L'EVA (economic value added) come indicatore di creazione di valore aziendale

La presente scheda costituisce un'analisi preliminare sui principali e piu' utilizzati indicatori di creazione di valore aziendale. L'obiettivo di questa documentazione, di conseguenza, si individua nell'opportunità di fornire un riferimento di sintesi su una tematica tecnica, che riveste un importante aspetto nell'ambito del monitoraggio dei risultati della gestione aziendale.
La letteratura in materia è molto ricca, pertanto per ulteriori approfondimenti si rimanda alla bibliografia citata.

DEFINIZIONI

Modello di valutazione della creazione di valore economico di una strategia, di un'area d'affari, di una divisione, di un'azienda, elaborato per la prima volta dalla società newyorkese Stern & Stewart
L'EVA rappresenta una rielaborazione del concetto di sovraprofitto, sviluppata da Marshall: il risultato della gestione dell'azienda (della divisione, dell'area d'affari, etc.) alla quale si riferisce la misurazione, e' positiva solo se ha adeguatamente remunerato (ossia coerentemente con i rendimenti di mercato) il costo del capitale impiegato nella stessa gestione, introducendo cosi' il concetto di costo opportunita' attribuito al capitale di rischio che gli azionisti apportano all'azienda.

Solo se la redditivita' generata da quella forma di investimento e' superiore al rendimento di altre forme di investimento a parita' di rischio, allora lo stesso investimento e' legittimo ed in grado di creare valore economico nel tempo.

In realta' si tratta di apportare alcune rettifiche al conto economico ed allo stato patrimoniale per giungere ad una metodologia di calcolo simile e gia' consolidata nel mondo della finanza, quella della attualizzazione dei flussi di cassa attesi (DCF: discounted cash flow)

D'altronde il Management aziendale trova generalmente piu' agevole ragionare in termini di ROI e ROE, piuttosto che in termini di attualizzazione finanziaria, e l'EVA richiede infatti di comparare al reddito generato dalla gestione operativa, cioè caratteristica, (al quale vengono apportate alcune rettifiche), il costo del capitale impiegato nell'azienda.

Si ottiene cosi' per il Management un indicatore periodale di immediata comprensione e comparabilita' nel tempo, in grado di orientare le scelte di azioni strategiche (ristrutturazioni aziendali, definizione di joint venture, lancio nuovi prodotti, penetrazione nuovi mercati, adozioni di nuove tecnologie, etc.), verso la creazione di valore economico.

L'EVA si configura di conseguenza come un indicatore di creazione/distruzione di valore dell'azione strategica, depurando il reddito prodotto (che come si vedrà, in base ad una serie di rettifiche viene denominato NOPAT, Net Operating Income after taxes) da quella strategia o azione, riferita ad un dato periodo, dal costo del capitale impiegato nello stesso investimento.

Di conseguenza, l'EVA sembrerebbe porsi come alternativa alle piu' consolidate tecniche di misurazione di valore aziendale, come quella dell'attualizzazione dei flussi finanziari generati da un investimento (DCF: discounted cash flow); in realtà quest' ultima tecnica di misurazione, risultando piu' sofisticata, porta a risultati analoghi, pur essendo caratterizzata da maggior criticità nella sua esatta determinazione (ad es. il tasso di attualizzazione, l'esatta stima dei flussi generati), ma da una piu' precisa stima di creazione di valore economico.

L'immediatezza dell'EVA risulta per contro, specialmente in attivita' ad elevato impiego di capitale, piu' appezzabile anche in riferimento all'introduzione del *value based management* (*approccio gestionale che permette di allineare obiettivi,tecniche d'analisi e processi di gestione, focalizzando le decisioni del management verso l'identificazione dei principali fattori che guidano la creazione di valore.Si ha creazione di valore solo nel caso in cui il capitale investito sia remunerato con un tasso superiore al costo del capitale),* mentre l'attualizzazione dei flussi finanziari e' comunque una metodologia piu' rigorosa, in grado di evidenziare meglio, secondo la dottrina e la prassi, i *value drivers*, cioè i determinanti della creazione di valore.

Si puo' comunque affermare che l'EVA, sebbene presenti un importante grado d'arbitrarieta' derivante dalle rettifiche da apportare al NOPAT, si configura inoltre in maniera piu' appropriata rispetto al DCF, come uno strumento utile per i sistemi d'incentivazione dei managers e di comunicazione esterna

METODOLOGIE DI CALCOLO

EVA e' il risultato di quanto residua dal risultato operativo al netto di imposte figurative (NOPAT: net operating profit after taxes), sottraendo il costo del capitale (WACC: weighted average cost of capital) impiegato per la realizzazione di quel risultato operativo.

