

Gli investimenti, colonne portanti della creazione di valore



di Alberto Bubbio

La redditività degli investimenti è alla base delle decisioni strategiche di un'impresa, il flusso di risorse generate è infatti in grado di influire sul business e sulla capacità competitiva della stessa impresa nel mercato di appartenenza. Ma quali criteri è possibile adottare in sede di valutazione degli investimenti?

Premessa

La redditività degli investimenti è sì un obiettivo, ma anche e soprattutto un mezzo al fine di salvaguardare la continuità aziendale. Solo se un'impresa è in grado di avere una soddisfacente redditività (redditività in termini percentuali elevata o anche redditività in termini percentuali contenuta ma con ricavi particolarmente elevati), potrà generare un consistente flusso di risorse finanziarie da gestione corrente, con il quale finanziare gli investimenti in grado di sviluppare e consolidare la propria capacità competitiva.

Nel circuito appena descritto il posizionamento degli investimenti alla base del circuito stesso è facilmente qualificabile: tutto parte da un investimento e si alimenta in positivo solo se i successivi investimenti risultano strategicamente corretti. Per essere tali gli investimenti devono:

- non solo e non tanto assicurare un periodo di recupero (Payback Period) rapido, un Tasso Interno di rendimento (Internal Rate Return) maggiore di prescelto tasso obiettivo o un valore attuale netto (Net Present Value) positivo;
- ma anche garantire un consolidamento o meglio ancora un potenziamento della posizione competitiva dell'impresa, del suo posizionamento strategico sul mercato.

Se tutto questo è condivisibile è necessario prestare attenzione ai criteri con i quali si valutano gli investimenti in azienda. Troppo spesso si affrontano con superficialità dando troppo peso o ai soli riflessi strategici dell'investimento o, peggio, ai soli ritorni economico-finanziari. Nel primo caso si rischia di non conseguire gli attesi e congrui ritorni economici, anche in considerazione della rischiosità dell'in-

vestimento. Nel secondo caso si rischia di privilegiare investimenti dal ritorno economico sicuro e rapido, nel breve termine.

La soluzione potrebbe essere una valutazione bilanciata di queste due dimensioni: l'attrattività strategica di un investimento e la sua convenienza economica.

I tradizionali criteri di valutazione degli investimenti: avvertenze per l'uso

Negli anni le esperienze maturate nell'applicazione dei tradizionali criteri di valutazione dei progetti di investimento hanno consentito di imparare due cose: la prima è quella appena ricordata (non limitarsi alla sola valutazione di convenienza economica), la seconda è che, anche la valutazione della convenienza economica richiede che siano rispettati alcuni principi e si sia coscienti dei possibili effetti distorcitori di alcune semplificazioni della realtà.

Queste «avvertenze per l'uso» ci si augura possano essere di una qualche utilità pratica.

Una prima riflessione nasce dalla constatazione che il processo di valutazione e selezione dei progetti di investimento è una fase particolarmente delicata della più ampia attività di direzione. Dai risultati di questo processo infatti dipende l'economicità nel tempo della gestione e quindi la capacità di un'impresa di durare nel tempo.

L'obiettivo di una procedura per la valutazione dei progetti di investimento deve essere quindi quello di aiutare a evitare errori strategici, di stimolare l'analisi di tutte le conseguenze di un investimento. Non sono in gioco solo le risorse finanziarie.

La valutazione degli investimenti come parte del più ampio processo di allocazione delle risorse pro-

ductive non sempre ha ricevuto adeguata attenzione dalla letteratura di management (1). Tuttavia è sufficiente pensare a decisioni come il tentativo di rilanciare un prodotto maturo, l'apertura di un'unità organizzativa all'estero per entrare in un nuovo mercato, l'avvio di un nuovo insediamento produttivo in aree geografiche non industrializzate, per cogliere le vaste implicazioni strategiche ed organizzative di certe scelte d'investimento.

Gli esempi potrebbero continuare, ma valga per tutti un problema oggi frequente nelle imprese: la valutazione di progetti di investimento che prevedono un'automazione dei processi produttivi. Come hanno dimostrato alcuni studiosi (2) e come si è potuto constatare direttamente, questo tipo di investimenti, valutato con i tradizionali criteri, quasi mai risulta economicamente conveniente. Ma questo poiché restano fuori dalla valutazione tutti quegli aspetti qualitativi o difficilmente qualificabili come: la costanza nei livelli qualitativi dei prodotti, il vantaggio competitivo di essere stati tra i primi ad avere investito nelle nuove tecnologie di processo (esperienza e relazione con i fornitori delle nuove tecnologie), la possibile riduzione dei tempi che intercorrono tra l'acquisizione dell'ordine e l'evasione dello stesso (minori tempi per il lancio in produzione, minori tempi di lavorazione, ecc.).

L'elemento comune dei casi sopra richiamati è che la valutazione del progetto di investimento, unicamente in termini di convenienza economica, per quanto l'analisi risulti sofisticata, potrebbe risultare una fonte di scelte errate dalle conseguenze gravi sulla capacità competitiva dell'impresa nel tempo.

