



Giuseppe D'Elia

Studio Palmeri Commercialisti
Associati

La Valutazione Delle Aziende Con Il Metodo EVA



Alessandro Tentoni

Studio Palmeri Commercialisti
Associati

1. Caratteri del metodo valutativo

Una risposta al tema della valutazione di complessi aziendali può essere attendibilmente fornita con il procedimento coniato negli anni '90 dalla società di revisione americana "Stern Stewart & CO."

L'Economic Value Added (EVA) o Discounted Economic Profit rappresenta, infatti, un metodo misto patrimoniale-reddituale, dunque particolarmente apprezzato dalla prassi professionale per la sua completezza di analisi, focalizzata tanto sulla struttura del capitale investito alla data di riferimento della stima quanto sulla redditività prospettica¹. Inoltre si caratterizza per la prospettiva *asset side*, pervenendo così alla stima non del capitale proprio ma dell'attivo aziendale - al netto delle

passività di funzionamento – indistintamente riferibile a fonti interne ed esterne e che pertanto richiede, per circoscrivere l'Equity Value, la deduzione dei debiti finanziari.

La prassi professionale traduce poi questa conversione dall'Enterprise Value individuando la grandezza da scomputare (o da aggiungere, a questo punto) nella posizione finanziaria netta (PFN), quale somma algebrica di poste attive e passive di natura finanziaria, definendo così una valutazione dei mezzi propri riferibili strettamente al ciclo acquisti-produzione-vendita.

Tre, o due, sono gli elementi da sommare algebricamente per ricostruire il Firm Value, misura al lordo della PFN come appena segnalato:

$$CI \pm \sum_{1,2,3} \frac{EVA}{(1+WACC)^{1,2,3}} \pm \frac{TV}{(1+WACC)^4}$$

1. Secondo A. Cecchetto, *Valutazione d'azienda, metodologie a confronto*, in *Rivista Strategia Finanza e Controllo* n. 3 del 2014, il criterio in esame è particolarmente apprezzato nelle valutazioni propedeutiche alla quotazione di borsa, ma anche adatto - nel suo genere di metodo misto - alle perizie di rivalutazione ai fini fiscali delle quote o azioni detenute dalle persone fisiche, più volte riproposta dalla normativa tributaria.

M. Lacchini e R. Trequattrini, *La valutazione delle aziende coinvolte nelle procedure di amministrazione straordinaria ex d.lgs. 270/1999: profili caratteristici e proposte innovative*, in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale*, Marzo-Aprile 2003, pagg. 151 e segg., ne estendono l'interesse in ambito di imprese coinvolte in processi di risanamento nelle procedure concorsuali, come l'amministrazione straordinaria.

con il CI che corrisponde al capitale investito nell'impresa quale differenza tra l'attivo e il passivo di funzionamento, gli EVA che rappresentano il plusvalore o minusvalore del reddito operativo, al netto delle corrispondenti imposte dirette, sul rendimento ponderato delle fonti interne ed esterne (*wacc, weighted average cost of capital*), per un certo numero di periodi annuali successivi alla data di riferimento della valutazione e da scontare quindi con utilizzo dello stesso parametro *wacc*, e il Terminal Value - calcolato con lo stesso approccio - qualora l'orizzonte temporale della redditività differenziale venga reputato illimitato, con ogni corrispondente riflessione sulla continuità aziendale.

Il valore terminale partecipa quindi alla determinazione dell'Enterprise Value solo nel caso la prospettiva reddituale di calcolo risulti con tempo indeterminato.

Questa scelta dipende dalle considerazioni concernenti il requisito della vitalità dell'impresa, come poc'anzi precisato, e la persistenza nel lungo termine dei fattori promotori del plusvalore o minusvalore operativo.

Dovrebbe risultare evidente il parallelismo con la diffusa metodologia della stima autonoma dell'avviamento, nel quale tuttavia oltre al diverso approccio *equity side* il differenziale positivo o negativo deriva da una misura normalizzata costante del reddito netto, confrontata con la remunerazione figurativa del capitale proprio, supposta per un certo numero di anni o con durata illimitata.

Ancor più vicina l'impostazione del meno applicato Discounted Abnormal Earnings o Residual Income Method, che rispetto al criterio della stima autonoma dell'avviamento propone per ciascuna annualità dell'arco temporale individuato autonomi flussi reddituali e rendimenti dei mezzi propri, secondo la seguente formula:

$$K \pm \sum_{1,2,3,..} \frac{\text{Goodwill o Badwill}}{(1+i)^{1,2,3,..}} \pm \frac{G o B}{i}$$

dove ciascun avviamento positivo o negativo annuale, sommati al capitale proprio (K), corrisponde all'eccedenza o alla carenza dei rispettivi risultati netti d'esercizio rispetto alla remunerazione virtuale del patrimonio netto, da scontare alla data di riferimento con un tasso espressivo della rischiosità del margine (i) e calcolato per un numero di periodi definito o, con il rapporto finale Avviamento/i indicativo di un Terminal Value, indefinito.

