

LA STRATEGIA DEL VALORE TRA CONFLITTUALITÀ ED EQUILIBRIO DI INTERESSI*

1. Introduzione

L'impresa è certamente una delle più straordinarie opere dell'uomo, frutto della sua creatività, ingegnosità e laboriosità.

Il passaggio da una economia sociale primitiva, fondata sulle arti, sui mestieri e sui traffici mercantili a quella, assai più evoluta, in età pre-rinascimentale, raffigurabile nei mercanti e nei banchieri imprenditori, segna l'avvento dell'impresa.

Le grandi trasformazioni determinate dalle scoperte scientifiche, dalle esplorazioni geografiche culminate, simbolicamente, nella conquista del nuovo mondo, vedono nella figura dell'imprenditore il protagonista illuminato del crescente sviluppo economico.

Occorre tuttavia attendere il XIX secolo perché l'impresa sospinta dal vento rivoluzionario del liberismo commerciale (antesigano della globalizzazione), si avventuri nella sfida all'industrialismo acquisendo natura, forme e dimensioni in precedenza sconosciute.

La missione dell'impresa culminerà nel capitalismo moderno del primo Novecento, ben caratterizzato dalla produzione di massa e dalla esaltazione dei mitici capitani di industria, Henry Ford, uno per tutti.

Ma la storia dell'impresa non finisce qui, anzi, superata la famosa crisi degli anni '30, riprende con eccezionale vigore, sull'incentivo di gravi conflitti mondiali ma anche e soprattutto per l'incredibile accelerazione storica del progresso scientifico e tecnologico.

Già apprezzabile, ricca di contributi intellettuali, la cultura dell'impresa cresce e si afferma negli studi superiori, nelle stesse aziende e nella società civile, sempre più partecipe delle sue alterne fortune.

La consapevolezza del valore oggettivo dell'impresa, del contributo arrecato al benessere collettivo, è tale da superare anche le più accese diatribe ideologiche sulla ripartizione della ricchezza prodotta.

Oggi, alle soglie del terzo millennio, l'impresa appare completamente trasformata, quasi geneticamente modificata¹.

Ci si chiede allora, di fronte a un cambiamento così epocale, quale possa essere la chiave di lettura dell'impresa per correttamente interpretare i giudizi di valore nel rispetto della attribuzione a pluralità di interessi ed aspettative.

Nella bella, semplice ma essenziale concettualità che Amaduzzi fornisce per le aziende di produzione, è chiaramente presente il finalismo dell'impresa «*al conseguimento del reddito nel senso economico di profitto*». Il profitto dà senso e misura al valore dell'impresa; è il riconoscimento all'imprenditorialità, al rischio, al successo anche se determinato con il concorso della fortuna.

Il valore dell'impresa non può essere disgiunto da quello del profitto; la correlazione tra le due grandezze è sicuramente avvincente al punto da convincere una certa scuola di pensiero manageriale a scommettere tutta la politica aziendale sulla esasperata ricerca della massima profittabilità.

* Estratto da: Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale, n. 1-2, 2002.

¹ Cfr. G. Bruni, *La missione dell'impresa nella prospettiva del nuovo millennio*, Prolusione per l'Anno Accademico 1999-2000, Università di Verona, 2000.

La questione che poniamo è tuttavia un'altra; sono le ragioni dell'essenza stessa del profitto che vanno ricercate, oltre le condizioni oggettive dell'equilibrio economico, nella duplice relatività, tendenziale nel tempo durevole e relazionale rispetto ad una ambientazione compatibile.

La funzione generatrice del profitto non può quindi restare avulsa da un più ampio contesto di condizioni di equilibrio che contemplino anche l'assimilazione del sistema dei rischi, dei vincoli e dei gradi di libertà all'operare dell'impresa; condizioni dalla cui verifica dipende, in definitiva, la fondatezza del giudizio di valore economico. Ma anche questo approccio più avanzato e, in ogni caso, meno semplicistico di tante formulazioni empiriche o pseudo-razionali non sembra rendere giustizia delle mille incongruenze, contraddizioni e perfino abusi in materia di valutazioni.

Il passaggio all'analisi del valore finanziario del capitale dell'impresa comporta ulteriormente l'immissione di altre variabili concernenti sia le peculiarità negoziali e dei mercati dei titoli azionari, sia gli assetti strategici di *corporate governance* tra equilibrio e conflittualità di interessi.

Il quadro risultante è particolarmente complesso ed è difficile pensare alla formulazione di una strategia del valore basata su un'univoca proposizione di missione, di obiettivi e di scelte.

È condivisibile, quindi, un approccio che veda propedeuticamente una strategia di impresa e per ASA (*business strategy*) mirata essenzialmente ad ottimizzare le condizioni oggettive dell'equilibrio economico aziendale attraverso la ricerca, il conseguimento e lo sfruttamento del vantaggio competitivo.

L'analisi economica tramite una "matrice del valore" ottenuta incrociando le "attività aziendali" con le "aree d'affari" può sicuramente favorire l'intelligenza di interventi mirati, selettivamente, sulla "catena del valore" e sul "differenziale competitivo".

Dopodiché l'analisi finanziaria passa attraverso la formulazione di una strategia societaria (*corporate strategy*) dell'impresa o della *holding* di gruppo, mediante la quale il *focus* degli obiettivi di missione si sposta verso un altro ordine di profili aziendali che riguardano, oltre la ripartizione del valore, la *governance* e, non ultimo, la conflittualità e l'equilibrio di interessi nella *governance* aziendale.



2. Il valore economico dell'impresa

Il valore economico dell'impresa realizza, fondamentalmente, la capacità di generare nuova ricchezza attraverso l'organizzazione e la gestione dei processi integrati della produzione e dello scambio di beni e/o servizi.

Sussiste quindi un nesso di strumentalità, ovvero di causalità e di effetto, tra la funzione generatrice del valore della ricchezza espressa dal sistema aziendale e il valore stesso dell'impresa².

Si potrebbe dire, emblematicamente: "l'impresa vale perché crea valore!".

Propedeuticamente ad una corretta analisi strategica dei processi del valore che si concatenano nell'economia dell'impresa, è bene portare chiarezza su tre punti essenziali.

Al primo punto osserviamo che se, logicamente, esiste una stretta correlazione tra il valore economico generato dall'impresa, quale segno vitale della sua durevole esistenza, e il valore dell'impresa in quanto tale, è altrettanto vero che le rispettive categorie concettuali, ripetiamo "valore generato dall'impresa" e "valore dell'impresa" vanno comunque tenute distinte, ancorché tra loro accostate.

Diverso è, infatti, l'ordine di grandezza che le caratterizza poiché diversa è l'attribuzione economica e, altrettanto, lo scopo stesso della loro misurazione, rappresentazione ed interpretazione.

Non viene quindi posta in discussione l'interazione tra le categorie economico-contabili che, rispettivamente, configurano da un lato il reddito e il capitale di esercizio e, dall'altro, il valore dell'impresa.

Ove pur si intendesse commisurare il capitale economico dell'impresa astraendo dalla matrice contabile del valore sarebbe comunque indispensabile surrogare con procedimenti analogici o simulati, forse non del tutto inutili, sotto il profilo empirico, ancorché scarsamente accreditabili sul piano scientifico.

Una "contabilità del valore" impostata per corrispondere all'esigenza di determinare il capitale economico dell'impresa non può, infatti, prescindere dal collegarsi con il sistema informativo contabile, dal quale derivare le originarie grandezze di flusso (e di fondo) di valore generato dall'impresa.

Grandezze che, come sappiamo, procedono, quanto ai flussi, progressivamente configurabili, dal valore di mercato del prodotto, al valore aggiunto, al reddito operativo, al reddito netto dell'esercizio.

Per il capitale, oltre alla distinzione tra il capitale investito e il capitale proprio di rischio giova anche poter disporre di situazioni infrannuali (possibilmente tre o quattro) così da mediare, significativamente, il livello di disponibilità delle fonti.

Ma, in definitiva, è sulla relazione fondamentale tra il reddito operativo e il capitale mediamente investito che, opportunamente "normalizzata", si innesta l'ulteriore sviluppo metodologico teso ad estrapolare ed elaborare, direttamente o indirettamente (computando autonomamente l'avviamento), il valore dell'impresa configurabile quale capitale economico.

È bene, peraltro, ribadire la diversa concettualità tra la classica rappresentazione contabile del "capitale di bilancio" o patrimonio netto (inteso come fondo astratto di valori rispetto al quale commisurare il risultato dell'esercizio) e quella del "capitale economico", espressione quantitativa del valore dell'impresa.

Diversità di configurazione e di scopo del capitale di bilancio e del capitale economico che si riflette sulle rispettive valutazioni dettate da principi, criteri e metodiche altrettanto differenti.

