

VALUTAZIONE DEGLI INVESTIMENTI: QUANDO IL PROCESSO DECISIONALE FA LA DIFFERENZA

Si presenta il caso relativo alla valutazione di un progetto di delocalizzazione in un Paese low-cost da parte di una PMI familiare. Il processo di valutazione dell'investimento è partito dal riconoscimento di alcune convinzioni e bias cognitivi che di fatto orientavano i vertici aziendali verso una decisione senza un'adeguata ponderazione dei benefici e dei rischi delle opzioni praticabili. Lo sviluppo del processo è stato orientato dalla necessità di superare i bias cognitivi degli attori aziendali coinvolti e di condurre alla valutazione comparata in modo condiviso, al fine di aumentare il livello della qualità decisionale in azienda. Tutto ciò ha condotto ad un capovolgimento di importanza tra il ruolo del processo di valutazione e il suo risultato, ovvero la valutazione stessa. Si sostiene che il processo possa essere molto più importante dello specifico risultato cui è finalizzato, poiché nello svolgimento del processo si ricostituiscono e si rimodulano convinzioni e atteggiamenti in grado di produrre effetti negativi sul processo decisionale.

Introduzione

In genere la valutazione dei progetti di investimento sembra essere un fatto prettamente tecnico. Si tratta di fare una previsione dei flussi di risultati attesi e confrontarli, adeguatamente armonizzati, con i costi dell'investimento da sostenere. A leggere molti dei testi di finanza che si occupano del tema, si ha la sensazione che tale valutazione sia quasi svincolata dalle persone che vi partecipano e che le uniche criticità da affrontare riguardino la stima dei tassi di attualizzazione e di previsione dei flussi di risultato attesi dal progetto.

Quando il tema degli investimenti viene però affrontato nelle imprese, si evidenziano situazioni del tutto differenti da quelle appena indicate, situazioni in cui la soggettività dei decisori e degli altri attori aziendali che intervengono nel processo di valutazione gioca un ruolo rilevante.

Da questo punto di vista, il processo di valutazione riguarda sempre meno la valutazione vera e propria e sempre più la necessità di coinvolgere, condividere e stimolare a riflettere per superare convinzioni consolidate e bias cognitivi che possono influire negativamente sulla qualità della decisione. Così, accade che lo sviluppo del processo, il fatto che coinvolga attori da prospettive diverse da quelle immaginate in precedenza, e che si sostanzii nella gestione di relazioni sociali, prima ancora che tecniche, assumono un ruolo ancora più importante della valutazione stessa. Lo sviluppo del processo, infatti, consente di riformulare ipotesi, modificare schemi cognitivi e affrontare le tematiche valutative con maggior consapevolezza, migliorando in questo modo la qualità delle decisioni aziendali.

Il tema è di particolare interesse per le PMI, in cui i sistemi di valutazione degli investimenti sono meno strutturati che nelle grandi imprese. Esistono molti metodi che pratica e teoria propongono per la valutazione dei progetti di investimento (Brealey et al., 2011). I metodi basati sui flussi di cassa attualizzati (NPV, TIR, Discounted PBP) sono quelli più accreditati¹, ma i meno utilizzati nelle PMI. Vari studi evidenziano che le PMI preferiscono, infatti, i metodi di valutazione meno sofisticati² (Lazaridis, 2004; Danielsson e Scott, 2006; Harjoto e Paglia, 2012; Andor et al., 2015) e una buona parte di loro usa criteri non-finanziari (Arnold e Panos, 2000) o si basa sull'intuito dei decisori aziendali (Danielsson e Scott, 2006). Soprattutto le PMI non familiari basano le loro scelte di investimento su indicatori contabili o analisi costi-benefici per lo più di tipo qualitativo (Marzo et al., 2016). La formazione del decisore aziendale ha un ruolo importante nella scelta dei criteri di valutazione. In genere, livelli di formazione più elevati sono associati all'adozione di tecniche di valutazione più sofisticate, quelle, cioè, basate sull'attualizzazione dei flussi di cassa attesi (Trahan e Gitman, 1995; Brounen et al., 2004; Danielsson e

di Giuseppe Marzo

Professore Associato di Economia Aziendale e di Financial Management presso l'Università di Ferrara e Socio Fondatore di Edeos e Elena Scarpino