Risulta quindi evidente che, in questa famiglia dei metodi misti, il valore aziendale oltre che dipendere dal capitale investito si concretizza in presenza di una configurazione del profitto, rappresentata da una redditività che, per un certo numero di anni o a tempo indeterminato, remunera anche il fattore figurativo relativo al rendimento teorico attribuibile ai mezzi propri. Come noto, inoltre, l'entità dell'"extra-reddito" dovrebbe altresì assorbire ulteriori oneri figurativi quali il salario direzionale dell'imprenditore e, nel caso di utilizzo nell'impresa di fabbricati personali a titoli gratuito, il fitto di mercato non corrisposto. In entrambi i casi si tratta tuttavia, perlomeno nelle imprese societarie, di costi in genere con una manifestazione monetaria e quindi contabilizzati, così rispettivamente da retribuire l'opera degli amministratori e lo specifico flusso spettante al socio proprietario dell'immobile concesso.

In particolare, poi, l'EVA data la sua vocazione di metodo *unlevered* pone in luce la profittabilità operativa, confrontando il reddito caratteristico al netto della relativa imposizione diretta (NOPAT, Net Operating Profit After Tax) con il rendimento ponderato delle fonti finanziarie, di terzi (remunerazione esplicita) e proprie (remunerazione figurativa).

In questo modo risalta dunque la forza reddituale della gestione corrente dell'impresa, manifestazione principale del suo successo così come del suo valore economico, in rapporto alle risorse spettanti al ceto dei finanziatori del ciclo produttivo. Per certi versi, inoltre, un'analisi sull'altezza del profitto al netto

dell'effetto fiscale in ottica asset side prescinde proprio dalle modalità di raccolta delle fonti finanziarie, anche se poi i flussi calcolati con il wacc - determinanti per segnalare l'eventuale *surplus* o *minus* operativo – dipendono evidentemente dalla composizione della struttura patrimoniale passiva, con la diversa dinamica dei rispettivi rendimenti, esplicito o figurativo.

Va notato che, come in tutti i metodi incentrati sul profitto, per accertare la creazione del valore di origine gestionale non è sufficiente raggiungere una pur soddisfacente *performance* reddituale, in questo caso operativa, bensì superare il rendimento di mercato spettante o atteso dai finanziatori.

Quindi un'impresa con un EVA negativo, legato all'insufficienza di un risultato caratteristico pur positivo - al netto dell'effetto fiscale - rispetto all'onerosità della complessiva area finanziaria, distrugge parte del capitale economico attribuibile ai mezzi investiti.

Peraltro qualsiasi procedimento estimativo utilizzato per la valutazione d'azienda dovrebbe convergere sul medesimo risultato, a parità di *assumptions* adottate.

Si pensi infatti, per quanto concerne i metodi basati su grandezze patrimoniali e reddituali, alle relazioni esistenti tra capitale investito netto e risultato economico, legati da un certo tasso espressivo della rischiosità dell'attività esercitata, per cui fissando tali parametri l'esito dei vari procedimenti è uniforme.

Ad esempio, nel criterio reddituale semplice definito dalla formula R/i , un livello di reddito netto insufficiente a remunerare anche i mezzi propri esprimerà un valore economico contenuto, con aspettative inferiori alla stima con il patrimoniale semplice, coerentemente con il risultato atteso in caso di applicazione dell'EVA avendo poc'anzi commentato il

parziale depauperamento del capitale economico associato agli investimenti patrimoniali netti rilevabile in un tale scenario, tanto più consistente quanto più ampio risulti l'orizzonte temporale prescelto.

L'omogeneità metodologica è riscontrabile anche nei confronti dell'approccio finanziario, purché ovviamente vi sia corrispondenza nel breve periodo tra flussi economici e *cash-flow*².

Si passa ora a un'analisi più specifica di ciascun elemento presente nella formula del criterio valutativo in esame.

2. Gli elementi costitutivi: il Capitale Investito

La stima del capitale investito al lordo dei debiti finanziari o della posizione finanziaria netta, caratteristica nei procedimenti misti, pone un primo addendo della composizione del valore economico.

