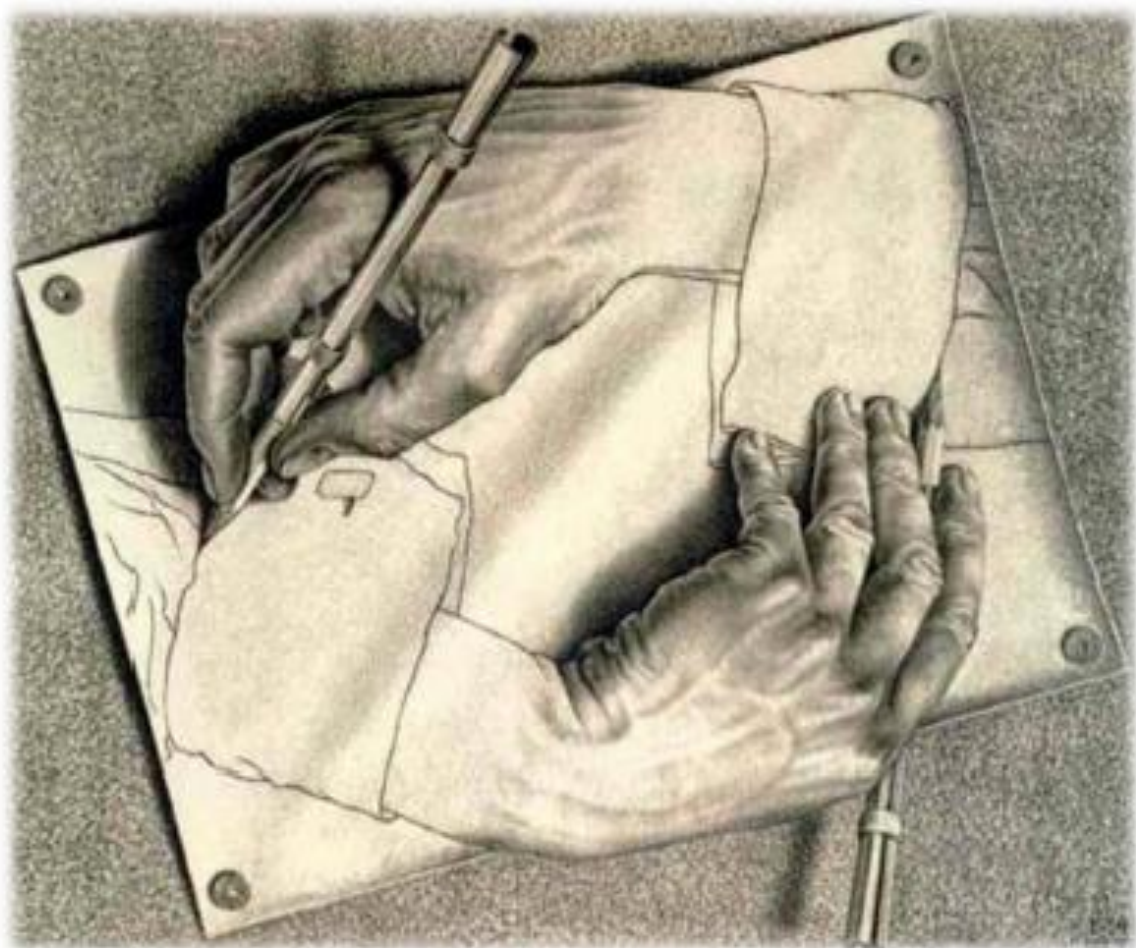


2013

Manager e imprese di fronte al cambiamento *strategie e strumenti*

a cura di

Massimiliano Cannata e Salvatore Pettineo



Manifca Corneio Fisher, *Manifca di disegno* (1898)