Si può quindi osservare, che, pur non prescindendo del tutto dal sistema dei valori di bilancio, la determinazione del capitale economico ne trasfigura la connotazione eminentemente storica

² Amaduzzi nell'affermare che «La funzione dell'impresa è quella di generare ed autorigenerare processi di produzione e raggiungere condizioni di equilibrio a valere in tempo indeterminato» osservava ulteriormente come «anche il problema discusso in teoria della valutazione dell'impresa come complesso economico può essere meglio risolto, se si aggiunge la considerazione del grado di potere autorigeneratore dell'impresa da valutare». Cfr. A. Amaduzzi, *Funzione autorigeneratrice dell'impresa ed evoluzione dei principi*, RIREA, n. 1-2, 1989, pag. 8.

nell'ottica delle condizioni prospettive dei processi produttivi e delle tendenze di sviluppo dell'impresa.

Il secondo punto da considerare è che il bilancio rappresenta, in ogni caso, un ausilio indispensabile per la valutazione del capitale economico e ciò, sia, per la sua congenita attitudine segnaletica nel rivelare andamenti e situazioni, sia, e forse soprattutto, per l'elevata induzione semiologica che può essere ritratta dallo stesso ad opera di abili quanto esperti "analisti finanziari"; induzione che può sicuramente giovare nella valutazione della compatibilità dei piani di sviluppo dell'impresa rispetto alle condizioni in essere dell'equilibrio economico aziendale.

Di contro sarebbe imprudente sopravvalutare le possibilità di conoscenza che il bilancio può offrire, essendone ben noti i limiti congeniti.

Uno dei limiti notevoli, forse il maggiore, della rilevazione contabile e, di riflesso, del bilancio concerne l'inadeguata capacità di misurazione e di rappresentazione del valore dei cosiddetti beni immateriali (brevetti, marchi, *know-how* tecnologico, competenze intellettuali, ecc.) che pur alimentano il processo del valore quali fattori critici di successo e, comunque, di vantaggio competitivo.

Il cosiddetto "patrimonio intangibile" ancorché non rilevabile (salvo i casi di esplicita manifestazione del suo costo) è componente determinante ai fini del valore economico dell'impresa e non può, pertanto, essere, in alcun modo, ignorato.

Preme, inoltre, considerare che comunque sfuggono alla rilevazione contabile tutte quelle circostanze esogene rispetto all'impresa e che, non di meno, influiscono anzi sono vere e proprie variabili che integrano il "calcolo combinatorio del valore".

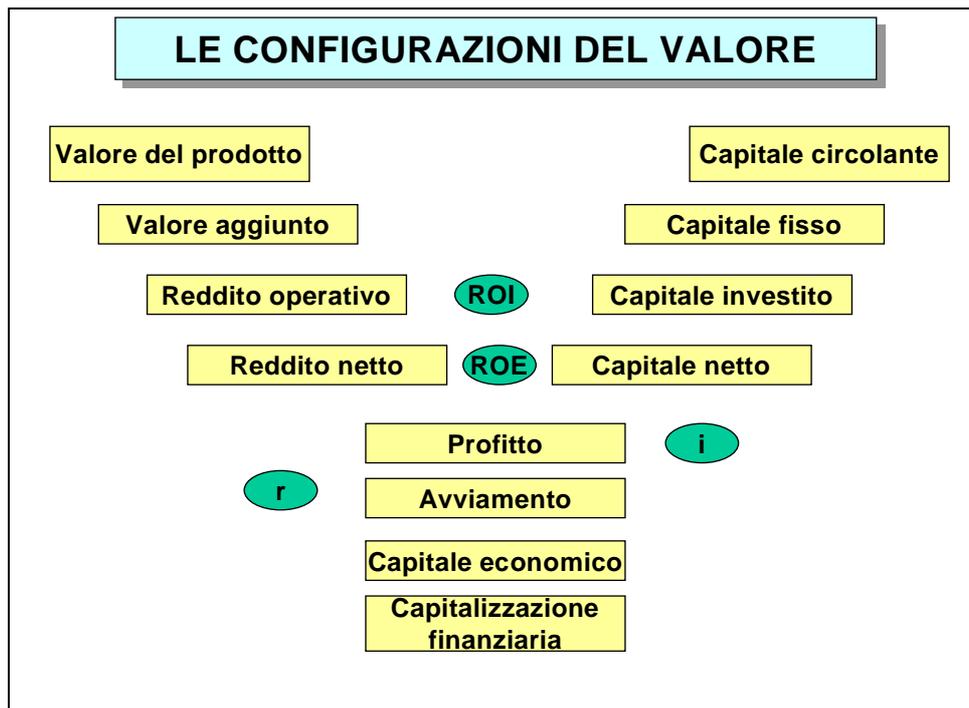
Intendiamo riferirci particolarmente ai differenti "saggi d'interesse" ponderabili sul capitale investito e al "sistema dei rischi" aziendali, di mercato, e ambientali dalla cui mutevole intensità dipende la grandezza del capitale economico.

È noto, infatti, come a saggi crescenti di interesse e di rischio, corrisponda, inversamente, la generalizzata flessione del valore delle imprese.

Il terzo punto, certamente non ultimo per importanza, riguarda l'analisi del valore per quelle imprese che sono rette in forma societaria e, in ispecie, quelle con azioni quotate in Borsa.

Per siffatte imprese il valore della "capitalizzazione di Borsa" oltre che dipendere dai risultati economici dell'impresa, dalla congiuntura e dalle tendenze dei mercati in genere, è influenzato da un'ulteriore molteplicità di circostanze alle quali occorre prestare attenzione.

Di particolare rilievo e considerazione sono, a questo riguardo, le dinamiche evolutive strutturali, societarie e finanziarie dell'impresa, che corrispondono a decisioni di straordinaria o eccezionalmente intensa valenza strategica.



Nondimeno, gli stessi profili di *corporate governance* per le inerenti aspettative, interessi ed interventi conseguenti, possono assai significativamente condizionare, se non del tutto, stravolgere o disattendere l'andamento del mercato azionario, perfino in aperta contraddizione rispetto agli "indicatori fondamentali" dell'economia dell'impresa.

In definitiva, una prima riflessione scaturisce da questo pur breve saggio di studio: il valore economico dell'impresa, in quanto fenomeno vitale, è espressione delle condizioni prospettiche di equilibrio e di sviluppo, organico e funzionale, del sistema aziendale compatibilmente con i vincoli e i gradi di libertà del sistema ambientale di appartenenza.

In quanto grandezza, la commensurabilità del valore richiede strumenti più avanzati rispetto alla rilevazione contabile tradizionale, pur fornendo (il bilancio in particolare) un imprescindibile supporto informativo di base.

Né, d'altro canto, come già sopra accennato, può concedersi un sicuro affidamento alle cosiddette "metodiche empiriche" adottate dagli analisti finanziari, metodiche che, troppo frequentemente, si sono rivelate clamorosamente fallaci; altrettanto dicasi dei modelli matematico-predittivi la cui validità, pur sempre relativa, se può essere accettabile per vaste generalizzazioni non è affatto dimostrabile per i casi singoli.

La risposta che, più razionalmente, può illuminare la conoscenza intorno al valore del capitale economico dell'impresa non può che venire da una specifica "contabilità del valore": una contabilità, da intendersi, ovviamente, in senso ellittico, che sappia coniugare le derivate del sistema informativo aziendale (consuntivi e piani di sviluppo) da cui ritrarre la matrice di base del valore, con le ulteriori determinanti (immaterialità, saggi di interesse e profili di rischio) che integrano il calcolo del valore dell'impresa³.

E ci fermiamo qui, per il momento, riservandoci di considerare in seguito le residue variabili che possono concorrere a differenziare ulteriormente il valore economico del capitale dell'impresa dal valore dei titoli rappresentativi, cioè le azioni negoziabili sul mercato finanziario.

³ Il procedimento della contabilità del valore: dalla normalizzazione del reddito alla determinazione del profitto economico, trova specifica trattazione in un nostro recente lavoro al quale facciamo rinvio. Cfr. G. Bruni, *Contabilità del valore per aree strategiche d'affari*, Giappichelli, Torino, 1999, pag. 65-127.

3. Le determinanti strategiche del profitto

La complessità del fenomeno del valore economico dell'impresa in quanto tale e la non lieve difficoltà della sua misurazione, rappresentazione, analisi ed interpretazione, non è certo minore dell'interesse straordinario che suscita il tema per lo studioso come per coloro, imprenditori, dirigenti, azionisti, *stakeholders* e analisti professionali, che, nei rispettivi ruoli, debbono valutare, decidere e comportarsi conseguentemente.

L'analisi del valore prima ancora della sua proposizione strategica, può essere opportunamente condotta su due piani distinti: l'uno, in una concezione, squisitamente economico-aziendale, di strategia d'impresa, l'altro secondo una visione, societaria e finanziaria, di *corporate strategy*⁴.

Non tralasciando ovviamente, le interdipendenze tra i due piani di studio e di analisi.