Al fine della sua esatta determinazione e' necessario determinare:

- risultato operativo: valore della produzione-costi operativi (derivanti dalla gestione caratteristica, esclusi cioè oneri \ proventi finanziari e straordinari)
- Quota di imposte da calcolare su questo risultato
- capitale impiegato relativamente alla produzione del suddetto risultato (da determinarsi esclusivamente per la quota da destinarsi alla produzione di quel risultato; cioe' occorre stimare un singolo stato patrimoniale per ad es. divisione, area d'affari, progetto, etc.)
- Costo medio ponderato di questo capitale impiegato (cioe' individuare le fonti finanziarie relative a quell'impiego di capitale, ed il loro costo medio ponderato,)
- Attribuzione di un costo figurativo al capitale proprio
- Coefficiente rischiosità del settore

Analizziamo nel dettaglio queste variabili:

- Risultato operativo: dal c.economico escludiamo oneri\proventi straordinari e finanziari, in piu' determiniamo le imposte figurative depurando il risultato da eventuali deducibilità \ riprese di tassazione
- Capitale impiegato: cioe' il totale attivo dello stato patrimoniale relativo, con le componenti piu' rilevanti e come sono influenzate dalla gestione aziendale: capitale fisso (investimenti) e capitale circolante (scorte, crediti e liquidità)
- Costo medio ponderato del capitale: cioè definizione del costo complessivo dei mezzi finanziari impiegati, relativamente alle singole fonti finanziarie: capitale proprio e capitale di debito.

Di conseguenza, dato un costo medio del capitale, a parità di condizioni, aumentando il capitale impiegato sotto forma di investimenti, senza aumentare in maniera piu' che progressiva il NOPAT, non creeremo EVA, e quindi valore economico, ma lo distruggeremo, almeno nel breve periodo.

Quest'ultima considerazione relativa al periodo e' molto importante, ed introduce la tematica del ciclo di vita dell'offerta e lo stato della domanda. A tale proposito occorre considerare che e' sempre necessario verificare l'obiettivo strategico alla base del quale sta una valutazione, definire il contesto degli scenari di riferimento e di conseguenza interpretare i risultati . Se ad esempio il vincolo aziendale e' un mantenimento di quote di mercato in un business maturo, il calcolo dell' EVA, è sicuramente significativo di creazione di valore economico.

Se viceversa ci trovassimo in un business in forte espansione e l'obiettivo e' la crescita (tipicamente, in questi casi, vi è tendenza all'aumento del capitale sotto forma di investimenti e di circolante – in particolare crediti e scorte-) cio' non potra' prescindere da tensioni sui flussi finanziari, e l'EVA del periodo potra' essere decrescente (indicando quindi una "distruzione" di valore), ma non essere necessariamente significativo di creazione di valore economico assoluto di medio periodo.

Analizziamo per un attimo le principali fonti finanziarie che determinano il costo del capitale (che ai fini del calcolo dovrà essere medio ponderato, WACC):

- Fonti finanziarie a breve (tipicamente indebitamenti bancari :aperture di c/c, sconto di fatture)
- Fonti finanziarie a medio-lungo termine (tipicamente mutui, finanziamenti a m\l termine, TFR)
- Debiti vs gli azionisti (consolidati quelli di capitale sociale e\o entro l'anno sotto forma di utile da distribuire)
- Capitale di rischio impiegato dagli azionisti nell'azienda (al quale occorre attribuire un costo "figurativo", il quale tenga conto tra l'altro anche della rischiosità del settore di riferimento)

Nell'ambito degli indicatori di performance aziendale, l'EVA trae origine da una evoluzione dell'interpretazione economico/finanziaria in chiave gestionale dei risultati contabili, resa possibile da tecniche di rettifica ed interpretazione direzionale della contabilità, trasformando questi risultati in indicatori strategici a supporto del Management. Questa evoluzione è caratterizzata, secondo la dottrina, nelle seguenti fasi:

