,749
Capitale Investito	269,228	422,131	556,387
WACC	15,17%	14,68%	14,92%
WACC x C.I.	40,842	61,964	83,004
EVA	73,315	112,56	95,745

esercizi 1995-1997 risultano essere quelli in Tabella 19.

Si può facilmente notare come la ristrutturazione si sia conclusa con successo, come testimonia la continua creazione di valore, solo lievemente rallentata nel 1997 a causa della crisi che ha colpito i mercati asiatici (dove Gucci realizza circa la metà del proprio fatturato).

5. Appendice: il calcolo del costo del capitale

Il tasso risk-free

Con riferimento all'analisi di Gucci, si è preso come riferimento per il tasso *risk-free* la media annua dei tassi sui titoli di stato americani aventi scadenza trentennale (29); questo poiché la società, pur essendo quotata sia alla Borsa di

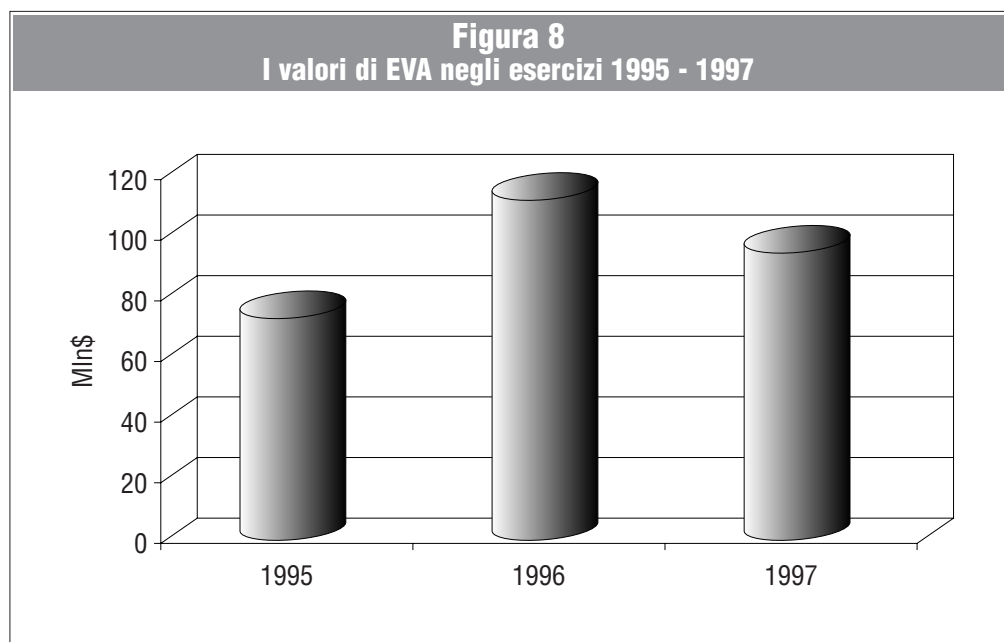


Tabella 20
Rilevazioni sull'andamento dei titoli di Stato USA

	1995	1996	1997
Open	7,83%	6,00%	6,64%
High	7,89%	7,11%	7,18%
Low	6,00%	6,00%	5,70%
Close	6,00%	6,64%	5,70%
Media	6,179%	6,758%	6,519%

Fonte: <http://quote.yahoo.com/q?d=t&s=^TYX>

New York che a quella di Amsterdam, trae la maggior parte delle proprie risorse finanziarie sulla piazza statunitense.

La media è stata ottenuta considerando le rilevazioni mensili dall'ottobre 1995 al gennaio 1998 osservabili alla fine dell'appendice.

Il premio per il rischio

La misura della remunerazione per ogni unità di rischio, diversamente dall'indice beta che si vedrà tra poco, è un fattore esogeno rispetto alla singola azienda in quanto è comune a tutte le società quotate in un determinato mercato.

Differenze saranno invece riscontrabili nei valori rilevati sui diversi mercati in funzione di:

- grado di volatilità del sistema economico;
- rischio politico del paese;
- grado di rischiosità del mercato.

Per quanto riguarda il calcolo di tale grandezza per il mercato statunitense ci si è basati su quanto riportato in uno studio dell'AIAF (30) del 1998 secondo cui il valo-

re di $R_m - R_f$ di oltreoceano si colloca attorno al 5,5%.

Il calcolo del Beta

L'indice *beta* esprime la misura del rischio sopportata dall'impresa con riferimento alla sua componente non diversificabile in quanto legata al generale andamento dell'economia.

Esso viene operativamente calcolato come rapporto tra la covarianza del rendimento del titolo rispetto al rendimento dell'indice di mercato e la varianza del mercato; tali rendimenti sono espressi come variazioni percentuali delle rilevazioni rispetto al giorno iniziale della quotazione (23 ottobre 1995) (31).

