

# WIN West MENT





# SEI SUGGERIMENTI PER MIGLIORARE LA VALUTAZIONE DEI PROGETTI DI INVESTIMENTO

*LE MODALITÀ CON CUI LE IMPRESE CONDUCONO LA VALUTAZIONE DEI PROGETTI DI INVESTIMENTO SONO SPESSO POCO EFFICACI, POICHÉ TRASCURANO ELEMENTI FONDAMENTALI DEL VALORE DEL PROGETTO. QUESTO ARTICOLO OFFRE ALCUNI SUGGERIMENTI PER MIGLIORARNE LA VALUTAZIONE*

di GIUSEPPE MARZO

*Ricercatore e Professore di Economia Aziendale, Università di Ferrara  
e Membro del Comitato Direttivo del Master CFO, ANDAF e Università di Ferrara*

e ELENA SCARPINO

*Partner di Edeos - Consulenza Formazione Ricerca*

Le decisioni di investimento sono tra le più importanti decisioni aziendali, poiché impegnano notevoli risorse finanziarie, organizzative e umane, e rappresentano il primo passo per la generazione di ulteriori utili e benefici a vantaggio dell'impresa. Eppure capita che talvolta esse ricevano meno attenzione di quanto richiederebbero.

L'esperienza con aziende di medie e grandi dimensioni, anche quotate in borsa, ci ha insegnato che le modalità con cui alcune di esse svolgono la valutazione dei progetti di investimento possono essere rese più efficaci.

In questo articolo presentiamo alcuni suggerimenti che possono contribuire al miglioramento del processo di valutazione dei progetti di investimento.

**1) Un indicatore da solo non è mai abbastanza.** Le imprese di medio-grandi dimensioni impiegano generalmente la metodologia del Valore Attuale Netto (VAN, o *Net Present Value* - NPV) per valutare i progetti di investimento. 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.

L'attualizzazione avviene, tipicamente, a 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, 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 il sovrareddito complessivo che, nelle previsioni, sarà generato dal progetto. In linea di principio il NPV basterebbe a decidere se investire o no. Nella realtà, però, le imprese si scontrano con una serie di condizioni che la teoria generalmente considera risolte in partenza. Una di queste ha a che fare con vincoli e restrizioni finanziarie. Il caso di un'impresa del settore automobilistico 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. Il *Pay-Back Period* (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. Molti manuali di finanza criticano il PBP perché è tipicamente miope: non considera infatti i flussi di cassa successivi al recupero delle somme investite. Questo costituisce un problema solo nel caso il PBP sia l'unico criterio-guida per la valutazione e la selezione dei progetti, mentre non influisce se è un indicatore di complemento rispetto al NPV (Biondi e Marzo, 2011).

Il PBP è solo uno dei possibili indicatori associabili al NPV. Altri indicatori, di tipo qualitativo, possono essere impiegati per controbilanciare la difficoltà di tradurre tutti i costi e i benefici di un progetto in termini monetari. Essi possono "misurare", per esempio, la difficoltà tecnica di realizzare il progetto o il grado di consonanza del progetto con la complessiva strategia aziendale.

**2) Ignorare l'incertezza non è il modo migliore per risolverla.** Accade sovente di sentire le imprese lamentarsi dell'incertezza rilevante in cui sono costrette a operare. E accade anche di osservare che uno dei modi preferiti per ridurre o risolvere l'incertezza è... ignorarla.

Tipicamente, e a dispetto dell'incertezza dichiarata, la valutazione di un progetto prevede un unico scenario, non tiene conto della possibilità di cambiare la struttura del progetto 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!

Ci siamo chiesti perché questo avvenga, e ci siamo dati tre risposte plausibili. La prima, esoterica, è che questo comportamento possa essere una forma di esorcismo contro l'incertezza e il rischio che ne potrebbe conseguire. Ignorarla, insomma, servirebbe a ridurre gli effetti negativi. La seconda, razionalista, è che un manager razionale che voglia dimostrare di avere il controllo del futuro suo e della sua azienda non possa dimostrarsi troppo possibilista. La terza, sulla quale scommettiamo, è che alcune particolarità delle metodologie di valutazione degli investimenti non siano del tutto note, generando così errori di valutazione e opportunità non sfruttate. Di seguito ne analizziamo alcuni. Prima di farlo è però utile soffermarsi sulla necessità di cambiare approccio. Il detto "occhio non vede cuore non duole" non può applicarsi ai progetti di investimento. Non voler vedere l'incertezza non aiuterà a dissolverla. L'approccio migliore è secondo noi quello di incorporare l'incertezza nelle valutazioni dei progetti.