CONFAPI

FONDAZIONE
idi
ISTITUTO
DIRIGENTI
ITALIANI

 **FEDERMANAGER**
FEDERAZIONE NAZIONALE DIRIGENTI E SPUNTI NAZIONALE

2.9 Investire nel successo

di *Giuseppe Marzo e Elena Scarpino*

Introduzione

Le decisioni di investimento sono tra le più importanti decisioni aziendali. Esse traducono in termini concreti le idee strategiche dell'impresa. Inoltre impegnano notevoli risorse finanziarie, organizzative e umane. Eppure capita che talvolta esse ricevano meno attenzione di quanto richiederebbero. Ciò accade, per nostra esperienza sia nella grande che nella PMI, ma in queste ultime i progetti di investimento sono sovente valutati più dalla prospettiva tecnica che da quella economico-finanziaria. Ne deriva che la fattibilità del progetto venga innanzitutto verificata sul piano industriale, con una minore attenzione in merito ai rendimenti del progetto e alla sua sostenibilità finanziaria. In alcuni casi abbiamo assistito a valutazioni economico-finanziarie del tutto sommarie che poi si sono rivelate fatali per la continuazione del progetto, sebbene alcuni accorgimenti avrebbero permesso di presagire tali accadimenti.

Una recente ricerca condotta presso la cattedra di Strategia e Auditing Aziendale del Dipartimento di Economia e Management dell'Università di Ferrara ha esplorato le metodologie di valutazione che le PMI impiegano per la valutazione dei progetti di investimento (Cappello, 2013). La maggior parte di esse impiega metodi che sacrificano l'efficacia all'apparente semplicità di utilizzo o alla familiarità con gli aspetti tecnico-contabili. Solo una parte delle imprese intervistate impiega metodologie di valutazione che considerano esplicitamente sia il rischio del progetto sia la remunerazione attesa lungo il suo ciclo di vita.

Metodi di valutazione dei progetti di investimento: quando uno solo non basta

Il manuale di finanzia d'impresa e le pratiche sviluppate presso le imprese presentano una rilevante varietà di metodologie alternative per la valutazione. Solo per citare le più ricorrenti: pay-back period, indici di rendimento contabili, analisi costi-benefici, net present value, internal rate of return, real options analysis.



Giuseppe Marzo. È ricercatore e docente di Economia Aziendale e di Strategie Finanziarie e Risk Management presso l'Università di Ferrara. È autore di varie pubblicazioni nel campo del controllo di gestione, della valutazione degli investimenti e delle opzioni reali, della valutazione degli intangible assets. Svolge attività di ricerca, formazione e consulenza sui sistemi di valutazione degli investimenti complessi, sulla valutazione degli intangible assets, sui sistemi di misurazione della performance aziendale e sui sistemi di controllo di gestione. Ha sviluppato la metodologia Optioneering per la valutazione di investimenti complessi basata sulle teorie delle opzioni reali. Ha ottenuto il Dottorato di Ricerca in Economia Aziendale (Università Cà Foscari di Venezia) e Diploma di merito di master of Business Administration (CUOA). È abilitato alla professione di dottore commercialista. È socio fondatore di Edeos Consulenza Formazione Ricerca.



Elena Scarpino. Dopo un'esperienza pluriennale come controller si è dedicata all'attività di consulenza e formazione nell'ambito del controllo di gestione, dell'analisi economico-finanziaria e dell'organizzazione e strategia aziendale. È stata docente di Valutazione d'azienda e di Consulenza strategica presso l'Università di Ferrara. È socio fondatore e amministratore di Edeos Consulenza Formazione Ricerca. È impegnata attivamente nello sviluppo di metodologie innovative di formazione ed è responsabile del progetto In-Training - Formazione Innovativa. Ha ottenuto il diploma di Master of Business Administration presso Profingest.