Occorre quindi distinguere nella struttura del passivo le poste che concorrono alla determinazione della stima patrimoniale da quelle, di origine finanziaria, che verranno scomutate nel successivo momento del passaggio dal Firm Value all'Equity Value.

Qualche incertezza potrebbero ingenerare elementi quali il Fondo Trattamento di fine rapporto.

In generale la soluzione dovrebbe considerare se la posizione debitoria, ancorché incerta nel momento di effettiva esigibilità, dipenda da un'immissione di mezzi monetari dall'esterno - con obbligo di restituzione – o meno.

Si è dato nella pratica un caso, considerabile piuttosto spinoso in questa sede, di un consistente debito di una società verso fornitori, dunque incluso del capitale investito, rilevato dai soci e tramutato quindi in

2 Per una dimostrazione analitica di tale assunto si rinvia a M. Romano e M. Taliento, Economic Value Added (E.V.A.) e Unlevered Discounted Cash Flow (U.D.C.F.) nella valutazione delle aziende, in Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale, Luglio-Agosto 2002, pagg. 354 e segg.

passività di tipo finanziario, senza peraltro la liberazione dall'originario creditore. In chiave sostanziale si sarebbe forse potuto interpretare a seconda delle previsioni formulabili sull'esatto adempimento, previsto in forma rateale, nei confronti del fornitore cedente il credito, con la conseguente liberazione della società debitrice e pacifica qualificazione del rapporto, in tal caso, in aderenza alla sopravvenuta natura finanziaria.

La particolarità della stima del capitale investito, quale primo addendo della formula del metodo in esame, risiede nel riferimento alla sua configurazione contabile, salvo una serie di rettifiche proposte dal suo ideatore al fine di eliminare possibili distorsioni, rispetto ad una misura equa e neutra dal punto di vista economico, ingenerate dalla seppur corretta applicazione dei criteri legali delle valutazioni di bilancio.

Si può infatti constatare che per alcuni elementi patrimoniali attivi e passivi le norme civilistiche, così come integrate e interpretate dai principi contabili, conducono a valutazioni impostate – più di altro - su canoni di marcata prudenza, nel rispetto invero dello specifico principio redazionale sancito dall'art. 2423 bis comma 1 n. 1) del codice civile, ma rischiando di favorire una sottostima dei reali mezzi impiegati nell'impresa.

A ciò si aggiunga, in alcuni casi, il ricorso a non sempre inappuntabili politiche di bilancio orientate da determinati interessi o a scelte valutative piegate a convenienze di tipo fiscale.

Ad esempio, in presenza di beni in *leasing* il metodo di contabilizzazione finanziario, al momento non applicabile in Italia salvo richiamo in nota integrativa, risulterebbe più rappresentativo della sostanziale acquisizione del fattore produttivo perfezionata con il contratto, ancorché in formale locazione, rispetto a quello patrimoniale di rilevazione del costo per i

canoni al conto economico, con conseguente sottovalutazione della struttura del capitale disponibile³. La visione di natura finanziaria dell'operazione potrebbe poi essere tradotta contabilmente in diversi modi: iscrivendo nell'attivo il valore corrente iniziale del bene, riportato nel contratto, al netto delle quote di ammortamento maturate, o attualizzando le rate complessive e il prezzo di riscatto, mentre nel passivo si potrebbe collocare lo sconto delle somme residue da corrispondere al locatore o un controvalore in linea capitale al netto degli interessi passivi.

Sulla stessa falsariga si pongono un gruppo di rettifiche del capitale investito tese all'emersione di valori attivi per investimenti rilevati come costi d'esercizio, in quanto reputati prudenzialmente privi di sufficiente fecondità pluriennale.

Si può richiamare il caso di una differenza emersa a seguito di un'operazione straordinaria di acquisizione, laddove un corrispettivo pagato – in denaro nella cessione, in quote o azioni nella fusione, scissione o conferimento – superiore al patrimonio netto contabile acquisito può segnalare un mero "cattivo affare" o un effettivo plusvalore del complesso aziendale ricevuto, che se riferibile genericamente alle potenzialità reddituali prospettiche dovrebbe attribuire a quel pagamento una natura di avviamento positivo inespresso.

Ancora, la mancata capitalizzazione di oneri pluriennali quali, tra gli altri, i costi di sviluppo, potrebbe anche essere rispettosa dei rinnovati e rigorosi requisiti richiesti dall'OIC 24, o magari assecondare il parere negativo formulato ai sensi dell'art. 2426 n. 5) c.c. dall'organo di controllo, ma non dimostrare in tutto o in parte le fondate aspettative di ritorni economici dovuti ai vantaggi competitivi procurati dai risultati tecnici conseguiti.