Se a tutto ciò si aggiunge poi che nei calcoli economici si possono commettere anche degli errori di metodo, ecco che il cerchio si chiude.

Si pensi in proposito alla delicatezza di scelte come quella relativa ai costi da inserire nelle proiezioni economiche di un progetto di investimento. Quante volte ci si pone la domanda se considerare solo i costi specifici (*traceable cost*) dell'investimento o anche una quota di costi di struttura aziendale comuni? E che risposta viene data?

In proposito, qualora si desideri apprezzare la validità dell'investimento indipendentemente dalla struttura aziendale nella quale questo va ad inserirsi, si dovrebbero considerare i soli costi specifici di investimento. Si tratta di quegli elementi di costo che subiscono una variazione nel loro importo complessivo o nascono solo se si decide di effettuare l'investimento.

E ancora si pensi al diverso apprezzamento della

convenienza economica al quale si può giungere ampliando o restringendo l'arco temporale considerato dalle proiezioni economiche. Il processo di selezione dei progetti di investimento si fa sempre più esigente quanto più si restringe l'arco temporale. Tuttavia si pensi a come verrebbero trattati in questo caso progetti con ritorni elevati solo dopo il quinto o sesto anno e magari ritorni anche molto incerti; è probabile che tali progetti siano scartati a favore di progetti caratterizzati da ritorni economici consistenti entro i cinque - sei anni.

È questo uno dei motivi che ha spinto alcuni studiosi a suggerire il ricorso alla teoria delle opzioni.

Si pensi infine all'ottimismo o al pessimismo che i numeri delle proiezioni economiche possono celare. Newman (1975) correttamente sottolinea il ruolo centrale svolto dalla persona che elabora le proiezioni. Quanto più l'investimento «piace» a chi effettua queste proiezioni tanto più i risultati economici delle proiezioni sono positivi e di conseguenza aumentano le probabilità che la valutazione economica finale risulti positiva.

Lo stesso Bower sottolinea come le proiezioni economico-finanziarie relative ad un investimento varino in relazione con: 1) il tipo di progetto d'investimento; 2) le caratteristiche del business nel quale si deve realizzare l'investimento; 3) il tipo di manager.

Come valutare gli investimenti negli assets intangibili

Nella prassi di molte aziende le procedure di valutazione degli investimenti sono ancora quelle proposte da Joel Dean nel 1951 in piena era fordista (3) e talvolta neanche riviste in base alle sopra ricordate avvertenze per l'uso.

Ma gli investimenti che oggi le imprese devono valutare sono sempre meno in beni tangibili (impianti e immobili) e sempre più in immobilizzazioni immateriali o risorse intangibili.

Da tutto ciò nasce l'esigenza di richiamare quelli che nell'esperienza si sono rivelati i pilastri sui quali deve poggiare un efficace processo di valutazione degli investimenti.

Note:

(1) Se si eccettua infatti *Managing the Resource Allocation Process* di Bower (1970) pochi altri lavori sono stati specificamente dedicati a questo tema, molti ne hanno invece trattato gli aspetti matematico-finanziari.

(2) Kaplan R., 1986 e Donna G., 1992.

(3) Joel Dean, *Managerial Economics*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, N.J. 1951; in particolare capitolo 10 pp.549-610

Un primo pilastro è l'impossibilità di applicare in modo automatico e asettico le tecniche di capital budgeting (4). È quindi necessario tener presenti le premesse strategiche e le implicazioni organizzative delle singole alternative di investimento.

Alle prime anche Bierman e Smidt prestano, in una recente edizione del loro lavoro una precisa enfasi, per rafforzare la quale si propongono due strumenti di lavoro.

Il primo è rappresentato da una check-list (Tavola 1), che costringe a considerare, in modo esplicito, una serie di variabili qualitative che potrebbero essere coinvolte nella realizzazione del progetto di investimento oggetto di valutazione. Tali variabili ne qualificerebbero l'interesse strategico. In primo luogo si tratta di valutare se queste variabili sono in qualche modo influenzate dalla realizzazione dell'investimento e qualora lo siano quale criticità esse assumano. In secondo luogo si tratta di riconoscere a queste variabili un peso. Questa valutazione soggettiva può essere effettuata da un gruppo più o meno ampio di persone. In terzo luogo si può determinare, moltiplicando i valori per i pesi, un valore medio ponderato che può essere utile per posizionare il singolo progetto di investimento in una matrice a due dimensioni: Attrattività Strategica Convenienza Economica (Tavola 2). Ed è questo il secondo stru-

mento di lavoro che si propone all'attenzione del lettore.

Con tale matrice si è in grado di posizionare e conseguentemente valutare i progetti di investimento oltre che lungo la dimensione tradizionale (convenienza economica) anche nelle loro implicazioni strategiche. Per i singoli progetti ne possono derivare nuove diversi possibili posizionamenti. Quelli critici risultano esser quelli che incrociano un elevato o un medio interesse strategico con l'assenza di una convenienza economica (quadrati di sinistra in alto) e quelli che incrociano una elevata convenienza economica con uno scarso interesse strategico. Sono questi i progetti da analizzare più attentamente prima di procedere ad una scelta definitiva.