In quanto strategia d'impresa, quella del valore considera principalmente le determinanti economiche del valore che concorrono alla sua redditività e profittabilità, stante il pseudo-assioma "più profitto più valore".

Le determinanti economiche strategiche del valore si individuano, pertanto, nella struttura stessa dell'impresa nel suo sistema organizzativo e funzionale e nei conseguenti processi di produzione, distribuzione e vendita dei prodotti.

Anche i processi ausiliari e amministrativi concorrono, sia pure indirettamente, alla formazione del valore nella misura in cui supportano efficacemente i processi economici e finanziari; va da sé che, in ogni caso, l'efficienza operativa e l'economicità di spesa contribuiscono direttamente ad accrescere la redditività dell'impresa.

Il modello analitico che proponiamo prevede la costruzione di una originale "matrice del valore" che disponga, da un lato, le "aree strategiche di affari (prodotto/mercato – ASA)" previamente selezionate e, dall'altro, lo sviluppo del valore, distintamente, per "attività" funzionali ai processi produttivi.

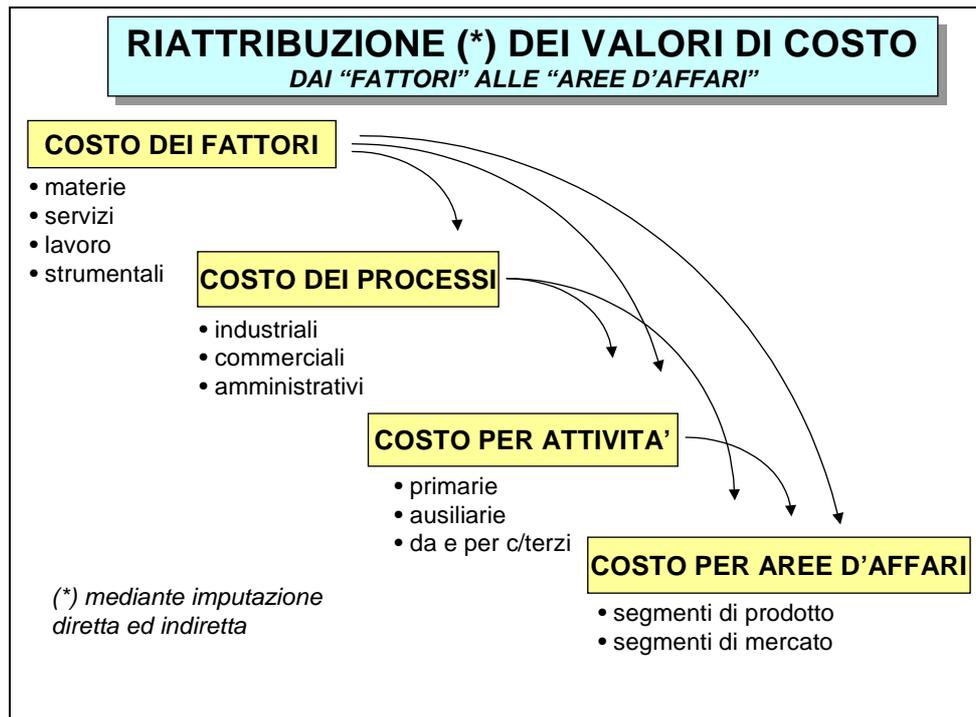
Ovviamente, quanto più numerose sono le ASA tanto più complessa diventa la disaggregazione del valore sulla matrice, mentre nel caso di un'impresa che producesse un solo prodotto per un solo mercato il tutto si semplificherebbe nell'analisi strategica della "catena del valore" (in senso "porteriano"), per processi tradizionali e/o per attività aziendali.

All'interno di ogni sequenza funzionale di processo (dalla produzione alla distribuzione, alla vendita) possono quindi trovare evidenza (sempre che si possa disporre di un'idonea contabilità manageriale progredita) i dati matriciali del valore ulteriormente disaggregati sia "per attività", sia "per aree strategiche d'affari".

A mero titolo esemplificativo potrebbero in tal modo essere messe in luce svariate "opzioni di valore" ben oltre il classico dilemma *make or buy*?

Si possono così ipotizzare tutta una serie di arbitraggi tra il ricorso all'*outsourcing*, la lavorazione da o per conto terzi, il decentramento della produzione nei Paesi in via di sviluppo, l'automazione integrale degli impianti e dei macchinari, la riformulazione della logistica aziendale, da quella in supporto alla produzione a quella distributiva per la vendita e così via dicendo.

⁴ A livello di principi, la stessa dottrina americana, da Andrew a Porter e secondo un generalizzato orientamento, conviene nel porre su piani accostati ma diversi la *business strategy* (competitiva) e la *corporate strategy* (del valore). Scrive Andrews: «*Corporate strategy is an organization process, in many ways inseparable from the structure behaviour and culture of the company in which it take place. Nevertheless we may abstract from the process two important aspects, interrelated in real life but separable for the purposes of analysis. The first of these we may call formulation, the second implementation*». Cfr. K. Andrew, *The concept of corporate strategy*, Homewood, 1987, pag. 16 e M. Porter, *From Competitive Advantage to Corporate Strategy*, Harvard Business Review, May-June, 1987, pagg. 43-59.



Ovviamente, non dovranno essere trascurati gli effetti indotti sul sistema di misurazione dei costi unitari (specie in presenza di fenomeni di congiunzione tecnico-economica) e, non ultimo, il diverso rapporto che si andasse ad instaurare tra qualità e costo dei prodotti in ragione delle attività proposte in alternativa.

Si deve, a questo riguardo, ulteriormente osservare che l'orientamento strategico verso un'eccessiva "esternalizzazione" o altre formule che comunque conducessero a sottrarre quote sempre più rilevanti di valore aggiunto, potrebbe far pervenire – così come è accaduto, esemplarmente, per una storica, prestigiosa industria italiana – alla progressiva destrutturazione dell'azienda, alla perdita di competenze nelle risorse umane, di *know-how* e, in ultima analisi, alla perdita di valore, per non dire dei riflessi sociali e sul territorio.

A livello di politiche di prodotto e di mercato, la strategia del valore potrebbe ulteriormente passare attraverso la ricerca di una combinazione ottimale delle leve reddituali.

Ricordiamo come, agendo sui ricavi delle vendite e/o sul margine di contribuzione "l'effetto moltiplicatore di leva" (pari al rapporto tra il margine di contribuzione e il reddito operativo), porterebbe ad un incremento più che proporzionale del reddito conseguibile.

Di converso, agendo sui costi fissi, si otterrebbe un analogo effetto di leva strutturale (pari al rapporto tra i costi fissi e il reddito operativo) ma in misura inversamente proporzionale.

Chiaramente, la complessità delle determinanti in gioco e gli stretti legami tra di esse intercorrenti non rendono agevole la manovra delle leve con il rischio di modificare la formula di equilibrio reddituale senza un chiaro disegno strategico da realizzare.

Un disegno che, per non essere fine a sé stesso, va inquadrato nell'ambito della strategia competitiva dell'impresa (con particolare accento sulle ASA) dove si esaltano quelle capacità imprenditoriali e manageriali che rappresentano un fattore altamente critico nel processo di creazione del valore⁵.

⁵ Secondo gli autori di "A new management philosophy" si richiede ai *managers* di concepire le loro imprese come "value creators" piuttosto che come "value appropriators" – e conseguentemente: «the shift of emphasis is a great inside firms. In the logic of a turbulent organizational economy, competitive advantage is anchored in the company's ability to innovate its way temporarily out of relentless market pressures. As companies change focus from value appropriation to value creation, facilitating cooperation among people takes precedence over enforcing compliance, and initiative becomes more valued than obedience. The manager's primary task is refined from institutionalizing

E tuttavia la strategia del valore non esaurisce la sua missione con l'ottimizzazione del reddito operativo, da un lato, e con l'affermazione dell'impresa sul mercato, sia in termini di posizionamento strategico sia per i vantaggi competitivi acquisiti, dall'altro.

Rimane, per ultimo, ma non per importanza, il risvolto finanziario del processo del valore.

L'attività economica dell'impresa richiede infatti investimenti di capitale, sia fisso che circolante, che determinano il fabbisogno finanziario al quale si dà copertura ricorrendo all'autofinanziamento, al conferimento di capitali e all'indebitamento finanziario.

Quando l'autofinanziamento per utili indivisi si consolida assieme al capitale, il tutto costituisce il patrimonio netto o capitale di rischio dell'impresa che a sua volta, assieme all'indebitamento finanziario (netto di eventuali attivi finanziari) esprime il totale delle fonti di capitale investito nell'impresa.

Ciò richiamato, poiché i debiti finanziari sono, per definizione, a titolo oneroso, gli interessi passivi corrisposti (al netto di quelli attivi eventualmente percepiti) vengono ad assorbire parte del valore generato dalla gestione economica in funzione dell'esposizione finanziaria (netta), della natura tecnica delle operazioni finanziarie poste in essere nonché, ovviamente, dei saggi di interesse e, in definitiva, del saggio effettivo medio ponderato.