Le stesse rimanenze finali di magazzino, per i beni

3 La rettifica viene autorevolmente sostenuta da M. Reboa, L'Economic Value Added (EVA) come strumento di valutazione delle strategie, in Rivista dei Dottori Commercialisti, 1998, pagg. 741 e segg..

fungibili, potrebbero se iscritte con il metodo LIFO nascondere delle sacche di valore per un trend crescente dei prezzi di acquisto, ad esempio anche a causa di calamità e contingentamenti a livello macroeconomico o settoriale, recuperabili invece con la rilevazione mediante il più neutrale metodo della media ponderata.

Anche dal lato del passivo è possibile rinvenire poste, in questo caso sopravvalutate, che comprimano la misura equa del capitale investito.

Si tratta quindi di fondi che risultano iscritti, o valutati, con eccessiva enfasi della prudenza, come per accantonamenti a rischi su crediti determinati in modo sintetico e senza considerare adeguatamente tutte le possibili prospettive di incasso, diretto o attraverso cessione del credito, specie nei confronti di clienti in procedura concorsuale.

Altro esempio potrebbe essere rappresentato dal fondo obsolescenza relativo ad una parte del magazzino, qualora altre tipologie di giacenze risultino invece realizzabili, direttamente o con l'impiego nel processo produttivo, in modo più conveniente rispetto al valore di iscrizione contabile, con sostanziale compensazione dei due effetti.

Particolare attenzione dev'essere in quest'ambito riposta al fondo imposte differite, che talvolta potrebbe essere stimato con automatismi che disattendono le possibili economie di aliquota previste dalle specifiche normative sui riallineamenti degli importi fiscalmente da riconoscere.

E' altresì frequente il caso dei fondi rischi per contenziosi, anche in materia tributaria, che richiedono una disamina il più possibile asettica e approfondita delle ragioni favorevoli e sfavorevoli a sostegno di una valutazione, in questa sede, improntata esclu-

sivamente ad una significativa e documentata probabilità di soccombenza, e non magari per malcelati timori dell'organo amministrativo o di controllo.

Alcune voci in dottrina sostengono che il capitale investito si debba esprimere a valori correnti⁴, orientati quindi alla redditività futura idealmente associabile a ciascun *asset*, approccio già seguito per la definizione della componente patrimoniale degli altri metodi misti più conosciuti.

Certo è che le rettifiche contabili da apportare al capitale investito nel procedimento in esame tendono ad avvicinare la grandezza ad una configurazione corrente, limando quelle distorsioni valutative che discostano le varie poste attive e passive da una misura il più possibile equa e priva di condizionamenti operati dal redattore del bilancio.

Tuttavia le due alternative potrebbero in alcuni casi non condurre allo stesso risultato del capitale investito, in quanto la misurazione patrimoniale in termini correnti manifesta in senso aziendalistico l'attitudine ad una certa redditività prospettica che promana dalla combinazione produttiva, mentre il patrimonio investito rettificato dell'EVA risulta comunque fondato sui principi valutativi legali, applicati in modo neutro e corretto.

Altro aspetto da considerare è che, nel metodo in esame, i mezzi investiti rilevano nella consistenza ad inizio periodo⁵, che per l'EVA della prima annualità prospettica coincide quindi con la data di riferimento della valutazione.

Se, ad esempio, viene stimata un'impresa alla data del 30/04/2020, il capitale impiegato si valuta a quell'epoca, mentre il primo Eva da determinare interessa l'intervallo 01/05/2020-30/04/2021.

4 Così M. Lacchini e R. Trequattrini, *op. cit.*.

5 Così anche M. Romano e M. Taliento, *op. cit.*, nota 9 con ulteriori riferimenti.

In questo modo è delineato esattamente il perimetro degli investimenti che ha consentito lo sviluppo, attraverso l'attività gestionale, dei flussi reddituali caratterizzanti il periodo susseguente.

3. Gli elementi costitutivi: il Market Value Added (MVA)

L'analisi delle componenti algebriche del procedimento consente di enucleare il valore economico generato o dissipato dall'attività aziendale, che incrementa o decrementa lo stock iniziale di capitale investito.

La denominazione riportata nel titolo del paragrafo si attaglia evidentemente all'ipotesi positiva, che segna quanto il mercato è indotto a riconoscere all'imprenditore come premio per le performances conseguite dalla sua attività.