L'intervallo di osservazione tra una rilevazione e l'altra è stato quello standard di una settimana.

L'indice *S&P 500* è stato utilizzato per rappresentare l'andamento del mercato, mentre per la scelta del periodo di riferimento, data la breve storia azionaria di Gucci, si è optato per il massimo orizzonte disponibile al momento dell'analisi (ottobre 1995 - dicembre 1998).

Come già affermato, il *beta* viene calcolato prendendo i dati relativi ai 2-3 anni precedenti; quando non si dispone di tale orizzonte minimo, esso non viene calcolato in maniera diretta, ma tramite interpolazione dei *beta* di società comparabili, oppure non viene calcolato affatto (32).

In questo studio si è preferito procedere al calcolo del *beta* su di un orizzonte di 38 mesi e presupporre poi la sua invariabilità all'intero di tale periodo; ciò in funzione delle seguenti ragioni:

- non è stato possibile, a causa del basso numero e della scarsa omogeneità delle imprese rientranti nel settore “*moda*”, procedere ad un suo calcolo trami-

te interpolazione dei *beta* di società affini;

- la società, a causa sia dell'entrata in Borsa che del processo di ristrutturazione non ancora interamente concluso, ha avuto una struttura non definitiva (sia in termini organizzativi che finanziari) fino alla metà del 1996; è pertanto presumibile che anche il profilo di rischio sopportato dall'impresa sia stato influenzato da tale configurazione transitoria;
- si è inoltre effettuato un test di stabilità (33) dell'andamento di *beta* al variare del periodo di osservazione; il risultato di questo test (osservabile nella figura seguente) dimostra come, a

Figura 9
Test di stabilità di *beta*

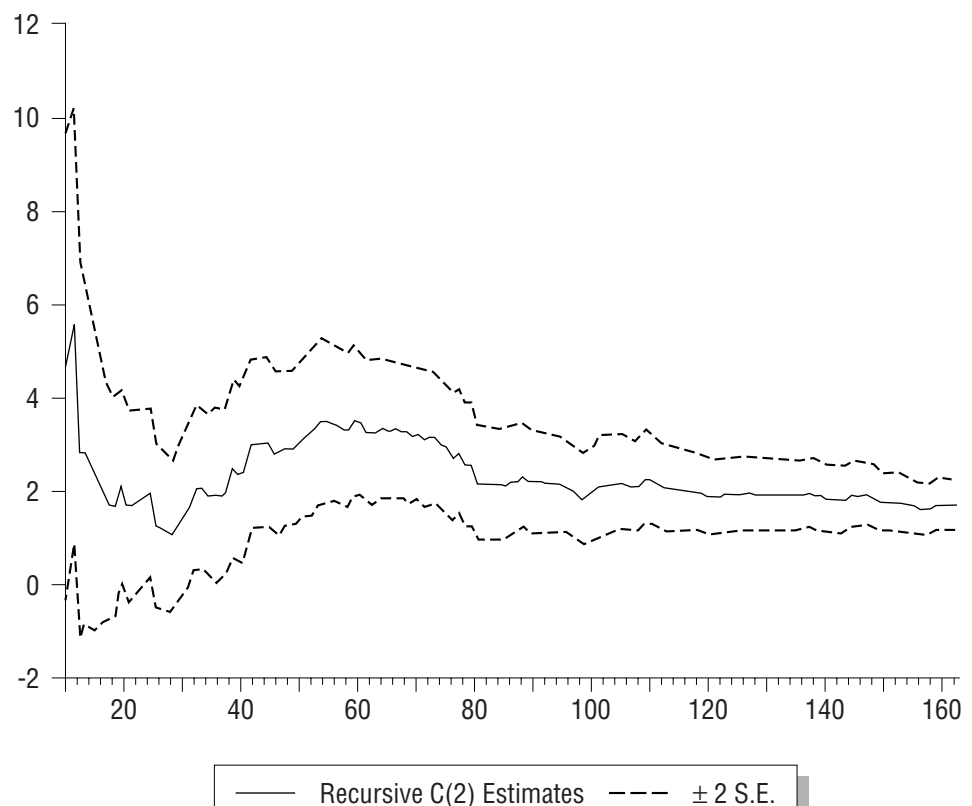


Tabella 21
Calcolo del costo del capitale di rischio

	1995	1996	1997
B	1,647	1,647	1,647
$R_m - r_f$	5,50%	5,50%	5,50%
$B \times (R_m - R_f)$	9,06%	9,06%	9,06%
R_f	6,179%	6,758	6,519%
$K_e^{(34)}$	15,24%	15,82%	15,58

parte una decisa quanto normale oscillazione iniziale, il *beta* si mantenga in un intervallo di oscillazione molto ristretto attorno al valore calcolato già a partire dall'ottantesima settimana.