Se la gestione finanziaria è sostanzialmente ininfluenza rispetto al valore generato è pur vero che, nella trasfigurazione dal reddito operativo al reddito lordo delle imposte, gli oneri finanziari sostenuti possono assorbirne una porzione più o meno rilevante fino al limite di azzerare il risultato economico, o addirittura, renderlo di segno negativo.

| LA MATRICE STRATEGICA DEL VALORE | | | | | | |
|---|------|-----|-----|---|---|--------|
| PER "ATTIVITA' AZIENDALI" E PER "AREE D'AFFARI" | | | | | | |
| ATTIVITA' | AREE | | | | | |
| | 1 | 2 | 3 | • | • | TOTALI |
| COSTI | | | | | | |
| A | xxx | xxx | xxx | • | • | xxx |
| B | xxx | xxx | xxx | • | • | xxx |
| C | xxx | xxx | xxx | • | • | xxx |
| | • | • | • | • | • | • |
| | • | • | • | • | • | • |
| | • | • | • | • | • | • |
| | • | • | • | • | • | • |
| TOT. COSTI | xxx | xxx | xxx | • | • | xxx |
| RICAMI | xxx | xxx | xxx | • | • | xxx |
| REDDITO OP. | xxx | xxx | xxx | • | • | xxx |
| CAP. INVEST | xxx | xxx | xxx | • | • | xxx |

LEGENDA

- Le attività aziendali assorbono valore di costo dalle risorse e dai processi per commutarlo sui beni e sui servizi prodotti
- Le aree d'affari realizzano valore di ricavo dai segmenti prodotti/mercati

Sono strategiche le ATTIVITA' e le AREE determinanti per la catena del valore nella prospettiva di sviluppo dell'impresa.

La strategia del valore mirata sulla finanza aziendale, deve quindi attentamente considerare le scelte-opportunità per ridurre anzitutto il fabbisogno di capitale "differendo" o "dismettendo" investimenti ritenuti non strategici o improduttivi, "accelerando" la rotazione del capitale circolante, oppure "destrutturando" talune attività ausiliarie optando per l'*outsourcing* o per altri accorgimenti tattici.

Enfatizzare la strategia del valore sul contenimento del capitale investito ovvero svuotare di contenuto industriale l'azienda, potrebbe tuttavia rivelarsi dannoso per il suo stesso equilibrio nel medio-lungo termine.

L'esasperazione della dottrina manageriale implicita nella nota formula denominata *Economic Value Added* – EVA, può indurre politiche aziendali ad alto rischio, quale ad esempio il postergare il rinnovo o l'ammodernamento tecnologico degli impianti o il disincentivare gli investimenti in ricerca e sviluppo.

Il tutto ovviamente nell'intento – invero assai poco strategico – di esaltare nel breve termine gli indicatori della redditività rispettivamente sul capitale investito (*ROI*) e sul capitale proprio (*ROE*).

Passando dal lato delle fonti del capitale investito, si osserva come la strategia del valore possa avvalersi di diverse leve tra cui, *in primis*, quella classica, finanziaria, atta a fungere da volano di aumento della redditività netta rispetto alla redditività operativa ($ROE > ROI$) alla condizione che il “saggio di interesse, medio ponderato” corrispondente all'indebitamento finanziario risulti inferiore (con un congruo margine di sicurezza) rispetto al *ROI*.

L'uso scriteriato ed imprudente della leva finanziaria, senza una chiara visione strategica degli effetti indotti e collaterali, può compromettere seriamente l'equilibrio strutturale patrimoniale ove, ad esempio, un'azienda dovesse risultare eccessivamente sottocapitalizzata rispetto al valore di investimenti immobilizzati o inalienabili, proprio in quanto strategici.

Altri ancora possono essere gli interventi sulla finanza aziendale, nell'ottica della strategia mirata alla massimizzazione del profitto.

Tra i più frequentemente adottati ricordiamo le operazioni di *buy-back*, ovvero di acquisto di azioni proprie da parte di una società con il duplice effetto, da un lato, di sostenere il valore del titolo in borsa e, dall'altro, di ridurre il capitale netto elevando, di conseguenza, a parità di reddito dell'impresa, la sua profittabilità.

Sempre in consonanza, nell'intento di accentuare la profittabilità dell'impresa e, di riflesso, il suo valore economico si ricordano le operazioni di scissione (non già – si badi bene – quelle di scorporo) mediante le quali è possibile contrarre, anche assai sensibilmente, il capitale investito dismettendo rami d'azienda o elementi patrimoniali ritenuti non strategici o, comunque, non adeguatamente contributivi al processo del valore.

Ed ancora, per lo stesso fine, un'ulteriore ipotesi di riduzione del capitale investito potrebbe rappresentarsi in presenza di un significativo esubero di disponibilità liquide (*free-capital*) ove queste venissero erogate sotto forma di dividendo straordinario da assegnarsi agli azionisti (più raramente sotto forma di riduzione del capitale sociale).

Da ultimo, si potrebbe osservare come anche il limitare la politica dell'autofinanziamento a favore di un elevato rendimento dei titoli azionari mediante un alto *payout* di dividendi rispetto all'utile netto oltre che incontrare l'apprezzamento del mercato finanziario concorrerebbe, a sua volta, a contenere il capitale di rischio e, di contro, ad innalzare ulteriormente il suo grado di profittabilità.

Il secondo momento della strategia del valore – strategia comunque formulata sulla ricerca delle condizioni di equilibrio economico dell'impresa a valere nel tempo ovvero, più esplicitamente di “durevole profittabilità” – riguarda il valore stesso dell'impresa, come già inizialmente premesso.

Non v'è infatti da dubitare sulla corrispondenza di fondo tra il valore del profitto e quello del capitale economico poiché è proprio il “gradiente atteso di profittabilità” ad offrire il merito di quanto vale investire in un'impresa per gli impegni da assumere, per l'incertezza del futuro e per i rischi conseguenti.

Se si può ben riconoscere nella profittabilità dell'impresa la determinante fondamentale del suo valore economico, così da far ritenere prioritaria una strategia aziendale tesa all'obiettivo del

massimo profitto, è pur vero che altre ancora sono le condizioni e le circostanze che influiscono sulla valutazione del capitale economico dell'impresa.

La prima di queste condizioni risiede nel rischio di valore, più precisamente inteso come sistema di rischi, endogeni ed esogeni, all'impresa che si riflettono sulla sua capacità di creare profitto.

Il rischio di profitto è parte integrante del valore economico dell'impresa ma, proprio per la sua difficoltà, se non impossibile, sicura ponderabilità, fermo restando il peso determinante delle condizioni di equilibrio del sistema aziendale, l'apprezzamento che se ne trae può essere, oggettivamente, mutevole nella relatività di spazio e di tempo, così come soggettiva è la propensione, non meno dell'aspettativa individuale.

Talché le scelte di valore sono altresì scelte di rischio per l'impresa e viceversa.

Ciò spiega come, pur disponendo degli stessi dati, il teorema valutativo del capitale economico dell'impresa possa trovare le soluzioni più contraddittorie, perfino da parte di un medesimo soggetto nel volgere di un breve lasso temporale.

La strategia del valore, in quanto strategia aziendale, si definisce quindi con la valorizzazione del capitale economico derivata dalla profittabilità prospettica (eventualmente integrata con valori immateriali inespressi).

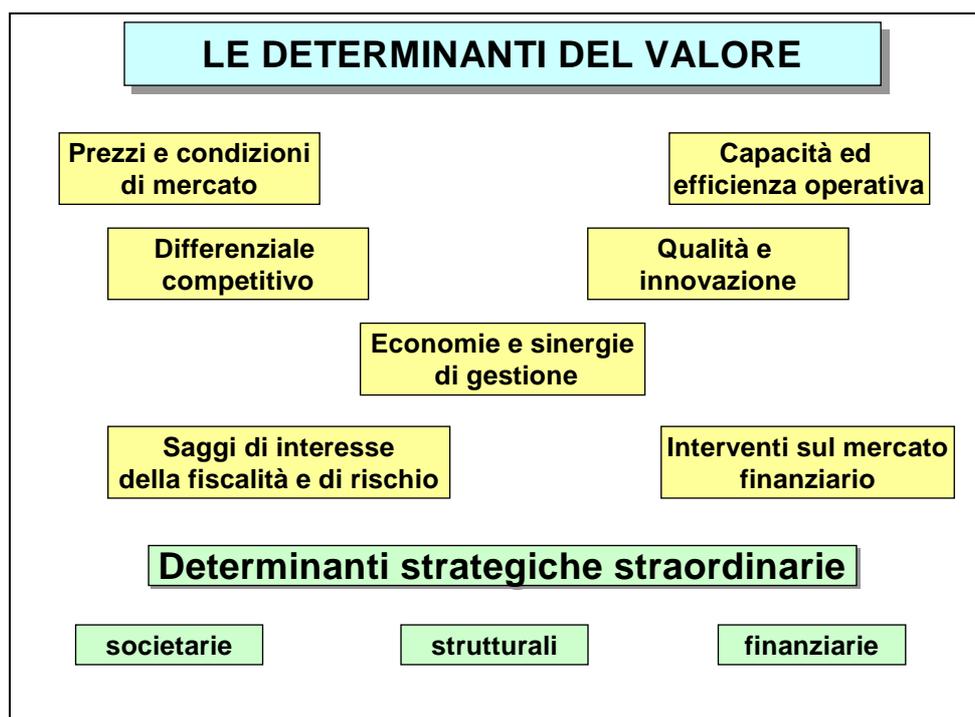
La consapevolezza del valore economico dell'impresa offre, già di per sé, un cospicuo elemento di riscontro ai fini del controllo strategico sugli obiettivi di missione perseguiti.