La formula che ben evidenzia questo eventuale plusvalore è la seguente:

$$MVA = \sum_{1,2,3} \frac{(Nopat - Wacc \times CI)}{(1 + Wacc)^{1,2,3}} = \frac{EVA}{(1 + Wacc)^{1,2,3}}$$

Il MVA è dunque, se positivo, un *surplus* rispetto alla stima del capitale che orienta la maggiorazione del prezzo di scambio dell'azienda, anche nell'ambito di operazioni straordinarie palesandosi in quote o azioni, o dei corsi di borsa in caso di quotazione.

Per potersi concretizzare in valori di negoziazione dovrebbe, una volta realizzato dall'impresa, essere determinato in modo attendibile e comunicato con trasparenza agli *stakeholders* interessati, nella consapevolezza tuttavia degli altri fattori che possono influenzare l'effettivo corrispettivo, di frequente relativi alla strategia dell'acquisizione e alla forza contrattuale delle parti.

Se si reputa che il differenziale economico sia giustificabile nel medio-lungo termine, il MVA comprenderà quindi

anche il Terminal Value, su cui ci si soffermerà più avanti. Il primo e più rilevante parametro che concorre alla determinazione del margine di mercato è il Nopat.

Infatti questa grandezza segnala la corrente di reddito realizzata dall'attività istituzionale dell'azienda depurata dal corrispondente carico fiscale, apprezzato sulla base delle vigenti aliquote in rapporto alla prevista base imponibile, senza considerare quindi i beni e le gestioni accessorie che dovrebbero tradursi in valori autonomi patrimoniali come surplus asset nonché i flussi dell'area finanziaria, ed informa così sulla capacità dell'impresa di agire con una convenienza economica.

Trattandosi del risultato generato dai mezzi produttivi, che contribuiscono al valore economico nel capitale investito, anche il Nopat è basato sui saldi contabili, estrapolabili per ciascuno degli esercizi dell'arco temporale prescelto, interessati dalle correlate rettifiche - apportate a livello patrimoniale nel rispetto dell'attendibilità in senso aziendale dei valori - sopra esaminate. Di conseguenza, se il capitale investito fosse stimato

in termini correnti anche il corrispondente flusso reddituale dovrebbe essere metodologicamente determinato secondo le previsioni formulate nei programmi aziendali, richiamando a questo proposito la possibile convergenza nel concreto tra le due impostazioni.

Il wacc assume, soprattutto nell'attuale contesto, un ruolo meno preminente nella determinazione dell'EVA e, quindi, del MVA.

Infatti da tempo il livello dei tassi dei finanziamenti concessi dalle istituzioni finanziarie è piuttosto contenuto, e la circostanza si riflette anche sulla componente priva di rischio del saggio di rendimento nozionale del capitale proprio, aumentata poi dagli *spread* per la rischiosità macroeconomica, settoriale e aziendale. Inoltre l'onerosità dei debiti si deve vagliare al net-

to del risparmio fiscale indotto dalla deduzione riconosciuta, nel rispetto della vigente normativa⁶. Le due forme di remunerazione, esplicita e implicita, delle fonti esterne e interne si applicano in genere alle due categorie nella effettiva composizione complementare risultante dalla contabilità, ma risulterebbe accettabile anche il riferimento alle percentuali medie del settore o, ancora, agli obiettivi *target* prefissati nel *budget* patrimoniale⁷.

Non è poi pacifico che all'aumento della quota dei mezzi di terzi corrisponda, mediante una presumibile riduzione del *wacc* a tutto vantaggio dell'EVA, un maggiore valore aziendale, in quanto trattandosi di un metodo *asset side* dall'Enterprise Value si deve in ultima analisi scomputare, come sopra evidenziato, proprio l'ammontare dei debiti finanziari, anche se nell'ambito della PFN.

Il rendimento ponderato delle fonti viene poi utilizzato anche per lo sconto finanziario di ciascun EVA alla data di riferimento della valutazione⁸. Da notare che, nelle metodiche similari contraddistinte dal calcolo di un margine di profitto, il tasso di remunerazione nozionale del capitale netto risulta in genere inferiore rispetto al saggio di attualizzazione, che si ritiene gravato da una più elevata alea conseguente alla difficoltà nell'ottenimento del risultato profittevole rispetto alle

sole aspettative di utile dell'investitore proprietario. Il capitale investito, a cui si applica il *wacc*, viene già determinato quale primo elemento del criterio in analisi, secondo le modalità già commentate. Si noti tuttavia che non si tratta, in questa fase, di una grandezza con effetti necessariamente deprimenti sul valore aziendale, osservata la diretta ripercussione sull'onerosità complessiva delle fonti, che riduce l'EVA.