Procedendo come descritto si è ottenuto il seguente valore del rischio sistematico dell'impresa:

$$\beta = \frac{\text{COV}(\text{GUC}, \text{SPX})}{\text{VAR}(\text{SPX})} = 1,647$$

Basandosi sulla metodologia di calcolo suggerita dal Capital Asset Pricing Model, secondo cui

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

il costo del capitale di rischio nei 3 esercizi considerati è risultato essere quello in Tabella 21.

Il costo del capitale di debito

Come già affermato, per il calcolo di tale grandezza si considera l'e-

sposizione bancaria della società comprensiva della quota di debito con scadenza entro l'esercizio.

Dalle informazioni contenute nei bilanci si ricavano le seguenti informazioni: nel '95 Gucci aveva prestiti bancari per 1,136 Mln\$ al tasso del 5%; nel '96 essi erano 26,346 Mln\$ all'1%; infine nel '97 ammontavano a 27,739 Mln\$ al 6,2% (35).

Considerando l'effetto di scudo fiscale dovuto alla deducibilità degli interessi passivi, e ricordando che negli esercizi considerati l'aliquota effettiva d'imposta (36) per la società è stata pari al 28,4% nel '95, al 34,9% nel '96 ed al 30% nel '97, si ottengono i valori di costo del capitale di debito osservabili nella Tabella 22.

Infine, ponderando tali costi (K_e e K_d) per il valore del capitale di rischio e di quello di debito, si ottiene il Costo Medio Ponderato del Capitale (Tabella 23).

Tabella 22
Calcolo del costo del capitale di debito

	1995	1996	1997
Tasso a debito	5,0%	1,0%	6,2%
Aliquota d'imposta	28,4%	34,9%	30,0%
$(1 - t)$	71,6%	63,1%	70,0%
$K_d^{(37)}$	3,6%	0,6%	4,3%

Tabella 23 Calcolo del Costo Medio Ponderato del Capitale			
	1995	1996	1997
Debiti	1,136	26,346	27,739
Equity	194,278	326,960	446,897
K_d	3,6%	0,6%	4,3%
K_e	15,24%	15,82%	15,58%
$K_e \times E / (D + E)$	15,15%	14,64%	14,67%
$K_d \times D / (D + E)$	0,02%	0,04%	0,25%
WACC	15,17%	14,68%	14,92%

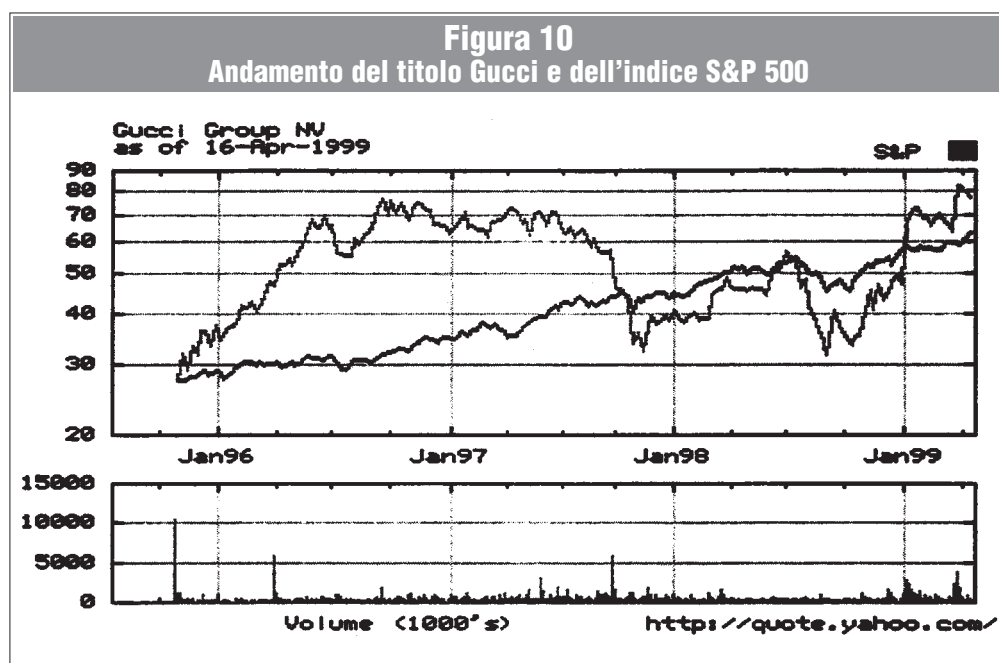


Tabella 24 Andamento dei titoli di Stato USA a lungo termine				
DATE	OPEN	HIGH	LOW	CLOSE
Gen. 98	5,92	5,977	5,662	5,805
Dic. 97	6,03	6,157	5,851	5,925
Nov. 97	6,189	6,258	6,007	6,036
Ott. 97	6,379	6,472	6,093	6,144
Set. 97	6,623	6,69	6,307	6,407
Ago. 97	6,279	6,759	6,274	6,601
Lug. 97	6,787	6,799	6,285	6,294
Giug. 97	6,898	6,931	6,629	6,794
Mag. 97	6,946	7,064	6,849	6,913
Apr. 97	7,098	7,184	6,915	6,951
Mar. 97	6,827	7,101	6,799	7,101
Feb. 97	6,781	6,832	6,499	6,787
Gen. 97	6,632	6,962	6,613	6,797
Dic. 96	6,368	6,694	6,308	6,635
Nov. 96	6,621	6,695	6,352	6,352
Ott. 96	6,923	6,926	6,626	6,65