**3) Non tutti i flussi di cassa sono uguali.** Abbiamo detto prima che il NPV attualizza i flussi di cassa attesi a un tasso espressivo del costo del capitale dell'impresa. L'idea di base è che coloro che investono nell'impresa sopportano un rischio che può essere bilanciato chiedendo un rendimento a esso commisurato. Tuttavia non tutti i flussi di cassa relativi al progetto di investimento sono affetti dallo stesso rischio. Attualizzare i flussi a 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. Grazie ad alcuni accordi che l'impresa aveva sottoscritto, in uno dei progetti analizzati i flussi di cassa attesi erano abbastanza certi. Quei flussi andavano perciò attualizzati a un tasso inferiore rispetto a quello impiegato per gli altri. Un altro esempio: il WACC considera il costo del debito al netto del risparmio fiscale connesso alla sua deducibilità fiscale. In pratica, se il debito costa il 10% all'anno e l'aliquota fiscale sul reddito d'impresa è del 40%, il costo effettivamente a carico dell'impresa è solo del 6% all'anno (ipotizzando per semplicità la completa deducibilità degli interessi). Che il beneficio fiscale del debito abbia lo stesso grado di rischio degli altri componenti del flusso di cassa è tuttavia dubbio. Alcune volte il beneficio è abbastanza certo, altre assai in-

certo. Di questo occorre tener conto sia nella determinazione dei flussi di cassa, sia nel tasso di attualizzazione che si sceglie.

#### 4) Esplicitare e incorporare l'incertezza nelle stime.

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 proprio modello economico-finanziario, quello cioè che consente di calcolare i flussi di cassa attesi e quindi il NPV, non già un valore unico e puntuale ma una distribuzione di possibili valori che rappresenti l'incertezza della stima. Si può dunque stimare il costo variabile di produzione unitario non come un valore fisso, ad esempio di 3 €/unità, ma come una distribuzione probabilistica triangolare che – pur prevedendo 3 €/unità come valore più probabile – considera anche l'eventualità che quel costo possa assumere valori in un range compreso tra 2,5 e 3,6 €/unità. In questo modo anche le variabili di *output* (ad 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.

La simulazione Montecarlo può però avere anche un'altra funzione. I soci di un'impresa e i loro primi collaboratori stavano valutando la possibilità di ricorrere a un fondo di investimento per finanziare un interessante progetto, ma ognuno di essi aveva un'idea molto diversa dagli altri in merito al valore del progetto e quindi alle richieste da negoziare con il fondo. La simulazione Montecarlo è stata impiegata per raccogliere le diverse stime in merito alle variabili fondamentali del progetto e per fornire la rappresentazione probabilistica del NPV che ne derivava, contribuendo così al chiarimento della strategia da attuare per la richiesta di finanziamento.

5) **Quando il WACC non è abbastanza.** Abbiamo detto prima che molte imprese impiegano il WACC per l'attualizzazione dei flussi di cassa attesi da un progetto di

investimento al fine di calcolarne il NPV. Altre, in modo alternativo, lo impiegano come parametro di confronto del Tasso Interno di Rendimento (TIR, o *Internal Rate of Return* - IRR) del progetto.

In ogni caso il WACC rappresenta la remunerazione che i finanziatori dell'impresa richiedono per investire i loro capitali nell'impresa e assoggettarli al rischio di gestione. Tuttavia, per quanto il WACC consideri adeguatamente il rischio sopportato da quei soggetti, esso non considera adeguatamente il rischio che grava sull'impresa. In poche parole, esso è insufficiente dal punto di vista dell'impresa. Ci rendiamo conto che l'affermazione appena fatta vada contro quasi tutti i manuali di finanza ortodossa, e perciò è opportuno svolgere alcune ulteriori considerazioni per renderla più chiara.