Il differenziale ($\text{Nopat} - \text{wacc} \times \text{CI}$) può essere infatti convertito sostituendo il primo addendo del reddito operativo al netto delle imposte con il rendimento corrispondente (r) del capitale investito, in analogia al ROI che rapporta il risultato caratteristico agli impieghi.

Si avrà così ($r \times \text{CI} - \text{wacc} \times \text{CI}$), che può agevolmente esprimersi in $(r - \text{wacc}) \times \text{CI}$.

Da questa formulazione si evince che un ammontare più elevato dei mezzi investiti può avere effetti opposti sull'EVA, sul MVA e, in definitiva, sul capitale economico dell'azienda, a seconda dell'esito del confronto tra il tasso di rendimento r e l'onerosità *wacc*. Peraltro laddove il CI aumenti a seguito delle rettifiche contabili segnalate si manifesterà un analogo incremento del NOPAT e, quindi, del r , con effetti benefici sugli EVA di periodo.

6 Si veda ad esempio l'art. 96 del Tuir.

7 La scelta dovrebbe naturalmente essere giustificata e non alla mercè della convenienza nei calcoli, onde ottenere un certo risultato della valutazione. Ad esempio, in momenti in cui l'azienda presenti un temporaneo e anomalo squilibrio nella composizione delle fonti si dovrebbe ricorrere ad una delle altre due modalità, affinché il procedimento non sia influenzato da una occasionale contingenza patrimoniale.

Inoltre il riferimento più corretto dovrebbe ritenersi al valore medio di entrambe le tipologie, visto che l'attività gestionale di ciascun periodo considerato che origina il Nopat, da confrontare con il rendimento ponderato dei capitali attinti, viene supportata costantemente durante l'esercizio dalle risorse monetarie procacciate dall'imprenditore. Così se a inizio anno l'azienda ha il 10% di patrimonio netto e il 90% di debiti finanziari, e in prossimità della chiusura presentasse una situazione opposta, non sarebbe corretto avvalersi dell'una o dell'altra rappresentazione. Nella pratica, il problema può essere mitigato, nell'ambito sempre della scelta secondo il book value, utilizzando le percentuali mediane di metà annualità, se in un range stabilizzato.

8 La definizione metodologicamente più rigorosa dell'esponente del fattore di sconto dovrebbe considerare che il sovra-reddito o sotto-reddito rappresenta una grandezza-flusso che prende forma gradualmente nel corso dell'annualità, a seguito dello svolgimento delle continuative operazioni della gestione, e non in modo istantaneo al termine del periodo, come lascerebbe supporre la scelta del coefficiente 1 per il primo esercizio (riportando quindi ad un anno prima un risultato pur maturato progressivamente nei dodici mesi), 2 per il secondo e così via. Pertanto il fattore di attualizzazione del margine di redditività operativa netta ad esempio del primo periodo, nell'irrealizzabilità di scontare i risultati giornalieri dei 365 giorni, potrebbe in modo equitativo ipotizzare che il flusso si produca a metà anno e attestarsi così allo 0,5, con un effetto positivo sul valore economico. Peraltro, l'impatto più significativo di tale accorgimento dovrebbe riscontrarsi a livello dell'eventuale consistente Terminal Value, trattato più avanti.

Figura 1



<i>Scomposizione dei ricavi tipici</i>	<i>Costi contabili</i>	$\Sigma 1,2,3,\dots$ <i>i x Apporti</i>	$\Sigma 1,2,3,\dots$ <i>Reddito - i x Apporti</i>	<i>Totale ricavi tipici</i>
Scomposizione del Patrimonio netto post valutazione	Apporti	Riserve rendimento apporti	Riserve extra- rendimento apporti	Totale Patrimonio netto

Si consideri poi naturalmente che, tra l'altro, le variazioni del CI quale stima patrimoniale sopra approfondita inducono ulteriori influenze dirette sul valore economico nel metodo misto in esame. wTutti gli strati di redditività insiti negli EVA e ricompresi nei ricavi caratteristici sono riflessi, infine, nei correlati settori ideali del patrimonio netto risultante dalla valutazione, raffigurati nella figura 1.