Tabella 25 Gucci S&P 500				
WEEK OF	OPEN	VAR	OPEN	VAR
07 dic. 98	42,250	- 0,142	1176,74	- 0,027
30 nov. 98	45,875	0,059	1192,33	0,049
23 nov. 98	44,375	0,081	1163,55	0,064
16 nov. 98	42,313	- 0,132	1125,72	- 0,026
09 nov. 98	45,688	0,291	1141,01	0,072
02 nov. 98	38,250	0,118	1098,67	0,072
26 ott. 98	35,250	- 0,005	1070,67	0,024
19 ott. 98	35,375	- 0,073	1056,42	0,123
12 ott. 98	33,500	- 0,071	984,39	- 0,031
05 ott. 98	35,313	- 0,049	1002,6	- 0,072
28 sett. 98	36,563	- 0,037	1044,75	0,042
21 set. 98	37,500	0,059	1020,09	0,019
14 set. 98	39,000	0,201	1009,06	0,060
07 set. 98	33,875	- 0,083	973,89	- 0,091
31 ago. 98	36,000	- 0,015	1027,14	- 0,092
24 ago. 98	36,375	- 0,093	1081,24	0,031
17 ago. 98	38,750	- 0,140	1062,75	- 0,045
10 ago. 98	42,313	- 0,144	1089,45	- 0,053
03 ago. 98	46,000	0,000	1120,67	- 0,034
27 lug. 98	46,000	- 0,306	1140,8	- 0,078
20 lug. 98	53,813	- 0,017	1186,75	0,038
13 lug. 98	54,250	- 0,059	1164,33	0,030
06 lug. 98	55,750	0,160	1146,42	0,023
29 giu. 98	51,665	- 0,080	1133,2	0,055
22 giu. 98	53,712	0,063	1100,65	0,003
15 giu. 98	52,099	0,097	1098,84	- 0,026
08 giu. 98	49,618	0,177	1113,86	0,039
01 giu. 98	45,091	- 0,083	1090,82	- 0,033
25 mag. 98	47,199	0,058	1110,47	0,003
18 mag. 98	45, 711	- 0,041	1108,73	0,001
11 mag. 98	46,765	0,024	1108,14	- 0,022
04 mag. 98	46,145	0,024	1121	0,022
27 apr. 98	45,525	- 0,027	1107,9	- 0,025
20 apr. 98	46,207	0,036	1122,72	0,021
13 apr. 98	45,277	- 0,073	1110,67	- 0,020
06 apr. 98	47,137	- 0,005	1122,7	0,046
30 mar. 98	47,261	- 0,112	1095,44	- 0,006
23 mar. 98	50,114	0,153	1099,16	0,052
16 mar. 98	46,207	0,017	1068,61	0,022
09 mar. 98	45,773	0,036	1055,69	0,011
02 mar. 98	44,842	0,250	1049,34	0,026
23 feb. 98	38,454	- 0,015	1034,21	0,024
16 feb. 98	38,826	- 0,010	1020,09	0,013
09 feb. 98	39,074	- 0,044	1012,46	0,055
02 feb. 98	40,191	0,036	980,28	0,039
26 gen. 98	39,260	0,058	957,59	- 0,007