Ma una volta considerate le implicazioni strategiche restano ancora da considerare le possibili conseguenze organizzative dei progetti di investimento. Basta pensare a cosa significhi entrare in logiche di automazione dei processi di fabbricazione o delle attività di ufficio per cogliere l'importanza degli

Nota:

(4) Sui rischi di un simile processo decisionale, basato unicamente sulla ricerca ossessiva dei «numeri giusti» a fini di valutazione quantitativa, già ammoniva Charles Horngren: «Meglio essere approssimativamente corretti, piuttosto che sicuramente in errore».

Tavola 1 – Valutazione dell'attrattività strategica di un progetto d'investimento

Variabili non quantificabili e risorse invisibili	Valore (1 -10) Espressione della criticità delle variabili e delle risorse	Peso riconosciuto	Valore medio Ponderato
Rafforzamento / Difesa della posizione competitiva in termini:			
- Quota di mercato			
- Immagine			
- Ampiezza dei servizi			
Sviluppo patrimonio tecnologico			
Sviluppo patrimonio umano			
Sviluppo patrimonio commerciale			
Ingresso in nuovi mercati			
Sinergia con altri Business			
Sinergia con altre aree funzionali			
Rapporti con stakeholder (fornitori, istituzioni finanziarie, istituzioni politiche)			
TOTALE			

impatti organizzativi dei singoli progetti. Il «salto culturale» richiesto alle persone è rilevante.

Anche questo «salto» va preparato. Va, innanzitutto, valutato e poi pianificato nelle sue conseguenze sul piano formativo e sul piano dei flussi operativi. È anche questo un investimento e per di più con tutte le caratteristiche dell'investimento in risorse invisibili.

La rilevanza spesso assunta proprio da questi ultimi investimenti è quella che più ha messo in crisi i tradizionali criteri di valutazione degli investimenti.

Quando si valutano gli investimenti è necessario guardare sistematicamente in avanti e nel modo più completo possibile, senza attimi di distrazione. Potrebbero essere fatali. L'obiettivo è preciso: scorgere prontamente eventuali ostacoli o variazioni lungo il percorso che rendono necessari cambiamenti nella direzione di marcia strategicamente deliberata.

Tavola 2 – Matrice a due dimensioni: Attrattività Strategica Convenienza Economica

Attrattività strategica del progetto di investimento	Alto			
	Medio			
	Scarso			
		nulla	media	elevata
		Convenienza economica dei progetti di investimento		

ON-LINE

Banca dati Professione azienda

Bilancio, Revisione contabile, Contabilità

Abbonamento on-line + 2 cd-rom all'anno

Professione Azienda è la nuova soluzione on-line modulare che fornisce tutte le risposte per affrontare con sicurezza l'amministrazione dell'azienda. **Commenti d'autore, tools, formule, check list e flow chart**, oltre a tutta la documentazione ufficiale in materia, permettono a chi si occupa di gestione aziendale (sia all'interno dell'impresa sia come consulente) di avere gli strumenti da utilizzare tutti i giorni nella propria attività.

Professione azienda contiene inoltre **"ITER – guida agli adempimenti dell'azienda"**: un utile ed immediato percorso delle attività legate all'amministrazione dell'azienda, dalla costituzione alla liquidazione, dalla tenuta di libri e registri alle operazioni contabili, dalla valutazione delle voci di bilancio al controllo contabile. Tutti gli adempimenti aziendali vengono descritti in sintesi e collegati alla documentazione (ufficiale e d'autore) di riferimento contenuta nei moduli: **Bilancio, Contabilità, Revisione contabile.**

Bilancio: affronta tutte le tematiche relative a bilancio d'esercizio e consolidato, reddito d'impresa, adempimenti civilistici, contabili e fiscali, operazioni straordinarie, organi e operazioni societarie, bilanci di aziende di settori speciali. In par-

ticolare ampio spazio è dedicato all'analisi delle singole voci di bilancio (delle quali sono analizzati aspetti civilistici, fiscali e principi contabili);

Contabilità: analizza a 360° e con grande dettaglio tutte le operazioni contabili dell'azienda (dagli acquisti, alle vendite agli investimenti ecc.). Numerosi casi pratici, ricercabili anche tramite un agevole indice per operazioni aziendali, permettono di avere esempi pratici di come contabilizzare le operazioni.

Revisione: una banca dati innovativa e unica sul mercato. Fornisce al revisore, al sindaco e in generale a chi si occupa di controllo contabile, tutti gli strumenti (dottrina, formule, carte di lavoro e check list) per svolgere l'attività di revisione e controllo, oltre a fornire un inquadramento della materia e dell'attività, necessario per chi per la prima volta affronta l'organizzazione del lavoro di revisione.

Per informazioni:

- **Servizio Informazioni Commerciali**
(tel. 02.82476794 – fax 02.82476403)
- **Agenzia Ipsoa di zona**
(www.ipsoa.it/agenzie)
- **www.ipsoa.it**