Nelle imprese individuali, familiari o comunque a ristretta base personalistica è l'imprenditore il soggetto economico dominante, fattore e arbitro delle sorti dell'impresa, nel proprio, prevalente, se non esclusivo, personale interesse; interesse che, di fondo, collima con quello vitale dell'impresa.

Altrettanto non può affermarsi nelle imprese capitalistiche, rette in forma di società azionaria e, più in particolare, per quelle quotate in Borsa a larga diffusione.

Per queste ultime infatti, e per le cosiddette *public companies* in ispecie, il soggetto economico assume una connotazione certamente molto più complessa.

Anche il valore economico dell'impresa, ricercato e conseguito attraverso l'obiettivo della profittabilità, non può più essere considerato fine a sé stesso quale estremo indicatore dell'efficacia delle competenze imprenditoriali, utile magari per verificare e confrontare le scelte strategiche di profitto.



Non certo per ipotizzare valori di cessione o di successione per i quali altre ragioni e motivazioni, ben diverse da quelle economiche, possono soccorrere.

Si consideri attentamente che il valore dell'impresa può essere condizionato a dismisura dal suo massimo fattore critico di successo: per l'appunto il valore altamente soggettivo, epperò non trascurabile, dell'imprenditorialità⁶.

Ed ecco allora che, riferendoci, finalmente, alle imprese capitalistiche, sul tema del valore economico del capitale si apre il capitolo dell'analisi strategica quella che, propriamente, si richiama alla cosiddetta *corporate strategy*.

4. Le strategie societarie e finanziarie

L'esercizio dell'impresa nella forma societaria capitalistica della società per azioni comporta un sensibile innalzamento del profilo strategico della dottrina del valore.

Alle società azionarie, per quelle quotate in borsa in modo più particolare, si apre infatti lo scenario di possibili opzioni strategiche che investono la strutturalità aziendale su piani molteplici, diversi, ma anche complementari.

Dai processi evolutivi a cui può essere sottoposta l'organizzazione dell'impresa, alla gamma delle operazioni aggregative e disaggregative (fusioni e scissioni, concentrazioni e scorpori, *venture capital*, ecc.), alla poliedrica modularità delle forme di gruppo, all'agilità con cui intervenire nelle dimensioni aziendali attraverso acquisizioni e dismissioni, all'accesso privilegiato al mercato dei capitali ed ai più sofisticati strumenti finanziari ed azionari e, non ultimo, alla stessa *governance* societaria, il classico rapporto "strategia-struttura" si riqualifica nell'ottica del valore.

Il riflesso delle azioni strategiche strutturali sull'economia dell'impresa e sulla sua condizione di profittabilità è evidente, ma può essere, di volta in volta, più o meno differito, sebbene vada debitamente osservato come, per qualsiasi metamorfosi aziendale, anche quelle organiche più profonde dimostrino ormai tempi di realizzazione sempre più abbreviati.

Certo è che quanto più è traumatica, ancorché utilmente strategica, l'innovazione strutturale, quale che essa sia, non è immaginabile che possa lasciare indenne il sistema aziendale da squilibri organici, funzionali, e quindi anche economici.

Nel breve andare è possibile e altrettanto verosimile che le "diseconomie di cambiamento" possano fare aggio sulle auspicate "economie di sviluppo" andando così ad influire sul processo di creazione del valore del profitto, commutandone il segno in negativo.

In presenza di un'economia globale, sempre più aperta, esposta ai ritmi accelerati del cambiamento culturale, dei bisogni e del progresso scientifico e tecnologico, l'eccesso di rigidità strutturale dell'impresa può, in effetti, accrescere il rischio di adattamento strategico alle prospettive evolutive e innovative del mercato.

Ciò spiega altresì come la stessa strategia del valore non possa prescindere da una visione del futuro, sempre lungimirante, ma maggiormente illuminata, flessibile negli atteggiamenti, pronta a riflettere i mutamenti di tendenza sulla progettualità delle condizioni di equilibrio e di sviluppo del sistema economico aziendale⁷.

⁶ Scrive Bertini come «il successo aziendale, più che da scelte e orientamenti precisi, nasce da una particolare "filosofia" della gestione; da una concezione evolutiva della vita dell'azienda, nella sua doppia realtà soggettiva ed oggettiva. La genesi e lo sviluppo del successo, vanno inquadrati in un rapporto dinamico ed evolutivo delle forze interne dell'azienda con quelle dell'ambiente esterno in cui l'azienda gravita. Solo rinnovando costantemente la struttura dell'azienda ed adeguandola continuamente alle esigenze del mercato, quasi forzandone gli orientamenti, è possibile, infatti, definire un quadro organico di strategie autenticamente vincenti». Cfr. U. Bertini, *Scritti di politica aziendale*, Giappichelli, Torino, 1995, pag. 193.

⁷ «Many managers wisely limit structure in situations in which innovation is critical to success, such as business start-ups or in business that are attacking new markets and technologies. Limiting structure is also wise in established

Il timore che può ragionevolmente sussistere, è quello di lasciar cadere, all'opposto, l'azienda in un eccesso di destrutturazione organica esponendola così al rischio, non meno grave, di disabilitarla alla sua funzionalità, alla sua autonomia e, quindi, alla sua stessa governabilità abbandonandola nel caos dei regimi economici altamente perturbati.

Saggezza vuole che l'equilibrio sia nella mediazione tra l'esigenza inconfutabile dell'adattamento strategico e quella, altrettanto imprescindibile, della salvaguardia dell'integrità strutturale dell'impresa e, in definitiva – come recita Amaduzzi – della funzione rigeneratrice del valore.

Ci sono poi processi di riorganizzazione strutturale (emblematico è il caso delle fusioni) dove all'integrazione economica già relativamente complessa si annovera quella, ben maggiormente problematica, tra diverse culture aziendali e diverse competenze umane con probabili forti crisi di rigetto.

Ma allora, come mai, ci si chiede, a fronte di una flessione o comunque di una reattività incerta o negativa del sistema aziendale sul piano della profittabilità, non solo nel breve termine, possa ancora ritenersi compatibile la crescita di valore dell'impresa?

Può essere il caso, ad esempio, dell'acquisizione di una partecipazione, con successiva incorporazione che abbia comportato il prezzo comprensivo di un rilevante onere a titolo di avviamento (o di altro valore immateriale); onere da ammortizzare che andrà comunque a ridurre il reddito della società incorporante, prima ancora che la stessa possa beneficiare delle sperate economie di fusione.

La spiegazione di un siffatto fenomeno non va quindi ricercata attraverso l'analisi retrospettiva, storica, del profitto bensì nel mutamento di prospettiva nell'ottica, auspicata, di una favorevole evoluzione strategica dell'impresa.

Sarà quindi direttamente il capitale economico dell'impresa a scontare la mutazione in atto e tendenziale del processo del valore, verosimilmente compensando e superando l'effetto, ritenuto temporaneo, della flessione reddituale.

V'è peraltro da riflettere su una sorta di *relativa autonomia del valore economico del capitale* anche rispetto alle stesse condizioni di profittabilità dell'impresa.

Un siffatto, singolare, aspetto del fenomeno del valore merita quindi di essere preso in considerazione per almeno più di un'ipotesi di lavoro.

Una prima può essere quella, invero resa esasperata da recenti esperienze e casi aziendali, di imprese di nuova costituzione che si prefiggono di operare nel settore della cosiddetta *new economy* dove le prospettive, peraltro assai remote, di profittabilità, sono principalmente condizionate da due fattori critici di successo: l'acquisizione di un consistente "portafoglio ordini di clienti" e la persistenza del vantaggio competitivo connesso all'innovazione tecnologica.

La prospettiva o, meglio, la speranza di un profitto d'impresa a tasso crescente esponenziale (comunque non prima di un congruo periodo di avviamento a regime) può, a prima vista, far ritenere condivisibile un'ipotesi di alta capitalizzazione del flusso di valore economico che verrà generato.