19 gen. 98	37,772	0,041	961,51	0,058
12 gen. 98	36,717	- 0,160	927,69	- 0,081
05 gen. 98	40,811	0,080	975,04	0,066
29 dic. 97	38,764	- 0,046	936,46	- 0,018
22 dic. 97	39,943	0,083	946,78	- 0,011
15 dic. 97	37,834	- 0,046	953,39	- 0,052
08 dic. 97	39,012	- 0,070	983,79	0,048
01 dic. 97	40,811	0,002	955,4	- 0,013
24 nov. 97	32,438	0,326	963,09	0,059
17 nov. 97	32,438	- 0,080	928,35	0,001
10 nov. 97	34,485	- 0,087	927,51	0,022
03 nov. 97	36,717	- 0,032	914,62	- 0,046
27 ott. 97	37,524	- 0,163	941,64	- 0,004
20 ott. 97	41,679	- 0,121	944,16	- 0,039
13 ott. 97	44,780	- 0,075	966,98	0,003
06 ott. 97	46,703	0,119	965,03	0,034
29 set. 97	43,664	- 0,564	945,22	- 0,009
22 set. 97	58,053	0,224	950,51	0,045
15 set. 97	52,347	- 0,199	923,91	- 0,009
08 set. 97	57,433	- 0,119	929,05	0,050
01 set. 97	60,472	0,002	899,47	- 0,041
25 ago. 97	60,410	0,005	923,55	0,039
18 ago. 97	60,534	- 0,083	900,81	- 0,056
11 ago. 97	62,643	- 0,039	933,54	- 0,023
04 ago. 97	63,635	- 0,034	947,14	0,014
28 lug. 97	64,504	0,046	938,79	0,040
21 lug. 97	63,325	- 0,090	915,3	- 0,002
14 lug. 97	65,620	0,005	916,68	0,000
07 lug. 97	65,496	- 0,008	916,92	0,050
30 giu. 97	65,705	- 0,237	887,3	- 0,019
23 giu. 97	71,746	0,016	898,7	0,009
16 giu. 97	71,253	0,198	893,27	0,060
09 giu. 97	66,198	- 0,063	858,01	0,017
02 giu. 97	67,801	- 0,155	848,28	0,002
26 mag. 97	71,746	0,063	847,03	0,029
19 mag. 97	70,143	0,121	829,75	0,008
12 mag. 97	67,061	- 0,010	824,78	0,020
05 mag. 97	67,308	0,014	812,97	0,081
28 apr. 97	66,938	- 0,101	765,37	- 0,002
21 apr. 97	69,527	- 0,058	766,34	0,049
14 apr. 97	71,006	- 0,208	737,65	- 0,034
07 apr. 97	76,307	0,169	757,9	- 0,027
31 mar. 97	71,992	0,019	773,88	- 0,017
24 mar. 97	71,499	0,145	784,1	- 0,015
17 mar. 97	67,801	- 0,034	793,17	- 0,020
10 mar. 97	68,664	0,169	804,97	0,024
03 mar. 97	64,349	0,106	790,82	- 0,019
24 feb. 97	61,637	- 0,137	801,77	- 0,011

17 feb. 97	64,966	0,010	808,48	0,032
10 feb. 97	64,719	- 0,155	789,56	0,006
03 feb. 97	68,664	0,039	786,16	0,027
27 gen. 97	67,678	- 0,121	770,52	- 0,010
20 ge. 97	70,760	0,029	776,17	0,028
13 gen. 97	70,020	0,198	759,5	0,020
06 gen. 97	64,966	- 0,072	784,03	- 0,015
30 dic. 96	66,815	0,010	756,79	0,013
23 dic. 96	66,568	- 0,024	748,87	0,034
16 dic. 96	67,185	0,005	728,64	- 0,019
09 dic. 96	67,061	- 0,232	739,6	- 0,030
02 dic. 96	72,979	0,000	757,02	0,014
25 nov. 96	72,979	- 0,053	748,73	0,019
18 nov. 96	74,335	- 0,068	737,62	0,012
11 nov. 96	76,060	0,164	730,82	0,046
04 nov. 96	71,869	0,077	703,77	0,005
28 nov. 96	69,897	- 0,174	700,92	- 0,017
21 nov. 96	74,335	0,203	710,82	0,017
14 ott. 96	69,157	- 0,295	700,66	- 0,001
07 ott. 96	76,677	0,227	701,46	0,026
30 set. 96	70,883	- 0,164	686,19	- 0,001
23 set. 96	75,074	0,024	687,03	0,011
16 set. 96	74,458	0,188	680,54	0,042
09 set. 96	69,650	0,179	655,68	0,006
02 set. 96	65,089	0,077	651,99	- 0,026
26 ago. 96	63,117	0,097	667,03	0,003
19 ago. 96	60,651	0,024	665,21	0,005
12 ago. 96	60,035	- 0,140	662,1	- 0,001
05 ago. 96	63,610	0,314	662,49	0,045
29 lug. 96	55,597	- 0,121	635,9	- 0,005
22 lug. 96	58,679	0,116	638,73	- 0,013
15 lug. 96	55,720	- 0,285	646,19	- 0,019
08 lug. 96	62,993	- 0,032	657,44	- 0,022
01 lug. 96	63,815	- 0,063	670,63	0,006
24 giu. 96	65,411	- 0,159	666,84	0,002
17 giu. 96	69,460	0,135	665,85	- 0,013
10 giu. 96	66,024	0,038	673,31	0,007
03 giu. 96	65,042	- 0,173	669,12	- 0,016
27 mag. 96	69,460	0,226	678,51	0,016
20 mag. 96	63,693	0,149	668,91	0,029
13 mag. 96	59,888	0,216	652,09	0,018
06 mag. 96	54,366	0,038	641,63	- 0,020
29 apr. 96	53,384	- 0,010	653,46	0,014
22 apr. 96	53,629	0,024	645,07	0,014
15 apr. 96	53,016	0,125	636,71	- 0,033
08 apr. 96	49,825	0,106	655,86	0,018
01 apr. 96	47,125	- 0,019	645,5	- 0,009
25 mar. 96	47,616	0,120	650,62	0,016