I finanziatori dell'impresa sono più diversificati dell'impresa e possono così accontentarsi di un rendimento atteso inferiore. Perciò, se da un lato accettare progetti con un NPV positivo e calcolato in base al WACC consente di remunerare adeguatamente i finanziatori dell'impresa, dall'altro non garantisce che il rendimento per l'impresa sia adeguato al rischio di cui essa si fa carico. In altri termini, non tutto ciò che luccica è oro: un NPV positivo potrebbe non esserlo realmente se è stato calcolato in base al WACC.

La teoria finanziaria su cui si basa l'impiego del WACC di fatto si concentra sulla remunerazione dei soggetti finanziari senza però prestare all'impresa l'importanza che dovrebbe esserle data. Ciò che conta sono solo i singoli soggetti che operano sul mercato dei capitali (Zingales, 2000; Marzo, 2007). Non si considera che l'impresa sviluppa competenze e innovazioni che non possono essere sostituite dalla semplice attività di investimento in titoli esistenti. Anche l'impresa perciò deve essere protetta dai rischi, non solo i suoi finanziatori. E un modo per farlo è impiegare tassi di attualizzazione più elevati del WACC o, alternativamente, considerare un livello di NPV al di sotto del quale non accettare progetti (Marzo, 2012).

6) **La flessibilità ha un valore... se si impara a riconoscerla.** Sempre in tema di incertezza, 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 che 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 prosecuzione del progetto se le informazioni che a quel momento saranno disponibili circa la sua profittabilità glielo consiglieranno. In questo secondo caso, con la sospensione del progetto, l'impresa sospenderà anche le potenziali perdite che deriverebbero dalla sua continuazione. 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 anche la gestione attiva del progetto. Una volta abbiamo supportato un'impresa nella valutazione di un progetto per la realizzazione di un impianto di 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 avrebbe consentito il passaggio dalla produzione di C1 alla produzione di C2 – e viceversa – in funzione della convenienza del momento.

In questo articolo abbiamo presentato sei suggerimenti dai grandi effetti, tutti allo scopo di migliorare il processo di valutazione dei progetti di investimento: 1) impiegare un set di indicatori per cogliere i vari aspetti di un progetto; 2) incorporare in modo esplicito l'incertezza nella valutazione del progetto; 3) valutare ogni componente del flusso di cassa atteso in funzione della sua specifica rischiosità; 4) impiegare la simulazione per dare profondità all'analisi;

5) considerare che il rischio cui si sottopone l'impresa è generalmente maggiore rispetto a quello corso dai suoi finanziatori; 6) riconoscere e valutare la flessibilità incorporata nei progetti di investimento.

A chi fosse arrivato fino in fondo alla lettura, e si stesse ora chiedendo quanto questi suggerimenti siano facili o difficili da implementare, lasciamo due riflessioni per stimolarlo all'azione. Per esperienza possiamo dire che tutti e sei i suggerimenti presentati sono realizzabili, e che alcuni di essi possono essere incorporati con facilità nei sistemi di valutazione già impiegati dalle imprese. Si tenga presente che alcuni dei suggerimenti possono essere applicati coinvolgendo solo le risorse della Direzione Finanza.

Quelli che richiedono il coinvolgimento anche di altre funzioni comportano un maggior onere che, tuttavia, secondo la nostra esperienza è ampiamente giustificato dai vantaggi che ne derivano, poiché si stimola l'organizzazione ad attuare una gestione attiva dei progetti di investimento.



#### 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.
- Luherman T. A. (1997), Using APV: A better tool for valuing operations, *Harvard Business Review*, Maggio-Giugno, pp. 145-154.
- Marzo G., (2006), *Management, Valutazioni, Incertezza. Un'analisi critica della teoria delle opzioni reali*, CEDAM, 2005.
- Marzo G. (2007), Economics and finance of the firm as an entity, in Biondi Y., Canziani A. e Kirat T. (a cura di), *The firm as an entity: implications for economics, accounting and law*, Routledge, pp. 317-347.
- Marzo G., (2011), *Investment project valuation from the entity-firm perspective*, scaricabile da [http://papers.ssm.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1710549](http://papers.ssm.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1710549).
- Zingales, L. (2000). In search of new foundation, *Journal of Finance*, 55(4), pp. 1623-1653.