La finanza identifica esplicitamente il Net Present Value (NPV, da noi anche conosciuto come Valore Attuale Netto, VAN) quale metodo preferibile. In accordo con il NPV i flussi di cassa attesi dal progetto vengono attualizzati al fine di renderli omogenei, e perciò confrontabili, dal punto di vista del tempo di manifestazione e della loro rischiosità. Tipicamente l'attualizzazione avviene ad un tasso rappresentativo del costo medio ponderato delle fonti di finanziamento aziendale (Costo Medio Ponderato del Capitale, CMPC, oppure *Weighted Average Cost of Capital*, WACC). Con la regola del NPV l'impresa dovrà accettare solo i progetti con NPV positivo, ovvero quelli per i quali sia positiva la somma algebrica dei flussi di cassa attualizzati in entrata e in uscita. I manuali di finanza individuano il NPV come il metodo migliore tra tutti i possibili (salvo i casi in cui ad esso si debba preferire la Real Options Analysis (Marzo, 2005), poiché è in grado di quantificare il valore economico generato dal progetto. Infatti attualizzare i flussi di cassa attesi dal progetto mediante il WACC consente di considerare la capacità di tali flussi di remunerare sia il capitale di rischio che quello di debito. Perciò il valore netto che residua dopo l'attualizzazione è identificabile come sovra-reddito complessivo che si prevede che il progetto genererà.

Sono giudicati come metodi inadeguati tutti quelli basati sugli indicatori contabili, ma anche il Pay-Back Period (PBP). Il PBP è il tempo necessario a rientrare di tutte le somme inizialmente investite. Ad esempio, un progetto che richiede un investimento iniziale di € 1 milione e dal quale ci si aspetta flussi di cassa netti per i prossimi 5 anni pari a € 250.000, € 300.000, € 450.000, € 280.000 e € 200.000, ha un PBP pari a 3 anni. I manuali di finanza criticano il PBP perché è tipicamente miope: non considera infatti i flussi di cassa successivi al recupero delle somme investite.

Dal loro punto di vista il NPV è necessario e sufficiente per la valutazione di un progetto poiché sintetizza tutte le condizioni in grado di determinare il valore e il rischio del progetto. In effetti, in linea di principio il NPV basterebbe a decidere se investire o no. Se il WACC fosse davvero capace di riflettere le condizioni di rischiosità del progetto, se l'impresa fosse realmente in grado di prevedere senza errori sistematici i flussi di cassa attesi e, infine, se davvero ogni progetto profittevole fosse sempre capace di trovare i finanziamenti necessari, allora il NPV sarebbe davvero capace di dare una risposta univoca circa la convenienza a investire.

La nostra esperienza e alcune riflessioni legate al difficile momento economico che viviamo ci hanno condotto a sviluppare una metodologia di valutazione che pur facendo leva sul NPV si avvale di un approccio specifico per la valutazione di alcuni aspetti fondamentali che il modello del NPV dà per scontati.

Abbiamo detto che il PBP è ritenuto un criterio inadeguato. Noi lo consideriamo comunque importante in momenti come gli attuali, in cui non solo la decisione di investimento deve essere orientata alla generazione di valore, ma anche alla sua traducibilità in flussi monetari per salvaguardare l'impresa da tensioni finanziarie. Ebbene proprio da questa prospettiva è possibile associare il PBP al NPV (Biondi e Marzo, 2011). Il caso di un'impresa del settore automotive è esemplificativo. Le sue divisioni si trovavano a dover scegliere sovente tra possibili alternative di progetti di investimento con NPV positivo. Con l'acuirsi della crisi finanziaria, però, si è posto il problema di scegliere non solo i progetti in grado di generare maggior valore, ma quelli in grado di limitare l'esposizione finanziaria dell'impresa in relazione ai progetti intrapresi. In tal caso l'associazione del Pay-Back Period al NPV è stato un primo passo verso la soluzione del problema. In termini generali, il PBP è solo uno dei possibili indicatori associabili al NPV. Altri, di tipo qualitativo, possono impiegarsi per controbilanciare la difficoltà di tradurre tutti i costi e i benefici di un progetto in termini monetari. Essi possono per esempio "misurare" la difficoltà tecnica di realizzare il progetto o il suo grado di consonanza con la complessiva strategia aziendale.