18 mar. 96	44,548	0,063	641,43	0,013
11 mar. 96	42,953	0,091	633,5	- 0,019
04 mar. 96	40,621	- 0,091	644,37	- 0,025
26 feb. 96	42,953	0,048	659,08	0,019
19 feb. 96	41,725	0,038	647,98	- 0,014
12 feb. 96	40,744	0,058	656,37	0,035
05 feb. 96	39,271	0,043	635,84	0,024
29 gen. 96	38,166	0,010	621,62	0,017
22 gen. 96	37,921	0,077	611,83	0,017
15 gen. 96	35,957	0,072	601,81	- 0,025
08 gen. 96	34,117	- 0,111	616,71	- 0,007
01 gen. 96	36,939	0,072	620,73	0,015
25 dic. 95	35,098	0,024	611,96	- 0,007
18 dic. 95	34,485	- 0,091	616,34	- 0,002
11 dic. 95	36,817	0,115	617,48	0,018
04 dic. 95	33,871	0,096	606,98	0,012
27 nov. 95	31,417	0,043	599,97	0,000
20 nov. 95	30,312	0,034	600,07	0,013
13 nov. 95	29,453	- 0,106	592,72	0,004
06 nov. 95	32,153	0,216	590,57	0,019
30 ott. 95	26,631	0,043	579,70	- 0,013
23 ott. 95	25,526		587,46	

La colonna VAR esprime la variazione settimanale dell'indice considerato rispetto al valore iniziale rilevato il 23 ottobre 1995

Note

1) Sicca L., *Creazione di valore, conoscenza e gestione delle crisi aziendali*, in "Finanza Marketing & Produzione" n. 2/93.

2) Per un approfondimento sull'evoluzione delle "mode" manageriali si veda Cenciarini R. A., *Ristrutturazione e crescita: le strategie adottate dalle imprese di successo*, Giuffrè editore, Milano, 1998.

3) Rappaport A., *Creating shareholder value*, Free Press, New York, 1986.

4) Sostengono infatti Bowman e Sing: "The causes of the increase in restructuring are many. They can probably be traced to a combination of changes in the product market and changes in the capital market. The former come largely from

increased foreign competition, from accelerated rates of technological changes, and from more competitive pressure faced in global market [...] Changes in capital markets come largely from new debt instruments (junk bonds) and from a new tolerance for increased levels of debt in the capital structure of the firm...", in Rock M. L., Rock R. H., *Corporate restructuring: a guide to creating the premium valued company*, McGraw Hill, New York, 1990, pag. 9-10.

5) Bethel J. E., Liebeskind J., *the effects of ownership structure on corporate restructuring*, in "Strategic Management Journal" n. 14/93.

6) Markides C., Singh H., *Corporate Restructuring: A symptom of governance or a solution to past managerial mistakes?*, in "European Management Journal" n. 3/97.

7) Il *Total Shareholder Return* è la somma del *capital gain* e dei dividendi percepiti in relazione alle azioni possedute; esso viene utilizzato per effettuare confronti con portafogli alternativi o con il mercato azionario.

8) Il valore finale viene solitamente calcolato una volta che l'azienda è entrata a regime ed ha regolarizzato i propri flussi; nonostante esistano differenti metodi per calcolarlo, il più coerente con l'impostazione finanziaria pare essere quello della rendita perpetua; in tal caso

$$V_n = \frac{F_n}{i}$$

in cui il flusso preso in esame è, appunto, quello medio prospettico che l'azienda pensa di ottenere da un certo periodo in poi; si veda anche Wilson J., *EVA: use and abuse*, UBS Global Research, May 1997.

9) Questa sequenza riprende quanto proposto da Cenciarini R. A., op. cit.

10) Lochridge R. K, *After reengineering. organization for growth*, Chilmark press, 1995.

11) Secondo quanto sostenuto da G. Mattana, presidente nazionale dell'associazione italiana per la qualità: "Il TQM, un modo di governo di un'organizzazione incentrato sulla qualità, basato sulla partecipazione di tutti i suoi membri, tendente alla redditività di lungo termine ottenuta attraverso la soddisfazione dei clienti e inclusiva di benefici sia per i membri dell'organizzazione, sia per la società" in *Un quadro di riferimento per la Qualità Totale*, in "L'impresa" n. 2/91.