1. Fase della normalizzazione: eliminazione degli effetti distorsivi delle politiche di bilancio; il risultato è il RN (reddito normalizzato)
2. Fase della integrazione: ricerca di strumenti in grado di esprimere le variazioni dello stock di beni immateriali, e delle plus e minusvalenze inespresse nei conti. Ciò conduce ad esprimere il REI (Risultato economico integrato)
3. Fase della depurazione: il risultato contabile del periodo viene depurato dal costo di tutti i capitali investiti per la produzione del risultato; in tal modo viene espresso il RR (reddito residuale). Nell'ambito di quest'ultima fase si inquadra l'EVA: partendo dal risultato contabile, infatti, e procedendo attraverso articolate ed eterogenee integrazioni, in parte economiche ed in parte finanziarie, tendenti ad avvicinare flussi di reddito a flussi di cassa, si ottiene una misura di creazione del valore aziendale nel periodo di riferimento

RETTIFICHE PER IL CALCOLO DELL'EVA

In estrema sintesi, ai fini del calcolo dell'EVA, i valori contabili sono sottoposti a tre tipi di rettifiche:

1. occorre rendere omogenei i termini di confronto per il calcolo dell' EVA, depurando il NOPAT da componenti reddituali di natura finanziaria (ad es. gli interessi passivi impliciti nei costi operativi), presenti nel risultato operativo
2. è necessario assicurare coerenza tra elementi inclusi nel capitale investito e la misura del NOPAT impiegata per il calcolo del rendimento (ad es. accantonamenti a fondi rettificativi dell'attivo)
3. ripartizione dei risultati tra gli esercizi (ad es. per i costi di R&S sostenuti nell'anno che porteranno beneficio negli anni successivi, occorre imputare una quota di costo per gli anni di riferimento, tramite capitalizzazione degli stessi costi)

UN ESEMPIO NUMERICO PER IL CALCOLO DELL'EVA

Due aziende Alfa e Beta producono lo stesso risultato:

	Azienda ALFA	Azienda BETA
Fatturato	1100	1100
Costi operativi	900	900
Reddito operativo	200	200
Imposte (carico fiscale medio)	100	100
NOPAT*	100	100

*NOPAT: per semplicità il suo valore si assume pari al risultato operativo al netto di imposte; in realtà, come abbiamo visto, per il suo calcolo sono necessarie una serie di importanti rettifiche contabili

Calcoliamo l'EVA per verificare quale delle 2 aziende è gestita meglio nell'ottica di creazione di valore aziendale. Supponiamo inoltre che tutte e due abbiano lo stesso costo medio ponderato del capitale (WACC: 10%), ma anche in presenza di una medesima struttura finanziaria e di un medesimo costo di capitale, i livelli di efficienza nell'investimento di capitale, potranno essere differenti.

Ed infatti:

	Azienda ALFA	Azienda BETA
Capitale operativo investito	800	1250
WACC	10%	10%
Costo per impiego capitale	80	125

Dal momento che il finanziamento del capitale impiegato per la gestione operativa ha un costo, analizziamo la creazione / distruzione di valore aziendale del periodo:

	Azienda ALFA	Azienda BETA
NOPAT	100	100
WACC x Capitale investito	80	125
EVA (Nopat-(WACC x Capitale)	20	-25

L'azienda ALFA quindi, essendo piu' efficiente nell' impiego di capitale, a parità di risultato contabile, avrà un' indice positivo di creazione di valore economico nel periodo di riferimento.

Questa analisi trae proprio spunto dalla considerazione che produrre un determinato reddito, in base ad un'azione strategica, è necessario impiegare un capitale, sotto forma di investimento, che presenta un costo, che rapportato al risultato conseguito, ci esplicita la vera creazione di valore economico nel periodo.

In alternativa per il calcolo dell'EVA è possibile moltiplicare il capitale per la differenza esistente tra redditività del capitale operativo investito (una specie di ROI) ed il costo medio ponderato dello stesso capitale (rappresentato dal costo ponderato delle fonti finanziarie), e di conseguenza:

EVA= (ROI rettificato – WACC) x CAPITALE OPERATIVO INVESTITO

E quindi:

EVA= (12,5% – 10%) x 800 = 20 (per l'azienda ALFA)
EVA= (8% - 10%) x 1250 = -25 (per l'azienda BETA)

Il ragionamento è quindi il seguente: ogni lira di capitale investito, con questo livello di efficienza, rende il 12,5% (8% per BETA); il costo necessario a finanziare questa lira è pari al 10% (per entrambe le aziende), il valore economico creato nel periodo è pari alla loro differenza (che rappresenta il guadagno del periodo) per l'investimento effettuato.