Il volume dei ricavi operativi, per generare valore economico, dovrebbe fronteggiare, nell'ordine:

1. i costi rilevati dalla contabilità, compresi anche gli oneri finanziari espliciti visto che il patrimonio netto che si vuol correlare è una grandezza *equity side* e - per esigenze di semplificazione - dedotti i ricavi extra-operativi, con tutte le rettifiche suggerite dall'adozione del metodo EVA. Fin qui, si ottiene esattamente la copertura economica dei fattori produttivi a fecondità semplice e, per quota, a fecondità ripetuta, al netto come precisato degli altri ricavi, acquistati inizialmente grazie agli apporti di capitale, reintegrati poi grazie a questa prima parte di fatturato. Il reddito d'esercizio è quindi pari a 0;
2. il rendimento figurativo degli apporti ricevuti, che segnala la presenza di un primo livello di utile contabile accantonabile in distinte riserve di valore economico, che accoglierebbero anno per anno le aspettative di remunerazione dei mezzi propri appagate dalla gestione. L'EVA è, tuttavia, ancora pari a 0;
3. un residuo margine che costituisce l'EVA, destinabile in specifiche poste del capitale economico ulteriori rispetto alle parti sub 1) e 2), che nel loro

complesso rappresentano quanto i titolari hanno apportato e accumulato in linea alle remunerazioni attese, grazie ai risultati dell'attività esercitata.

Si noti che, per coordinare l'analisi reddituale *asset side* con quella patrimoniale *equity side*, il costo finanziario complessivo della formula del metodo EVA dato da $acc \times CI$ è stato in parte compreso tra i costi contabili sub 1) e, per il residuo del rendimento nozionale del capitale proprio, sub 3). Inoltre, le riserve sub 2) e 3) confluirebbero nell'esercizio seguente nella base di calcolo della remunerazione attesa sui mezzi di proprietà.

Così, se un'impresa ha ricevuto apporti e riserve di capitale per complessivi 500, ipotizzando un tasso di rendimento figurativo dei mezzi propri del 8% per l'esercizio 1, costi contabili al netto dei ricavi non operativi di 150 e un fatturato di 250, al termine del periodo si avrà la seguente scomposizione del valore economico aziendale:

1. Apporti 500
2. Riserve rendimento Titolari ($500 \times 8\%$) = 40
3. Riserve EVA ($250 - 150 - 40$) = 60

Si noti per controllo che 100 ($250 - 150$) è l'importo degli utili contabili, accantonabili a riserva.

4. Gli elementi costitutivi: il Terminal Value

Questo componente del valore economico, basato su un EVA normalizzato, si aggiunge nel caso si reputerà l'impresa con un orizzonte di vitalità di almeno 15-20 anni, in cui lo sconto dei relativi risul-

tati differenziali converge verso la rendita illimitata applicata nel Terminal Value e, nel contempo, i fattori legati al sovra-reddito o al sotto-reddito operativo tendano a consolidarsi nel lungo termine. Visto che il periodo di analisi coinvolge in pratica l'intera fase di funzionamento aziendale, si considera in genere l'opportunità di introdurre un coefficiente di crescita media costante g dell'EVA a durata indefinita, di riflesso segnatamente a obiettivi concreti di crescita, piani attendibili di sviluppo e potenzialità di penetrazione commerciale dei prodotti e servizi venduti.

In formula si avrà, ipotizzando che per i primi tre periodi decorrenti dalla data di riferimento della valutazione vengano stimati EVA calcolati analiticamente:

$$TV = \frac{\left[EVA_4 \times \frac{(1 + g)}{(Wacc - g)} \right]}{(1 + Wacc)^4}$$

I simboli sono già stati definiti. E' di tutta evidenza la funzione rivestita dall'ultimo fattore di retrocedere finanziariamente alla data di riferimento della stima il valore assoluto calcolato del Terminal Value, con un esponente che corrisponde all'annualità in cui si pone l'EVA normalizzato di lungo periodo⁹, dopo il periodo contraddistinto dai flussi analitici.

Un ruolo molto delicato viene giocato dal fattore di crescita continuativa g , che stimola la dimostrazione del valore sotto il duplice aspetto di partecipazione al moltiplicatore dell'EVA normalizzato e di riduzione del tasso di sconto.

Naturalmente potrebbe accogliersi anche un g con segno negativo, se si prefigura una recessione duratura nei differenziali operativi aziendali. E' agevole constatare come a lievi scostamenti nella scelta del parametro corrispondano di regola oscillazioni piuttosto rilevanti nel risultato della stima, così

da suggerire un approccio estremamente prudentiale anche vista la durata illimitata della crescita del risultato differenziale in oggetto che viene postulata.

Non a caso la prassi professionale più all'avanguardia propone spesso un'analisi di sensibilità del capitale economico al variare del coefficiente g , oltre che di altri parametri utilizzati. Il Terminal Value costituisce spesso l'addendo più cospicuo sull'esito della valutazione dell'impresa.