12) Hammer M., Champy J., *Reengineering the corporation*, Sperling & Kupfer edi-

tori Milano, 1994. In tema di *Reengineering* si ricorda anche l'opera di Davenport T. H., *Innovazione dei processi*, Ernst Young, Milano, 1993.

13) Per far fronte a tali problemi sono state presentate alcune revisioni ai concetti espressi dal BPR, in particolare si ricorda il *Customer Centered Reengineering*, che si prefigge di partire dal cliente nella definizione dei nuovi processi che devono caratterizzare l'impresa, ed il *Core Process Redesign*, che cerca di ovviare alla vastità dei processi da sottoporre a revisione concentrandosi esclusivamente sui 3-5 processi chiave dell'impresa.

14) A tal proposito si legge in Breiter A., *Ristrutturazioni aziendali: come gestirle con successo*, in "Economia & Management" n. 3/94, pag. 75: "Il management by objectives, la pianificazione strategica ed i circoli di qualità sono stati altre mode che hanno dato eccellenti risultati solo a quei pochi manager che si sono soffermati ad esaminarli e come personalizzare tali tecniche per i loro casi particolari e quali condizioni dovevano essere soddisfatte per ottenere i benefici attesi".

15) Tratto da "L'Economic Value Added: principi teorici" in *Quaderno AIAF*, Aprile 1998.

16) Tale definizione riprende quanto riportato in "L'Economic Value Added: principi teorici" in *Quaderno AIAF*, Aprile 1998.

17) Questa rettifica è suggerita in *EVA: use and abuse*, UBS Valuation Series, Maggio 1997.

18) Quanto segue è tratto dall'articolo di G. Guglielmi *Il rapporto tra EVA e DCF*, in "Osservatorio Americano".

- 19)G. Bennett Stewart *The quest for value*, Harper business, Londra, 1991. *pubblico con scadenza nel lungo termine; si veda anche il cap. 1.*
- 20)Articolo a cura di Francesca Signorelli. *30)AA.VV., op. cit.*
- 21)Si veda la definizione data di NOPAT nel seguito del lavoro. *31)Ciò al fine di rendere confrontabili le due grandezze utilizzate.*
- 22)La logica operativa per il calcolo dell'indice di rendimento del capitale è illustrata nel seguito. *32)Come riscontrabile al sito <http://www.marketguide.com/mgi/HELPlglossary.html>: "Beta is a measure of a company's common stock price volatility relative to the market. The Market Guide Beta is the slope of the 60 month regression line of the percentage price change of the stock relative to the percentage price change of the S&P 500. Beta values are not calculated if less than 24 months of pricing is available".*
- 23)Tratto da G. Bennet Stewart, *op. cit.*
- 24)Young D., *Economic Value Added: a primer for european managers*, in "European Management Jurnal" n. 4/97, pag. 337. *33)Il software utilizzato per testare beta è stato E-VIEWS, di cui si è applicato il recursive coefficients estimates test.*
- 25)Signorelli F., *op. cit.*
- 26)Come sostenuto da Young D., *op. cit.* "EVA proponents have been pushing firms to use EVA in successively lower levels of the organization, on the assumption that all employees, not only senior managers must undertake their tasks with the overriding goal of crating shareholder value", pag. 337. *34)Lievi differenze nel totale sono dovute agli arrotondamenti eseguiti in questa sede.*
- 27)Tratto da un articolo di Stern Stewart "EVA roundtable" apparso su *Journal of Applied Corporate Finance*, giugno 94. *35)A pag. 54 dell 'annual report del 1995 vi è una tabella che riporta le seguenti informazioni: "The principal long-term loans as of January 31, 1996 were (in .000 of US\$):*
- 28)Dati tratti da paper utilizzati dalla società in occasione del convegno nazionale Asfim: "Il modello dell'EVA in situazioni di corporate restructuring", Altavilla Vicentina, 23 maggio 1998. *Mortgage note, repayable in U.S. dollars by october 7, 1997, interest at 5% 900 Other 236".*
- 29)Come sostenuto in: AA.VV., L 'EVA: principi teorici, in "Quaderno ALAF" Aprile 1998, il mercato di riferimento deve essere quello in cui l'azienda è quotata ed il tasso di interesse applicato deve essere quello relativo ai titoli del debito *A pag. 46 dell'annual report del 1996 si trova la seguente nota integrativa al bilancio: "Bank overdrafts and short-term loans at January 31, 1997, primarily consisted of a short-term loan denominated in Japanese yen bearing interest at approximately 1% per annum. This loan was repaid on March 31, 1997". A pag. 63 dell'annual report del 1997 si*

legge: "Short-term loans at January 31, 1998, primarily consisted of short-term loans denominated in Japanese yen bearing interest at approximately 1.0% per annum and denominated in Italian lira bearing interest at approximately 6.2% per annum".