Socio fondatore e amministratore di Edeos - Azioni innovative di management e formazione

¹ IRR (Internal Rate of Return, o Tasso interno di rendimento) e NPV (Net Present Value, o valore attuale netto VAN) sono i due criteri principali per la valutazione dei progetti di investimento. Il NPV è la somma dei flussi di cassa attesi dal progetto, attualizzati ad un tasso di interesse che tenga conto della rischiosità del progetto stesso.

L'IRR è il tasso di rendimento che ci si attende in media dal progetto lungo la sua durata. A dispetto della sua facilità di comprensione l'IRR può generare alcune ambiguità interpretative e di calcolo che di fatto possono indurre ad assumere decisioni sbagliate. Perciò, il NPV viene ritenuto un criterio più affidabile per le valutazioni. Il Discounted Pay-Back Period (DPBP) è il tempo necessario a recuperare l'investimento tramite i flussi di cassa attesi e attualizzati ad un tasso espressivo del loro rischio.

² Tra questi metodi rientrano, ad esempio, i tassi contabili di redditività come il Return On Investment (ROI) e il Pay-Back Period (o PBP o tempo di recupero). Il ROI contrappone al capitale investito il reddito operativo prodotto. Esso è generalmente più basso nei primi anni sia perché il valore contabile netto dell'investimento decresce via via a causa degli ammortamenti, sia perché il progetto di investimento può impiegare del tempo prima di produrre redditi a pieno regime. Di fatto esso varia nel corso della vita dell'investimento e, salvo che non si voglia calcolarne una media, rende difficile comprendere la convenienza del progetto in ogni caso, il fatto che non consideri in modo esplicito né la rischiosità del progetto, né il valore del tempo, lo rende un criterio debole per le decisioni di investimento.

Il tempo di recupero rappresenta il numero in anni necessari perché i flussi di cassa netti attesi dall'investimento ne coprano il costo. Il fatto che esso non si preoccupi di cosa accade una volta che i costi dell'investimento siano stati recuperati lo rende un criterio fin troppo miope. Inoltre, la mancata considerazione della rischiosità del progetto e del valore del tempo non lo rendono un criterio adatto per la decisione.

Scott, 2006; Maquieira et al., 2012; Marzo et al., 2016).

Le metodologie più sofisticate sono impiegate maggiormente in presenza di consiglieri di amministrazione esterni (Harjoto e Paglia, 2012), in contesti più orientati ai soci-investitori (Brounen et al., 2004) e dalle imprese di maggiori dimensioni (Brounen et al., 2004; Rossi, 2014, 2015).

Il ruolo che il processo di valutazione riveste nelle PMI viene presentato con l'ausilio di un caso relativo ad un progetto di delocalizzazione affrontato da una PMI familiare. L'articolo presenta il progetto da valutare e i principali errori cognitivi che rischiano di condurre a decisioni di bassa qualità. Successivamente sviluppa il tema legato al processo di valutazione, evidenziandone due *step* fondamentali: la costruzione della griglia dei criteri qualitativi di valutazione e la vera e propria valutazione economica. Con la griglia, si è ottenuto il risultato di allontanare i vertici aziendali da decisioni che avevano assunto troppo frettolosamente in virtù di convinzioni personali non fondate su adeguata ponderazione. Con la valutazione economica si sono inoltre sviluppate varianti delle alternative inizialmente disponibili con lo scopo di aumentare la profittabilità del progetto.

L'azienda

La MEC S.p.A. è un'azienda familiare di medie dimensioni operante nel settore elettro-meccanico. I soci fondatori sono quattro fratelli che partecipano attivamente alla gestione aziendale e supportano il *management* funzionale. Uno dei soci, il più anziano, è il punto di riferimento fondamentale per le scelte gestionali dell'azienda e riveste il ruolo di amministratore *de facto* dell'impresa.