Di contro sembra assai più ragionevole, a parere di chi scrive, ritenere che vi sia da dubitare della fidelizzazione della clientela per un nuovo mercato altamente instabile e aperto alla concorrenza globale, mentre, d'altro canto, l'innovazione tecnologica così come rapidamente crea vantaggio competitivo può, altrettanto rapidamente, subire gli effetti dell'obsolescenza per, quindi, riflettere sul valore un elevato grado di volatilità, ovvero una veloce dispersione di consistenza.

*companies attempting to revitalize a lethargic bureaucracy. Some managers limit structure simply because of their personal preference for nontraditional, nonhierarchical forms of organizing or because they employ creative professionals. The chaos trap arises when managers go too far and demonize structure as the anathema that stifles freedom, flexibility and innovation». Cfr. S.L. Brown - K. M. Eisenhardt, *Competing on the edge: strategy as structured chaos*. HBSP, Boston, 1998, pag. 34.*

Terzo, infine, il tempo al futuro remoto della prospettiva reddituale e, in definitiva, il rischio dell'incertezza assai elevato (ancorché non sempre scientemente percepito) rendono di gran lunga ben più riservata la "speranza matematica" di realizzare il valore attualizzato del capitale economico⁸.

Un'altra ipotesi di lavoro, sempre al riguardo della genesi diretta del capitale economico può riguardare invece le imprese per le quali il processo di valore non passa del tutto o, comunque, non passa esclusivamente attraverso la creazione di valore aggiunto dal quale far discendere il reddito operativo e, ulteriormente il profitto.

Sono queste, in ispecie, le imprese finanziarie o di partecipazione finanziaria o altre che pur svolgono occasionalmente ma consistentemente, una simile attività.

Volendo, in termini più generali, ci si potrebbe riferire a qualsivoglia attività economica atta a generare profitti piuttosto che da una gestione industriale propriamente detta, dal realizzo di plusvalenze o di minusvalenze di valore di investimenti patrimoniali, finanziari e immobiliari.

In tal caso, anche indipendentemente dal loro realizzo, le intrinseche variazioni di valore di natura patrimoniale, si trasferirebbero direttamente sul valore economico del capitale.

E questa una plausibile spiegazione del fenomeno delle cosiddette imprese ad alta patrimonializzazione (tali sono, ad esempio le assicurazioni) per le quali il rapporto di valore tra capitale economico e capitale netto di funzionamento è, in genere, assai elevato, pur in presenza di una profittabilità relativamente modesta.

L'ultimo passaggio concettuale che si richiede per una compiuta analisi strategica è quello tra il valore del capitale economico comunque espresso (ricordiamo, di derivazione strettamente reddituale, di derivazione reddituale/patrimoniale, di derivazione esclusivamente patrimoniale) e il corrispondente valore finanziario dei titoli rappresentativi, cioè le azioni.

Per brevità abbandoniamo l'ipotesi delle società azionarie non quotate (specie se su base societaria ristretta, familiare o meno) per affrontare direttamente la questione più rilevante.

Premesso che un mercato finanziario sensibile, trasparente ed efficiente dovrebbe esprimere coerentemente (se non del tutto, in stretta correlazione) il valore economico del capitale delle imprese, fatte salve le fluttuazioni congiunturali e quelle dettate dalle tendenze economiche e monetarie generali, la capitalizzazione di borsa di uno specifico titolo può dipendere, in effetti, oltre che da tale intrinseco nesso di causalità, da una molteplicità di altri fattori e circostanze.

Sul piano giuridico ricordiamo anzitutto l'eventuale differenziazione dei titoli in relazione alle loro peculiarità. Vanno quindi tenute distinte le azioni ordinarie da quelle privilegiate da quelle di risparmio. Così come non va trascurato l'accostamento alle obbligazioni convertibili in azioni, ai *warrant* e ad altri diritti cartolari o derivati variamente configurati.

Ma, astraendo dalle tante possibili complicazioni, che possono essere, caso per caso affrontate e risolte, rimane la questione fondamentale del duplice rapporto tra il valore di capitalizzazione di Borsa, sia rispetto a quello del capitale economico, stimato come più sopra detto, sia rispetto a quello del capitale netto di bilancio puro e semplice.

⁸ L'economia contemporanea – osserva Drucker – si rivela sempre più esposta all'incertezza del futuro, rivelando una estrema sensibilità al mutare dei *trend* strutturali o al verificarsi di eventi del tutto inattesi. Ciò si riflette, evidentemente, sul rischio dell'impresa e – sempre a parer suo – poco serve, se non è del tutto controproducente, basare il *planning* aziendale sulla probabilità, prendere le decisioni sull'assunto di un ipotetico futuro. «*To arrive at them, traditional planning asks "What is most likely to happen?" Planning for uncertainty asks, instead, "What has already happened that will create the future?"*. The answers to the question define the potential of opportunities for a given company or industry. To convert this potential into reality requires matching the opportunities with the company's strengths and competence». Cfr. P. Drucker, *Managing in a time of great change. Planning for uncertainty*, Truman Talley books, New York, 1998, pag. 39 e segg.

A questo punto occorre fare alcune considerazioni che rilevano particolarmente, ai fini della trasmissione e diffusione del valore economico dell'impresa, sul corso dei titoli azionari.

La prima riguarda il “flottante” ovvero il volume dei titoli in trattazione in situazioni normali di impresa e di mercato.

Questo dipende sicuramente dalla natura economica dell'impresa emittente (i cosiddetti “titoli da cassetta” per i risparmiatori e per gli investitori istituzionali rivelano, ovviamente, un *turnover* di scambi più rallentati) e nondimeno dal quantitativo delle azioni messe a disposizione per il mercato.

Una società a “maggioranza blindata” di oltre il 50% del capitale sociale, disporrà di un flottante più ridotto.

Ed ecco che si spiega come una moderata se non esigua apertura al mercato, al punto da ritenere ingiustificato l'accesso in Borsa, può dar luogo ad un apprezzamento dei corsi assolutamente scollegato dai “fondamentali economici” dell'impresa.

L'estrema “volatilità” dei titoli può essere favorita anche da modeste eccedenze quantitative di domanda sull'offerta e viceversa.

Di converso un ampio flottante può accendere la contendibilità del titolo – ovviamente, a certe condizioni di prezzo/opportunità – direttamente sul mercato reso vivacizzato da intensi scambi, oppure mediante il ricorso a offerte pubbliche di acquisto (OPA) tese a conquistare una posizione di maggioranza.

Ma il quadro non sarebbe realisticamente compiuto ove non si considerassero, almeno, ancora un paio di importanti circostanze, in qualche modo connesse l'una all'altra.

La prima è che l'interesse a comperare o a vendere i titoli azionari quotati in Borsa non è soltanto quello dei risparmiatori, degli investitori istituzionali (fondi comuni, casse previdenziali, fondazioni, enti caritatevoli, ecc.), delle gestioni patrimoniali private e neanche quello dettato da una fisiologica “componente speculativa” a vantaggio dell'equilibrio del mercato finanziario di cui provvede a correggere le naturali distorsioni.

Può esservi infatti l'interesse degli speculatori puri che, disponendo di capitali ingenti, si muovono con lucida professionalità sul mercato anticipandone le opportunità, là dove si presentano.

L'altra circostanza è ravvisabile nell'azione di quegli operatori, capitalisti, ma anche di imprenditori industriali, uomini d'affari, talvolta anche di personaggi improvvisati, dotati di grande perspicacia e del coraggio di chi non ha nulla o poco da perdere che azzardano operazioni con ben altri intenti, là dove il valore economico dell'impresa e quello stesso delle azioni, è, in senso strategico, solo un “falso scopo” rispetto a quello “vero” di voler scalare e conquistare il controllo societario.

Ma in questo caso o similari può accadere che il mercato venga “passato sopra” con fulminee operazioni di *take-over* apprestando così un nuovo piano di valore anche sensibilmente più elevato rispetto a quello delle correnti quotazioni di Borsa che, nel contraccolpo, potrebbero addirittura flettere in danno agli azionisti terzi⁹.

Ci sarebbe da discutere a lungo su siffatte operazioni strategiche che possono inopinatamente portare al controllo societario in un sistema capitalistico immaturo non proprio senza colpo ferire, ma quasi.

L'arma che viene più facilmente impiegata, (tanto che di straordinario ha veramente assai poco) e che non richiede né fantasia né intelligenza strategica, ma solo tanta spregiudicatezza (e, forse, anche controlli istituzionali da rivedere) è quella del *buy-out*, attuato mediante la “leva finanziaria” associata alla “leva azionaria”.