Rischio incertezza e flessibilità

Ignorare l'incertezza non è il modo migliore per dissolverla. Eppure sembra che molte imprese e molti manager siano convinti che per ridurre o risolvere l'incertezza sia sufficiente ... ignorarla.

Accade sovente infatti di sentire le imprese lamentarsi dell'incertezza rilevante in cui sono costrette ad operare e allo stesso tempo valutare investimenti e proiettare ricavi e flussi di cassa con una precisione disarmante. Tipicamente, e a dispetto dell'incertezza dichiarata, la valutazione di un progetto prevede un unico scenario, non tiene conto della possibilità di cambiarne la struttura in corso d'opera ed è costruito come se si conoscesse perfettamente il valore che le variabili coinvolte nel modello di valutazione assumeranno, non solo dopo un anno ma anche dopo dieci anni dalla partenza! Accanto ad imprese che saltano la fase della valutazione dei progetti per passare direttamente a quella del finanziamento, ci sono poi quelle che elaborano piano a lungo termine dove i valori che ne fanno parte sono addirittura presentati con i decimali. Si tratta di quella che noi chiamiamo sindrome del pi-greco: in giro per il mondo supercalcolatori stanno calcolato fino alla dodicimiliardesima cifra decimale del pi-greco. Allo stesso modo, ci è capitato il caso di un'impresa in cui l'illusoria precisione del dato veniva confusa con la sua rilevanza.

Ma perché le imprese non incorporano nei processi di valutazione degli investimenti la rischiosità e l'incertezza che caratterizza i vari progetti? Probabilmente perché non sanno come farlo.

Diamo tre suggerimenti su come considerare e incorporare l'incertezza nelle valutazioni.

Il primo suggerimento è di considerare che non tutti i flussi di cassa sono ugualmente incerti o rischiosi. Abbiamo detto prima che il NPV attualizza i flussi di cassa attesi ad un tasso espressivo del rischio dell'impresa. Tuttavia non tutti i flussi di cassa relativi al progetto di investimento sono affetti dallo stesso rischio. Attualizzare i flussi ad un unico tasso è estremamente semplice, ma la semplicità può essere pagata a caro prezzo. Impiegare un unico tasso per attualizzare il flusso di cassa netto atteso significa pensare che tutte le componenti di quel flusso siano caratterizzate dallo stesso rischio. Non è generalmente così (Luerhman, 1997).

Un'impresa del settore impiantistico era solita impiegare il WACC per attualizzare i flussi di cassa relativi ai progetti di investimento. In uno dei casi analizzati il progetto si caratterizzava per il fatto che alcuni dei flussi di cassa attesi fossero abbastanza certi, per alcuni accordi che l'impresa aveva sottoscritto. Quei flussi andavano perciò attualizzati ad un tasso inferiore rispetto a quello impiegato per gli altri.

Un altro esempio riguarda il possibile risparmio fiscale derivante dalla deducibilità degli interessi passivi sul debito attinto per il finanziamento dell'impresa e/o del progetto. Ovviamente ritenere che il beneficio fiscale del debito abbia lo stesso grado di rischio degli altri componenti del flusso di cassa è dubbio. Alcune volte il beneficio è abbastanza certo, altre assai incerto. Di questo occorre tener conto sia nella determinazione dei flussi di cassa, sia nel tasso di attualizzazione che si sceglie.

Il secondo suggerimento è di rendere esplicita l'incertezza connessa ai progetti di investimento. Un'impresa manifatturiera era alla prese con la valutazione di un progetto che se da un lato si caratterizzava per la rilevante incertezza in cui veniva realizzato, dall'altro sembrava promettere un rilevante NPV. Il ruolo dell'incertezza era stato discusso ma non incorporato nell'analisi. La stima delle variabili di input era stata molto difficile e dibattuta, a causa delle differenti opinioni presenti nel team di valutazione. In ogni caso non era chiaro come considerare l'incertezza ai fini della valutazione. La brutta notizia è che probabilmente questa situazione sia più diffusa di quanto si possa credere. La buona è che l'incertezza può essere incorporata adeguatamente nel processo di valutazione. In quel caso, e in altri, si è fatto ricorso alla simulazione Montecarlo. Si tratta sostanzialmente di attribuire alle variabili di input del modello economico-finanziario, quello che consente di calcolare i flussi di cassa attesi e quindi il NPV del progetto, non già un valore unico e puntuale, ma invece una distribuzione di possibili valori che rappresenta l'incertezza che grava sulla stima. Ciò può sembrare estremamente difficile e complesso da fare, ma molti software in commercio consentono di svolgere questa analisi con estrema facilità. Ad esempio, si può stimare