L'azienda ha da poco più di un anno varato una nuova strategia volta a ridefinire la presenza e la posizione competitiva in due *business*. Il primo di questi è relativo alla produzione e all'offerta di prodotti ad elevato valore ed elevato contenuto di servizio. Si tratta di prodotti rivolti a specifici segmenti di clientela che apprezzano adeguatamente alcuni servizi che l'impresa è in grado di offrire, e per tali servizi sono disposti a riconoscere prezzi più elevati, e tendenzialmente capaci di generare una buona marginalità. Il secondo *business* è invece quello della produzione rivolta a

clienti per i quali il prezzo di acquisto è una delle leve decisionali fondamentali per la selezione del fornitore. Pur richiedendo una qualità produttiva e funzionale coerente con gli *standard* del settore, infatti, i clienti del secondo *business* sono particolarmente attenti ai prezzi di acquisto. Perciò, la ricerca continua di efficienza è, per questo *business*, una delle leve competitive fondamentali. Si aggiunga inoltre che, come è solito in quel settore, gli stessi contratti di vendita prevedono una progressiva riduzione dei prezzi ai quali l'azienda cede i propri prodotti. Perciò, l'incapacità di un'azienda di operare con condizioni di efficienza sempre maggiori si traduce, presto o tardi, nella produzione anche sostanziale dei margini e nella loro trasformazione in perdite anche rilevanti.

Proprio con riferimento alla strategia specifica da seguire nel *business low-cost*, l'azienda sta considerando l'opportunità di delocalizzare una parte della propria produzione in Paesi dove il costo del lavoro è basso a tal punto da rendere i propri prodotti competitivi e perciò adeguati alle richieste dei clienti del *business*.

La scelta di delocalizzare in un Paese *low-cost* ha spinto all'individuazione di un Paese nord-africano dove localizzare un nuovo stabilimento. MEC ha perciò conferito mandato ad una società specializzata di quel Paese di ricercare l'area più opportuna per insediarsi.

La scelta del Paese è stata relativamente semplice. In quel Paese, infatti, sono localizzate le filiali di alcuni fornitori consolidati dell'azienda che potrebbero perciò rifornire lo stabilimento con un risparmio dei costi di trasporto. Nella stessa area, inoltre, sono anche presenti le filiali locali di alcuni grandi *player* del settore e questo, secondo il *management* della società, rappresenta un'ulteriore opportunità di sviluppo, per la possibilità di fornire direttamente i prodotti ai clienti operanti in quell'area.

Il progetto e i bias cognitivi

La ricerca che la MEC ha commissionato ha prodotto tre diverse alternative. La prima è rappresentata da uno stabilimento di 15.000 mq che il proprietario è disponibile a vendere. Le altre due riguardano invece due stabilimenti che possono essere acquisiti in affitto. Uno di questi ha le stesse dimensioni dell'immobile in vendita, mentre l'altro è grande 10.000 mq.

Nella prima valutazione svolta dai soci e dal *management* di MEC, erano presenti alcuni errori (*bias*) cognitivi capaci di influire negativamente sulla decisione. Se ne presentano i principali nella consapevolezza che questi non rappresentano un caso isolato relativo al progetto in analisi, ma sono comuni a molte imprese e a molte decisioni (Marzo e Biondi, 2011).

La voglia di comprare

In termini puramente teorici, la scelta è da farsi tra le tre alternative, considerando alcuni costi che in ogni caso MEC dovrebbe sostenere per rendere gli stabilimenti del tutto coerenti con le sue necessità produttive. Tuttavia, i soci di MEC sono particolarmente attratti dalla prima alternativa, quella che prevede l'acquisizione dell'immobile.

Questo orientamento si basa su alcune convinzioni profondamente radicate nei quattro soci e in special modo nel più anziano di loro. I quattro soci hanno, infatti, considerato importante non solo utilizzare ma soprattutto possedere le cose di cui l'azienda necessitava. Con questo stesso orientamento hanno costruito e poi, grazie alla crescita che l'impresa ha avuto nel corso degli anni, acquistato uno stabilimento in Polonia. Come il socio più anziano sosteneva spesso: "Se una cosa è tua non devi chiedere a nessuno il permesso di utilizzarla e di come utilizzarla". Questa impostazione è condivisa dagli altri fratelli. Il più giovane di questi ribadisce ulteriormente che: "Con l'affitto si buttano via i soldi: si spende tanto e si finisce per non avere niente in mano!".