⁹ Di particolare interesse e attualità è il libro di Brooks, nel quale, per inciso, è detto: «*The corporate takeover, and more particularly the hostile takeover, is the most controversial, and quite possibly the most characteristic, activity of the new investment banking. The economic bases of the takeover wave are usually assumed to be two: the underevaluation (or the perceived underevaluation) of the assets of asset-heavy companies by the stock market and the ready availability of credit in gargantuan amounts from commercial banks and other lenders to finance the efforts of aggressors to get their hands on the undervalued assets at bargain prices. Such bases appear rational, and indeed, on their face, they are*». Cfr. J. Brooks, *The takeover game*, Truman Talley Books, New York, 1998, pagg. 18-19.

Il fatto in sé non sarebbe disdicevole ove non si abusasse di questi strumenti finanziari sia a scapito dell'equilibrio economico aziendale sia degli interessi delle minoranze azionarie e degli *stakeholders* in generale¹⁰.

L'eccesso di leva finanziaria, frutto di una esasperata interpretazione della virtuosità di relazione tra *ROE* e *ROI* in combinazione con il *buy-out* può in effetti consentire l'acquisizione del controllo societario con un minimo di capitale disponibile, provvedendo alla copertura del fabbisogno mediante il ricorso ad un cospicuo indebitamento finanziario destinato, come si sa, a riversarsi – a cose fatte – sulla società controllata sconvolgendone gli equilibri patrimoniali finanziari ed economici preesistenti.

Si ricorderà il caso famoso di MBO della NABISCO CO. che da una posizione finanziaria assai brillante rimase penalizzata, come impresa e per il suo valore in Borsa, per molti anni.

Ma il gioco non si esaurisce con l'uso della leva finanziaria associata ai *buy-out* e ulteriormente combinata con abili *take-over* o, più moderatamente, con offerte pubbliche di acquisto (OPA) o di scambio (OPS).

Non possiamo, infatti trascurare un fenomeno abbastanza banale nella sua concezione ma estremamente efficace nei suoi effetti.

Il fatto consiste nell'impiegare l'uso della partecipazione azionaria in una sorta di “catena di Sant'Antonio del controllo” tale da indurre a dismisura il cosiddetto effetto di “leva azionaria” ovvero, con una curiosa espressione che però rende assai bene l'idea, il “gioco delle scatole cinesi”, tante quante ne occorrono per giungere, in definitiva, a controllare la *governance* di una società pur con una bassissima disponibilità finanziaria.

In concreto ciò vorrà dire, ad esempio, che se una società A (*holding*) ne costituisce un'altra B (in cui partecipa al 50% più una azione), che, a sua volta, procede analogamente in C e così via, con appena quattro società è sufficiente investire il 12,5% del capitale della società terminale operativa per ottenerne il controllo assoluto.

Quanto al residuo 87,5% del capitale questo potrà essere fornito dall'indebitamento finanziario e/o da azionisti terzi in posizione di minoranza.

Potremmo ricordare che, già negli anni sessanta, il gruppo IRI con un analogo modello assicurava allo Stato il controllo di un vasto impero industriale, contribuendo con una minima quota del capitale investito, ricorrendo per la restante consistente parte al mercato finanziario, azionario e obbligazionario in ispecie.

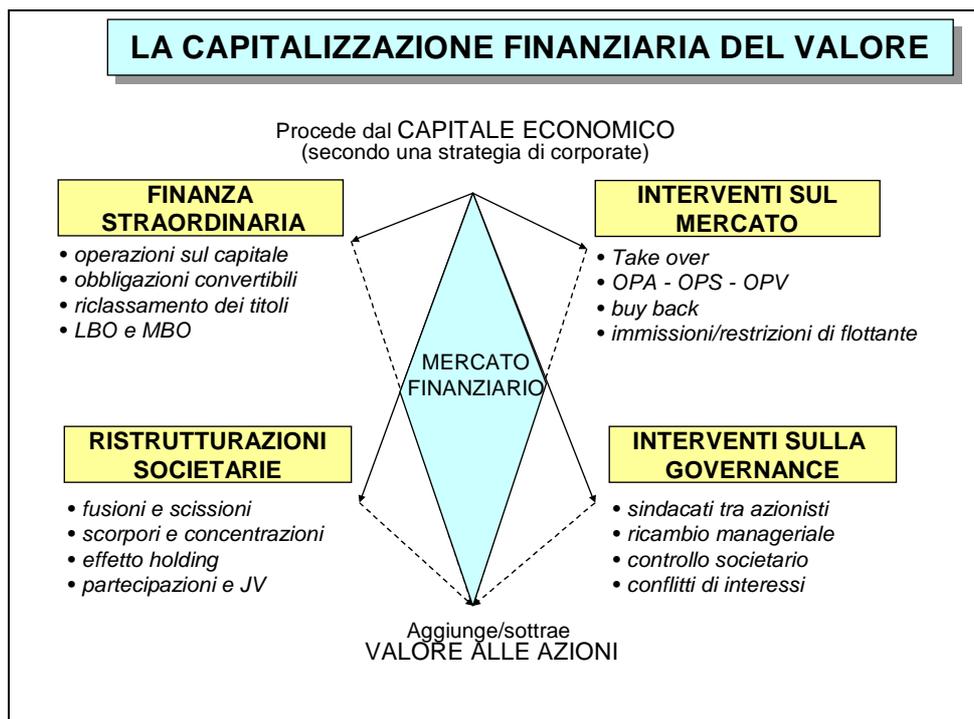
È chiaro che anche questo tipo di operazioni, al pari di qualsiasi altra operazione societaria e di finanza straordinaria, possono sicuramente concorrere allo sviluppo delle attività produttive delle imprese, favorire equilibri più avanzati e, in definitiva, contribuire al processo di creazione e diffusione del valore economico del capitale.

Non è infatti il meccanismo in sé ad essere riprovevole, è il suo uso distorto con intenti puramente speculativi (o fraudolenti nei casi più gravi) che non si curano del “danno eventuale” prodotto ai finanziatori, agli azionisti di minoranza e alla stessa impresa.

Deve essere allora evidente che tutta la complessa questione del valore non può ritenersi risolta se non si affronta, di pari passo, anche il problema, altrettanto complicato, del conflitto di interessi all'interno della *governance*, rispetto ai terzi e, non ultimo, rispetto alle condizioni oggettive di equilibrio economico dell'impresa¹¹.

¹⁰ «Finanza ed economia delle imprese devono agire insieme e non separatamente, come troppo spesso (anche se non è detto in modo esplicito) si lascia però intendere. È mia convinzione che l'economia reale sia ben lungi dall'essere superata, nei tempi nuovi, da quella prettamente finanziaria e che il benessere sostenibile venga raggiunto solo attraverso il progresso della prima. A riaffermare tutto ciò penso che gli orientamenti della dottrina e della prassi nella valutazione dei capitali delle imprese possano offrire un valido e coerente sostegno». Cfr. M. Cattaneo, *La valutazione del capitale di impresa*, Il mulino, Bologna, 1998, pag. 12.

¹¹ «L'ordinamento giuridico italiano – osserva Ciocca – non vieta, né dichiara incompatibile, la presenza di uno stesso soggetto nei consigli di amministrazione di più società. Regola più, opportunamente, la materia del conflitto di interessi. Altrettanto avviene in altri ordinamenti. Convenzioni di voto e patti parasociali sono anch'essi largamente conosciuti e



5. Il conflitto di interessi nella *governance*

È noto come l'impresa, in generale, finalizza il processo di creazione del valore all'interesse prevalente del soggetto economico aziendale.

Per le imprese capitalistiche rette nella forma delle società per azioni, più particolarmente quelle quotate in Borsa, il governo aziendale si incentra su tre livelli: quello dell'*organo volitivo*, rappresentativo del corpo sociale, cioè l'Assemblea, quello dell'*organo amministrativo*, responsabile degli indirizzi strategici e delle effettive scelte e decisioni di governo dell'impresa e quello dell'*organo esecutivo*, la Direzione generale, a cui compete il coordinamento operativo nell'organizzazione nella gestione e nel controllo delle attività aziendali.

All'Assemblea sociale, oltre che in veste costituente, spetta di dettare e modificare entro i limiti di legge le norme statutarie che regolano la vita della società. Indubbiamente però il compito che ne qualifica il massimo potere è quello di provvedere alla nomina degli amministratori, di determinarne il compenso, di approvare (o meno) il loro operato, quindi, eventualmente, di provvedere alla loro revoca.

L'atto di designazione degli amministratori fa nascere un rapporto fiduciario, professionale, di estrema delicatezza poiché ad essi viene mandata la responsabilità imprenditoriale di governare l'impresa.