il costo variabile di produzione unitario non già come un valore puntuale, ad esempio 3 €/unità, ma invece come una distribuzione probabilistica triangolare che pur prevedendo 3 €/unità come il valore più probabile, considera che quel costo possa in realtà assumere valori in un *range* compreso tra 2,5 e 3,6 €/unità. In questo modo anche le variabili di output (nell'esempio, il NPV) saranno caratterizzate da una distribuzione di possibili valori.

La simulazione contribuisce a rendere più profonda l'analisi e a identificare meglio le variabili che più di altre influiscono sulla parte negativa della distribuzione del NPV. Con la simulazione si evidenzia in modo chiaro la "qualità" del NPV del progetto. Nel caso prima introdotto, la probabilità complessiva di ottenere NPV negativi era tanto elevata che l'impresa ha preferito riflettere meglio sulla bontà dell'iniziativa.

Il terzo suggerimento, dal nostro punto di vista il più importante, è di non pensare al progetto come un fatto imm modificabile. Per esperienza ci pare che poco si faccia per evidenziare, in sede di valutazione, tutta la flessibilità di cui l'impresa potrebbe godere per limitare le potenziali perdite derivanti da alcuni eventi e per avvantaggiarsi dei benefici connessi ad altri. Il tema è quello delle opzioni reali (Marzo, 2005), che secondo noi ha avuto poca fortuna presso le imprese per il trattamento troppo poco concreto e scarsamente comprensibile che ne è stato fatto da parte degli studiosi. Ci limitiamo ad alcuni esempi per chiarire di cosa si tratta. La società di un gruppo multinazionale aveva il compito di valutare e realizzare progetti di ricerca e sviluppo nell'ambito delle fonti energetiche che avrebbero rappresentato il germoglio per il futuro successo del gruppo. Tuttavia, come è noto, i progetti di ricerca e sviluppo sono tra quelli più influenzati dall'incertezza. I sistemi di capital budgeting del gruppo sistematicamente evidenziavano NPV negativi per tali progetti, e ciò destava non poche perplessità vista la diffusa convinzione della loro importanza strategica. Ovviamente, l'elevata incertezza che gravava su tali progetti spiegava una buona parte di quel NPV negativo. E il fatto che non si cogliesse la flessibilità decisionale legata al progetto spiegava la parte restante. La valutazione di ogni progetto di ricerca avveniva infatti assumendo che al termine della ricerca si sarebbe dato avvio alla fase di testing tecnico, poi alla industrializzazione del progetto e infine alla fase di commercializzazione. L'incertezza circa il successo tecnico della ricerca, i costi dell'industrializzazione e la risposta del mercato contribuivano a determinare NPV modesti o negativi. Progetti di questo tipo devono invece valutarsi considerando che al termine di ogni fase, l'impresa dispone di una rilevante flessibilità decisionale. Può infatti decidere di continuare, intraprendendo la fase successiva, oppure di sospendere la continuazione del progetto se le informazioni che a quel momento saranno disponibili circa la profittabilità del progetto glielo consiglieranno. In questo secondo caso, con la sospensione del progetto l'impresa sospenderà anche le potenziali perdite che deriverebbero dalla continuazione del progetto. L'impresa ha quindi un'opzione reale di continuazione (o di converso di sospensione) del progetto. E questa opzione ha un valore che deve essere opportunamente considerato.