Di fatto, i quattro fratelli avevano deciso, già prima dell'intervento dei consulenti per la valutazione dell'investimento, quale alternativa, tra le tre, fosse la loro preferita e l'acquisto dell'immobile si sarebbe concluso anche in tempi brevi se la necessità di strutturare un finanziamento per quell'investimento e alcune titubanze di uno dei fratelli non avessero rallentato il processo.

Analogie e differenziazione

La precedente esperienza fatta con lo stabilimento in Polonia rappresentava per soci e per il *management* un punto di riferimento costante per la valutazione del nuovo progetto. Questo non deve stupire. La generazione di metafore e analogie è il primo processo con cui le persone si

avvicinano all'ignoto (Llewelyn, 2003). Di fatto, con l'analogia, si traduce ciò che non si conosce nei termini che sono più noti. L'esperienza precedente, perciò, rappresenta una chiave di lettura per comprendere le novità anche nel caso in cui si tratti di prendere una decisione.

Tuttavia, l'analogia (così come la metafora) costruisce una gabbia attorno al nuovo fenomeno, rendendo molto difficile pensarlo e analizzarlo in modo diverso (Gentner, 1989).

Quindi, metafore e analogie aprono le porte alla comprensione dell'ignoto, traducendolo in concetti già posseduti, ma allo stesso tempo limitano l'effettiva comprensibilità del nuovo fenomeno appiattendolo sulle novità sulle esperienze e sulle conoscenze già possedute. Il processo di differenziazione è perciò a questo punto necessario. La differenziazione è complementare all'analogia nel progresso di scoperta ed è il secondo passo della conoscenza. Essa si fonda sul progressivo distacco del fenomeno nuovo da quello già noto, mediante l'evidenziazione delle differenze fondamentali tra i due fenomeni.

Tuttavia, la forza dell'analogia ostacola sovente l'emersione del processo di differenziazione. Il caso di cui si sta discutendo rappresenta un esempio eclatante di questa situazione. In molti degli incontri preliminari fatti con i soci e con il *management* di MEC, le problematiche che l'azienda avrebbe dovuto affrontare venivano spesso presentate nei termini di situazioni analoghe affrontate nell'acquisizione e nella gestione dello stabilimento polacco. La forza dell'analogia cresceva sempre di più con la sua ripetizione e le uniche differenze chiare tra le due situazioni, la società fondata nel Paese dell'est Europa e quella da fondare nel Paese africano, erano relative al costo del lavoro.

Tuttavia, tra l'esperienza polacca e l'esigenza di espansione nel Paese africano, ci sono almeno due elementi importanti di differenziazione. Il rischio Paese è l'elemento profondamente differenziante tra la situazione che si stava valutando e quella sperimentata nel Paese europeo. Un'analisi che in seguito al nostro intervento è stata condivisa con soci e con il *management* di MEC evidenzia che il rischio Paese non è tra i più alti del continente africano, ma tuttavia desta qualche preoccupazione per alcuni recenti accadimenti. Il Paese, infatti, si stava caratterizzando negli ultimi tempi per una progressiva instabilità politica che, a seconda delle soluzioni

in cui sarebbe sfociata, avrebbe potuto impattare in modo relativamente importante sulla convenienza del progetto. Questa situazione ha un chiaro impatto sulla convenienza di acquistare l'immobile o prenderlo in affitto. L'affitto è infatti la soluzione più flessibile che consente di ridurre gli impegni finanziari nel caso in cui le cose dovessero andare male. Questa riflessione, seppur logica, contrasta tuttavia con la convinzione dei soci circa l'importanza di avere la proprietà delle risorse usate.