36) In realtà sarebbe stato più opportuno utilizzare l'aliquota d'imposta marginale ai fini della determinazione dell'effettivo beneficio fiscale. Non essendo disponibili tali informazioni si è pertanto dovuto ricorrere a questa approssimazione, che comunque non incide in maniera rilevante sul calcolo finale del costo medio ponderato del capitale.

37) Per quanto i valori ottenuti possano sembrare anomali, il basso grado di indebitamento dell'azienda contribuisce a rendere trascurabile il peso del costo del debito nella determinazione del WACC.

Bibliografia

Aa.Vv., *EVA primer*, CSFB Research Department, 1996.

Aa.Vv., *L'EVA: principi teorici*, in "Quaderno AIAF" aprile 1998.

Aa.Vv., *Value creation in Italy*, IMI Sigeco Research Department 1997.

Aa.Vv., *Stern Stewart EVA roundtable*, in "Journal of Applied Corporate Finance" giugno 1994.

Aa.Vv., *Meeting the Value Challenge*, BCG Research Department, 1995.

Aa.Vv., *Shareholder Value Metrics*, BCG Research Department, 1996.

Bennet Stewart G., *The quest for value*, Harper Business 1991.

Bethel J.E., Liebeskind J., *The effects of ownership structure returns and the creation of value in restructuring*, in "Strategic management Journal" n. 14/93.

Bogert J.D., Byers S.S., Groth J.C., *Capital, economic returns and the creation of value*, in "Management Decision" n. 6/96.

Bowman E.H., Singh H., *Overview of corporate restructuring trends and consequences*, in Rock M.H., op. cit.

Brealey R.A., Myers S. C., *principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill Libri Italia, Milano, 1990,

Cenciarini R.A., *Ristrutturazione e crescita: le strategie adottate dalle imprese di successo*, Giuffrè editore, Milano, 1998.

Cenciarini R.A., Signorelli F., *EVA: modalità di calcolo e confronto con DCF*, SDA Bocconi, Milano, 1997.

Copeland T.E., Koller T., Murrin J., *Valuation. Measuring and managing the value of companies*, Jon Wiley & Sons Inc., New York, 1996.

Copeland T.E., Weston J.F., *Financial theory and corporate policy*, Addison-Wesley Publishing Company, New York, 1988.

Dalocchio M., *Finanza d'azienda*, EGEA, Milano, 1996.

Donna G., *Creare valore: la nuova sfida per le imprese*, in "Amministrazione finanza Oro" n. 4/97.

- Donna G., *Il bere aziendale si misura con il VEA*, in "L'impresa" n. 9/96.
- Fruhan W.E., *financial strategies. Studies in creation, transfer and destruction of shareholder value*, Homewood, 1979.
- Gibbs P.A., *Determinants of corporate restructuring: the relative importance of corporate governance, takeover threat and free cash flow*, in "Strategic Management Journal" n. 14/93.
- Guatri L., *La teoria di creazione del valore. Una via europea EGEA*, Milano, 1997.
- Guglielmi G., *Il rapporto tra EVA e DCF in "Osservatorio Americano"*, Milano, 1997.
- Jensen M.C., *Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeover*, in "American Economic Review" maggio 1986.
- Jovenitti P., *Il valore dell'impresa*, Pirola, Milano, 1990.
- Kaiser K., Stouraitis A., *Value creation through corporate restructuring: European divestitures*, in "European Management Journal" n. 2/95.
- Markides C., Singh H., *Corporate Restructuring: A symptom of poor governance or a solution to past managerial mistakes?*, in "European Management Journal" n. 3/97.
- McTaggart J.M., *The impact of restructuring on shareholder value*, in Rock M.H., op. cit.
- O'Byrne S.F., *EVA and market value*, in "Journal of applied corporate finance" n. 1/96.
- Peterson, Peterson, *Company performance and measures of Value Added*, Londra, 1996.
- Rappaport A., *La strategia di creazione del valore*, F. Aangeli, Milano, 1989.
- Reboaa M., *L'Economic value Added come strumento di valutazione delle strategie*, in "Rivista dei dottori commercialisti" n. 5/98.
- Rock M.L., Rock R.H., *Corporate restructuring: a guide to creating the premium valued company*, McGraw-Hill, New York, 1990.
- Rossi Cairo G., *Una rivoluzione culturale per le imprese italiane*, in "L'impresa" n. 9/96.
- Sicca L., *Creazione di valore, conoscenza e gestione delle crisi aziendali*, in "Finanza Marketing & produzione" n. 2/93.
- Spisni M., *Il disinvestimento come fonte di creazione e di valore*, in "Economia & Management" novembre 1990.
- Trecy M., Wieserma F., *La creazione di valore conquista il mercato*, in "Harvard Business Review" n. 2/94.
- Young D., *Economic Value Added: a primer for european managers*, in "European Management Journal" n. 4/97.