Analizzare un progetto di investimento come un portafoglio di opzioni reali è estremamente importante per la sua corretta valutazione. Un approccio basato sulle opzioni reali può stimolare infatti la gestione attiva del progetto. Una volta abbiamo supportato un'impresa nella valutazione di un progetto per la realizzazione di un impianto per la produzione di un componente chimico. Il team di valutazione si confrontava con un problema rilevante: era necessario realizzare un solo impianto ma occorreva decidere quale tra due possibili componenti chimici (per semplicità C1 e C2) avrebbe dovuto produrre. Le analisi svolte in merito all'andamento dei prezzi relativi dei due prodotti non consentiva di dare una risposta chiara. Lo sviluppo del ragionamento basato sulle opzioni reali condusse il team a valutare un'opzione inizialmente non considerata: realizzare un impianto più complesso ma dotato di uno *switch* che consentiva il passaggio dalla produzione di

C1 alla produzione di C2 e viceversa, in funzione della convenienza del momento. Il *design to option* è senza dubbio un approccio in grado di incrementare il valore dei progetti aziendali.

Conclusioni

In questo capitolo abbiamo presentato un approccio già sperimentato per la valutazione dei progetti di investimento con il preciso intento di supportare lo sviluppo di pratiche capaci di migliorare le modalità con cui le imprese, specie se di piccole e medie dimensioni, decidono i progetti da intraprendere. Ci siamo focalizzati sulle sole problematiche di valutazione economico-finanziaria, ma già questo ha consentito di suggerire alcuni spunti che se da un lato consigliano l'abbandono di alcuni metodi non adeguati perché incapaci di considerare congiuntamente il valore e il rischio del progetto; dall'altro ampliano i metodi riconosciuti come adeguati al problema per renderli più coerenti con le problematiche che le imprese affrontano nella realtà.

Siamo convinti che la valutazione basata sul Net Present Value possa stimolare l'impresa a riflettere sulla capacità dei progetti di generare valore nel lungo termine. Siamo però altrettanto convinti che il NPV da solo non sia capace di incorporare alcune delle problematiche che le imprese affrontano. Abbiamo suggerito l'accostamento al NPV del Pay-Back Period per evidenziare, specie in momenti di crisi finanziaria o di razionamento del capitale, la capacità del progetto di restituire i capitali investiti in periodi sostenibili. Abbiamo poi focalizzato l'attenzione sulla necessità di considerare rischio e incertezza nella valutazione. A tal fine abbiamo stimolato a ragionare sulla diversa rischiosità delle diverse componenti dei flussi di cassa di un progetto, abbiamo proposto la simulazione Montecarlo come metodo per esplicitare la rischiosità percepita del progetto, e abbiamo infine suggerito la ricerca di spazi di flessibilità gestionale per rendere il progetto capace di fronteggiare l'incertezza.

Si tratta di un approccio che la PMI può applicare con relativa facilità, e quand'anche richiedesse un supplemento ulteriore di analisi questa ritornerebbe immediatamente sotto forma di maggior consapevolezza relativa al progetto sotto valutazione.

Bibliografia

- Biondi Y. e Marzo G. (2011), Decision Making Using Behavioral Finance for Capital Budgeting Valuation, in Baker H. K. e English P. (a cura di), *Capital Budgeting Valuation: Financial Analysis for Today's Investment Projects*, Robert W. Kolb Series in Finance, John Wiley & Sons, pp. 421-444.
- Cappello G. (2013), *Politiche di investimento e di finanziamento delle imprese italiane. Un'analisi empirica*, Tesi di Laurea del Corso di Laurea Magistrale in Economia, Mercati e Management, Università degli Studi di Ferrara
- Luherman T. A. (1997), Using APV: A better tool for valuing operations, *Harvard Business Review*, Maggio-Giugno, pp. 145-154.
- Marzo G., (2005), *Management, Valutazioni, Incertezza. Un'analisi critica della teoria delle opzioni reali*, CEDAM, 2005