ALTRI INDICATORI DI PERFORMANCE: Alcuni cenni

DCFA: discounted cash-flow analysis

Tecnica consolidata nel mondo della finanza, identifica la creazione di valore nelle aspettative di flussi finanziari nel periodo di riferimento; tali flussi devono essere attualizzati ad un tasso che riflette una serie di valori: tasso di rendimento di un investimento "normale" a rischio zero, tasso di inflazione attesa nel periodo,

ulteriore percentuale rappresentativa del "premio" di rischiosità atteso dall'investimento di capitale nello specifico settore di riferimento.

La stima dei flussi di cassa viene generalmente conteggiata, calcolando le aspettative di profitto attese, incrementandolo di ammortamenti ed accantonamenti, variazioni in aumento di debiti e al netto di variazioni in diminuzione di scorte e crediti.

La stessa tecnica è generalmente utilizzata al fine di procedere a valutazioni d'azienda o divisioni, contemporaneamente a verifiche di valore miste reddituali e patrimoniali.

Mentre è scarsamente utilizzata come sistema di incentivazione del top management (per la quale l'EVA risulta per contro piu' adeguata e di piu' immediata comprensione), la massimizzazione dei flussi finanziari aziendali è considerata come la piu' adeguata creazione di valore aziendale e viene utilizzata come metodologia di copertura da "scalate" ostili.

MVA: market value added

E' un parametro che proviene dal mercato borsistico e sintetizza la stima della performance futura dell'impresa sulla base delle aspettative di mercato

Il calcolo di riferimento per il MVA è dato dalla differenza tra la capitalizzazione di borsa ed il valore del patrimonio netto aziendale, derivante dai "libri" aziendali, depurato da distorsioni contabili

Se l'MVA è positivo, esso rappresenta il maggior valore che gli azionisti possiedono rispetto all'investimento realmente effettuato

L'MVA dipende da molteplici fattori indicativi delle aspettative di creazione di valore dell'azienda, inerenti ad esempio gli "intangible assets" aziendali (ad es. Know-how tecnologici, una consolidata qualità della relazione intrattenuta con i clienti, etc.), i valori di "goodwill" conseguenti (aspettative di reddito, sviluppo, etc.). Naturalmente tale valore, attribuito dal mercato, è inoltre fortemente influenzato (e di conseguenza abbastanza variabile) dalle dinamiche congiunturali e dagli effetti della globalizzazione dei mercati finanziari.

WORKING CAPITAL PRODUCTIVITY

WCP e' una ulteriore misura di performance che rappresenta la produttività del capitale circolante; tale indicatore, misurato rapportando il flusso di capitale circolante netto al volume d'affari generato nel periodo, viene generalmente utilizzato come indicatore di efficienza dell'impatto derivante da specifiche azioni strategico-organizzative tipo BPR, introduzione di sistemi produttivi tipo "just in time", "flexible manufacturing system", ed altri riassetti organizzativi di orientamento ai processi.

Di conseguenza quantifica in termini gestionali economico/finanziari, l'impatto derivante dal miglioramento dei tempi di processo (ad es. riduzione tempo del processo "order to cash" da 8 a 5 settimane), misurando l'impiego di capitale d'esercizio in rapporto ai volumi di fatturato; proprio questa relazione tra richieste di capitale e volumi, rende l'indicatore interessante non in valore assoluto, ma analizzando il suo valore nel tempo e rispetto ai concorrenti.

In sostanza la considerazione sull'efficienza si basa sul fatto che, a parità di volumi, vi sia un minor impiego di capitale d'esercizio, misurato sotto forma di capitale circolante netto (crediti, valore di magazzino, al netto di debiti); piu' il valore del rapporto (CCN/F) è inferiore e maggiore è la produttività del capitale e la creazione di valore aziendale. L'ottimizzazione del rapporto si basa proprio su un'idonea gestione delle scorte, tramite un'attenta previsione di ordini e tempi di lavorazione, e su di un'accurata gestione dei tempi di incasso crediti e pagamento debiti.

Questo stesso indicatore, secondo le maggiori società di consulenza, si configura inoltre come un ottimo "tool" per la comunicazione tra management ed azionisti su come i programmi aziendali di ristrutturazione organizzativa (ad es. orientamento a processi) contribuiscano alla creazione di valore aziendale.