La struttura socioeconomica della localizzazione prescelta presenta alcuni problemi logistici. Gli stabilimenti produttivi sono situati lontani dalla città. Ciò richiede di organizzare un servizio di trasporto per le persone che verranno impegnate nell'attività lavorativa. La struttura sociale del Paese, tuttavia, prevede che alcune attività lavorative possano essere svolte dalle donne. La società di cui MEC si era servita per l'analisi dell'area produttiva e l'individuazione di uno stabilimento da acquisire, aveva avvertito circa il fatto che la maggior parte del personale che MEC avrebbe assunto era rappresentato da donne. Si pone, perciò, il problema di armonizzare le necessità di costoro, tendenzialmente legate all'accudimento della prole e allo svolgimento di faccende domestiche, con le necessità produttive aziendali. Ad esempio, la possibilità di realizzare un terzo turno produttivo era praticamente impossibile.

I sunk cost

La regola aurea della valutazione di ogni progetto è che essa deve basarsi unicamente su flussi economici differenziali. Considerare entrate e uscite monetarie che si avrebbero comunque, indipendentemente dall'intrapresa del progetto, può condurre a errori di valutazione anche molto rilevanti. Tuttavia, molti studi (Arkes e Blumer, 1985; Kogut, 1990; Roodhooft e Warlop, 1999; Fantino, 2004) dimostrano che in genere i decisori non sono molto bravi nell'individuazione dei flussi differenziali. Un fenomeno noto in letteratura (e altrettanto nella pratica, a dire il vero) è l'errata considerazione dei *sunk cost*. I costi affondati si riferiscono a elementi di costo che sono indipendenti dalla specifica decisione che si sta valutando, poiché derivano da decisioni già prese nel passato. In quanto invarianti rispetto alla decisione da

prendere, non dovrebbero essere considerati ai fini della decisione.

Anche nel caso in oggetto, il tema dei *sunk cost* è stato particolarmente rilevante, complice, tra l'altro, la prospettiva prettamente contabile con cui la valutazione del progetto era stata intrapresa. Il tema si approfondisce nelle pagine che seguono.

Eccesso di ottimismo e di fiducia in sé

La valutazione di un'opzione decisionale dovrebbe confrontare benefici e rischi attesi. Ne siamo tutti consapevoli, eppure spesso capita che questo confronto non sia equilibrato. Spesso ci si lamenta dell'incertezza rilevante in cui si opera, eppure quando si tratta di investire risorse anche rilevanti, questa incertezza sembra dissolta dalla sicurezza con cui si procede all'investimento. Molti studi evidenziano il ruolo che l'eccessivo ottimismo e la rilevante sicurezza nelle proprie capacità giocano nella generazione di situazioni potenzialmente molto dannose (Biondi e Marzo, 2011; Zíka e Koblovský, 2016; Slovic, 1987 e 2000; Puri e Robinson, 2007; Olsen, 2011; Shefrin, 2011).

L'eccesso di ottimismo (*overoptimism*) si concretizza nella sovra-valutazione di risultati positivi attesi e nella sottovalutazione dei negativi (Hogarth e Makridakis, 1981). Esso può derivare dall'incapacità del decisore di collegare il problema attuale con i risultati delle decisioni che aveva assunto nel passato (Kahneman e Lovallo, 1993), oppure dal fatto che speranze e desideri si sostituiscano alla previsione ponderata di ciò che il futuro riserva (Weinstein, 1980).

Proprio l'analogia esasperata del progetto di delocalizzazione in nord-Africa con l'esperienza in Polonia genera, nel caso in analisi, un rilevante ottimismo circa i risultati della delocalizzazione. L'eccesso di ottimismo è presente nelle stime dei flussi di cassa dei progetti di investimento (Pohlman, Santiago e Markel, 1988), nella (sotto-) valutazione dei tassi di attualizzazione impiegati (Ascher, 1993) e, addirittura, nelle previsioni degli analisti esperti (Pruitt e Gitman, 1987; Statman e Tyebjee 1985).

L'eccesso di fiducia (*overconfidence*) deriva dalla personalità degli individui (Schaefer, Williams, Goodie e Campbell, 2004) oppure è generato da situazioni contingenti. L'eccesso di fiducia deriva, ad esempio, dal fatto che il decisore