In una perizia di un ramo per l'esercizio di servizi di assistenza ad aziende sanitarie il 72% del risultato della stima dipendeva dal valore terminale, con un coefficiente g del 1%, mentre l'entità del capitale investito era insignificante. L'impresa presentava infatti un ricco portafoglio di commesse a fronte di un posizionamento capillare su vari mercati, anche grazie a margini di contribuzione ridotti.

In un altro caso una divisione di fornitura di impianti specializzati e attrezzature esponeva addirittura un valore negativo del capitale investito, per lo più comprendente poste di natura finanziaria, ma poi la stima si concludeva ad oltre cinque milioni di euro grazie al contributo del Terminal Value per il 73%. Si noti che in questo caso il rendimento wacc delle fonti era privo di significato e quindi nullo, applicandosi ad impieghi di importo come detto sottozero.

Invece in un'azienda del settore logistico fortemente patrimonializzata, soprattutto nella dotazione di immobilizzazioni tecniche, l'equilibrio economico risultava particolarmente precario soprattutto per la mancata utilizzazione di parte della capacità produttiva e per la funzione tattica dei corrispettivi praticati nell'ambito del gruppo industriale di appartenenza, così che il valore terminale – costruito sulla base di un g negativo del 1% - drenava da solo il 66% del valore del capitale investito.

9 Salvo quanto precisato alla precedente nota 8.

5. Conclusioni

Si riporta, di seguito, la formula completa del metodo EVA, ipotizzando un periodo di calcolo analitico del margine differenziale operativo di tre periodi e un conclusivo *terminal value*.

$$W = CI \pm \frac{EVA_1}{(1+Wacc)} \pm \frac{EVA_2}{(1+Wacc)^2} \pm \frac{EVA_3}{(1+Wacc)^3} \pm \frac{EVA_4 \times \frac{(1+g)}{(Wacc-g)}}{(1+Wacc)^4} - D$$

Come noto il tema della valutazione d'azienda ha registrato un'evoluzione negli anni sospinta dagli studi accademici e prontamente recepita in diversi contesti professionali.

Si può quindi affermare che le metodologie di stima applicabili, tra cui quella mista dell'EVA, definiscono una misura del capitale economico relativa alla sola attività tipica svolta, affiancata - soprattutto per i criteri basati su flussi reddituali o finanziari - dalla considerazione di eventuali surplus asset e delle opzioni probabilistiche (di sviluppo, differimento, flessibilità e abbandono), e dal confronto se giustificato con il valore di liquidazione.

Pertanto anche il procedimento in esame è utilizzabile alla luce delle suddette precisazioni.

Inoltre non si vuol ignorare che la primaria origine del successo e del valore dell'impresa risiede nel reticolo dei suoi profili qualitativi positivi, tanto di natura soggettiva che oggettiva (e in questo caso più agevolmente trasmissibili nelle negoziazioni di aziende), che troveranno riscontro negli andamenti numerici dei bilanci e del sistema di *budgeting*, alla base dei procedimenti di stima.

Per quanto concerne, in particolare, i metodi misti come l'EVA, occorre poi scongiurare il pericolo di duplicazione dei plusvalori assegnati alla componente patrimoniale con il generico avviamento positivo rilevato in ambito reddituale, che potrebbe poggiare

in tutto o in parte proprio su alcuni *asset*, tipicamente immateriali, oggetto di rivalutazione estimativa.

Quindi le richiamate rettifiche contabili incrociate tra componenti del capitale investito e correlate voci economiche (ad esempio, l'annullamento della svalutazione patrimoniale di un marchio e, nel contempo, del relativo onere a conto economico), pur ineccepibili da un punto di vista ragionieristico, dovrebbero essere calibrate nell'importo alla luce del richiamato principio, soprattutto una volta conosciuto in prima approssimazione l'esito conclusivo della stima.

Si pensi, infatti, che nelle metodologie di tipo patrimoniale, pacificamente utilizzate, si attribuisce evidenza soltanto ad attivo e passivo.

Infine, dovrebbe rientrare nel punto di vista del perito che si avvalga dell'EVA l'analisi delle condizioni di equilibrio e sopravvivenza dell'azienda nel lungo termine, che in taluni casi potrebbero non conciliarsi del tutto con le leve tese a massimizzare il reddito operativo a scapito, a puro titolo esemplificativo, del rinnovo del parco immobilizzazioni, della ricerca di nuovi prodotti per la fisiologica sostituzione nel tempo di quelli maturi, della formazione dei dipendenti, del rispetto del ciclo ecologico di appartenenza, dell'integrazione con gli ambienti istituzionali e sociali, delle modifiche alla struttura giuridica aziendale in grado di generare valore.