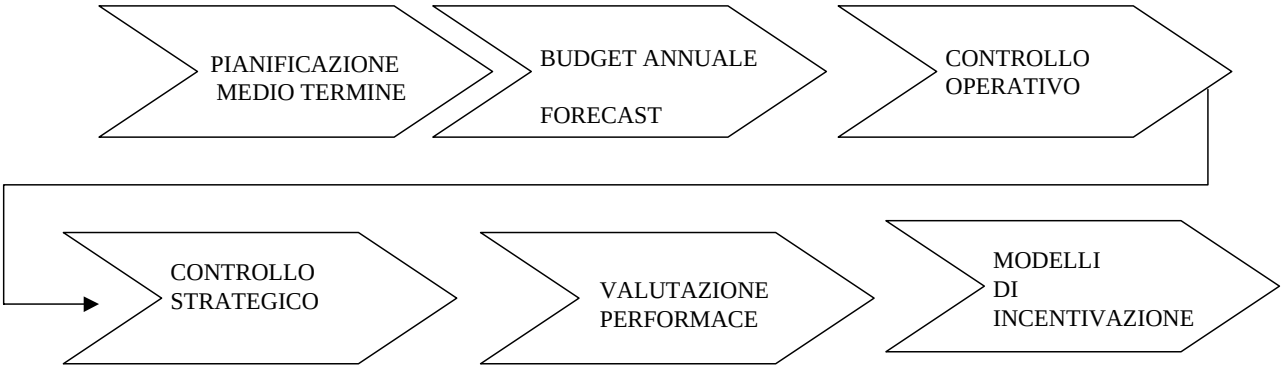
Dr G. Cuccaro

CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

Gli indicatori di performance costituiscono uno strumento fondamentale per il controllo direzionale secondo la logica della creazione di valore; in tale ambito l'EVA, costituisce un'indice periodale di immediata comprensione. Per una sua esatta interpretazione, è comunque in ogni caso necessario considerare l'EVA in base a obiettivi strategici, contesto ambientale e settoriale di riferimento, cicli di vita dell'offerta e stato della domanda.

Ciò che è importante sottolineare comunque è che l'introduzione di parametri di performance mesurement quali l'EVA, costituiscono un importante requisito per il controllo della gestione del valore, che però deve presupporre, a livello aziendale, orientamento al miglioramento continuo, autonomia decisionale ed integrazione interfunzionale, il tutto associato alla definizione di un processo di pianificazione e controllo a livello "corporate" ed alla centralizzazione della valutazione degli investimenti.

Di conseguenza, entrando per un attimo nel dettaglio, il processo di gestione della creazione di valore dovrebbe essere incentrato sui seguenti sottoprocessi integrati ed interdipendenti tra loro:



Ed infatti la logica della creazione del valore, se accettata e condivisa a livello aziendale, comporta l'adozione di un sistema di pianificazione e controllo in grado di coordinare, in un quadro coerente, le scelte strategiche adottate ai vari livelli divisionali.

Il processo di creazione del valore, descritto precedentemente nelle linee generali, identifica a livello previsionale i "value drivers", le opportunità di creazione di valore, e le azioni necessarie al loro conseguimento. Il tutto in base ad un quadro strategico di riferimento –il budget annuale- che individua nel dettaglio obiettivi ed azioni previste nel periodo.

Il consuntivo mensile consente di verificare obiettivi con risultati ottenuti, attivando il processo di controllo operativo che permette gli aggiustamenti necessari, parallelamente al controllo strategico che, monitorizzando le mutate condizioni e gli scenari di riferimento, consente la revisione e la definizione di nuove azioni strategiche, al fine di riallineare la situazione corrente agli obiettivi iniziali. Il processo di valutazione delle performance identifica, coerentemente rispetto alla creazione di valore, per i vari livelli aziendali, i parametri piu' significativi ai fini dell'applicazione degli strumenti di incentivazione dei managers.

Dr G. Cuccaro

La metodologia dell'EVA dunque, insieme ad altri indicatori di performance, appare come uno strumento di monitoraggio necessario all'impostazione degli obiettivi strategici del Management verso la creazione e la gestione del valore economico aziendale. Gli unici limiti risultano nell'eventuale inadeguata interpretazione di tali indicatori, che debbono essere associati al contesto organizzativo interno, alle dinamiche competitive ed in generale agli scenari di riferimento aziendale.

BIBLIOGRAFIA:

Stern & Stuart: La creazione di valore aziendale
L.Guatri: Trattato sulla valutazione d'aziende
Harward Business Review, May 1995: "Option approach to Capital Investment", "Performance Mesurement"
Harward Business Review, January 1992: "The balanced Scorecard- Measure that drive performance" – R.S.Kaplan, D.P.Norton
A.Rappaport: "La strategia del Valore"
Copeland, Murrins, McKinsey: Il Valore dell'impresa
G.Guglielmi : Osservatorio Americano, Il rapporto tra Eva e Dcf