È quindi essenziale poter leggere con chiarezza quello che accade nell'ambito dei rispettivi ruoli di socio e di amministratore ed altresì nelle possibili interferenze tra i due organi: l'Assemblea e il Consiglio di Amministrazione.

impiegati nelle esperienze straniere, nel nome dell'autonomia negoziale. In altre economie, peraltro la forza del capitale finanziario "neutrale" espressa dagli investitori istituzionali – interessati esclusivamente a rendimento e rischio – fa sì che cumuli di cariche degli amministratori patti di sindacati fra grandi azionisti, partecipazioni incrociate, che pure l'ordinamento consente abbiano riflessi negativi meno gravi. Il problema, allora, si risolve solo dotando il sistema di quella forza: l'effettiva circolazione di capitale, capace di prevenire le incrostazioni nella *governance*, di scioglierle». Cfr. P. Ciocca, *La nuova finanza in Italia. Una difficile metamorfosi (1980-2000)*, Bollati Boringhieri, Torino, 2000, pag. 288.

Si tratta in sostanza di arrivare a comprendere per quali interessi e in quali soggetti è rintracciabile il potere dominante nelle imprese.

A cominciare dal corpo sociale mettiamo da una parte le cosiddette *family companies*, società non necessariamente di piccole dimensioni, per le quali la “famiglia o chi per essa” detiene il controllo assoluto – “blindato” – del capitale.

In simili casi non esiste il problema di individuare la fonte del potere; in una sorta di “capitalismo feudale” tutto avviene in famiglia, si attribuiscono le cariche sociali, salvo concedere per ovvi motivi, la delega di poteri esecutivi a un *management* qualificato, ma pur sempre sottoposto.

A seguire si possono rintracciare altre situazioni con distinti modelli di *governance*.

Una prima ipotesi è quella della presenza di una stabile maggioranza relativa che si poggia sulla debolezza del restante corpo sociale a causa dell'estremo frazionamento del capitale.

Anche in questa fattispecie, nei concreti comportamenti, pur con minore legittimazione, il socio al potere assume direttamente il governo dell'impresa sottostante con le stesse modalità e atteggiamenti del caso precedentemente richiamato.

Una differenza non trascurabile è che il socio dominante, quando rappresenta, a sua volta, altri interessi, quasi sempre questi interessi sono condivisi con estranei alla propria famiglia che resta esclusa dalle decisioni aziendali.

L'azionista di maggioranza è quindi in grado di prendere qualsiasi decisione (conformemente alla legge e allo statuto) con il solo limite, più di *fair play* che normativo, di rispettare e tutelare anche gli interessi degli azionisti non rappresentati nella *governance* societaria; per esempio almeno quello sul dividendo, visto che di fatto non ne restano molti altri.

La questione sarebbe ulteriormente diversa nell'ipotesi che il socio di maggioranza fosse, a sua volta, portatore di interessi al di fuori della società ove, ad esempio, questi interessi risalissero ad una *holding* di gruppo le cui logiche strategiche ed economiche divergessero nelle prospettive di sviluppo.

Già per un tal caso potrebbe sorgere il dilemma: valore per l'impresa o valore per il gruppo? E che dire in presenza di transazioni economiche o finanziarie con le altre società del gruppo di appartenenza, *holding* compresa? Come decidere i prezzi interni di trasferimento? In termini di assoluta imparzialità o diversamente? È evidente che sotto questo profilo i gruppi a semplice controllo maggioritario sono già in grado di realizzare al loro interno una, quantomeno discutibile, politica del valore che si concretizza nel favorire l'interesse del soggetto economico dominante.

È certo che il massimo dello squilibrio tra potere e interessi societari si otterrebbe nei cosiddetti gruppi a catena, nei quali, oltre ad avvalersi in misura spropositata della leva azionaria, si facesse ricorso a società di comodo ubicate in siti *off-shore* allo scopo di far svanire, oltre che dirottare, le tracce del valore.

Un'altra fattispecie può essere quella di società o gruppi dove la maggioranza non è titolata ad un unico socio, bensì ad una pluralità di soci (una cordata, come si suol dire) che si alleano tacitamente in *gentlemen agreement* ovvero con formali patti di sindacato allo scopo di indirizzare e coordinare la politica societaria da tenere nelle decisioni che spettano all'Assemblea, con particolare riguardo alla nomina degli amministratori e alla designazione delle cariche sociali e direttive più importanti (Presidente, Amministratore delegato, Direttore generale e alta dirigenza).

In questo caso è possibile intravedere la possibilità di un ragionevole equilibrio di interessi tra maggioranza e minoranza, nella *governance* e nel controllo societario e aziendale. In tal senso un apprezzabile contributo viene dalla Legge Draghi.

Maggiormente problematica si presenta invece l'ipotesi della contemporanea presenza di due o più cordate che confliggono tra loro per la conquista del potere sulla società o sul gruppo.

Una lunga crisi di ingovernabilità e di accesa conflittualità senza esclusione di colpi nuoce comunque agli equilibri generali dell'impresa; può essere il preludio alla perdita di valore di cui,

verosimilmente, i primi a fare le spese potrebbero essere i soci risparmiatori e gli *stakeholders* in genere.

Una terza ipotesi è quella tipica della *public company* sul modello statunitense i cui, invero assai scarsi, tentativi di introduzione nel nostro Paese hanno, almeno fino ad oggi, mancato la grande occasione offerta dalla privatizzazione delle imprese pubbliche.

Nelle società a larga e diffusa partecipazione azionaria si possono avere milioni di soci con quote individuali irrilevanti, così da non poter identificare un soggetto economico dominante.

In verità la partecipazione, tutt'altro che trascurabile, degli investitori istituzionali (enti *non profit*, fondi pensione, *investment trust*, fondazioni, ecc.) non renderebbe impossibile ottenere delle maggioranze relative qualificate forse anche assolute, ma, non essendo tali investitori partecipi in quanto imprenditori o speculatori capitalisti, la loro è una presenza neutrale rispetto alla *governance*, ancorché di vigile attenzione sull'operato degli amministratori.

In effetti è proprio in questo modello di società che si realizza la forte convergenza dell'intero corpo sociale sulle aspettative di valore, sia in termini di un riparto contestuale dei dividendi ampiamente proporzionato ai profitti conseguiti, sia in termini di valorizzazione crescente delle azioni in una prospettiva di medio-lungo termine coerente con i piani strategici di sviluppo dell'impresa.

Quanto all'organo amministrativo, oltre che l'elevata professionalità, ne va considerata l'autonomia rispetto all'organo volitivo. Infatti essa sarà tanto maggiore quanto più autorevole, responsabile e in grado di interpretare al livello più alto, sarà il ruolo imprenditoriale e manageriale espletato.

In una *public company* il *Board of directors* viene, in effetti, investito dei più ampi poteri di missione e di indirizzo strategico, oltre che di governo esecutivo, dell'impresa, poteri, tuttavia, temperati da una severa autodisciplina professionale, dal rilevante contributo consultivo dei comitati di direzione, dai codici etici di comportamento, dal controllo indipendente esterno esercitato dalle Società di revisione e, non ultimo, dalla vigilanza espletata dalla Autorità sulle società quotate e sulle borse valori (SEC).

A fronte di un corpo sociale estremamente vasto, sia per la partecipazione diretta di milioni di piccoli azionisti, sia per la presenza rilevante di investitori istituzionali che rappresentano a loro volta un'ulteriore estesa gamma di interessi, la missione strategica dell'organo di governo è naturalmente mirata a soddisfare le attese dell'azionariato. Viene quindi da osservare come, in effetti, nelle *public companies*, vuoi per la loro stessa costituzione su un'ampia base sociale, vuoi per la partecipazione significativa di istituzioni *non profit* quali, ad esempio, le fondazioni, vuoi per la sensibilità che, normalmente, viene dimostrata nei confronti delle più disparate aspettative, si realizza una fortissima convergenza di interessi sul valore dell'impresa.

In sostanza, in assenza di un soggetto economico dominante prevalgono, per un siffatto modello societario, gli interessi oggettivi dell'impresa mirati alla sua sopravvivenza e al suo sviluppo, nel temperamento degli interessi e delle aspettative, rispettivamente, degli *stockholders* e degli *stakeholders*.

Tuttavia, una dottrina per la quale tutti i protagonisti, diretti e indiretti, della vita dell'impresa aspirano alla massimizzazione del valore diffuso per trarne un beneficio proporzionato alla legittimazione dei rispettivi interessi, non sempre potrebbe risultare compatibile con le condizioni prospettiche dell'equilibrio economico aziendale per le congiunture sfavorevoli del mercato, per avverse circostanze esogene e, non di meno, per eventuali insuccessi imprenditoriali originati da infuaste scelte strategiche e speculative (non possiamo dimenticare che il rischio – specie quello competitivo – resta pur sempre immanente, anzi, tanto più elevato quanto più è ambizioso il progetto d'impresa).

La forte tensione al profitto, quale commutatore del valore economico del capitale, può far trascendere la ragionevole quanto naturale propensione al valore dell'impresa per tradursi in una esasperata pressione sul *management*.

E così, in effetti, una nota di dissonanza rispetto alla dottrina del valore potrebbe proprio venire da parte dello stesso *top management* che, per interesse professionale, per dimostrare di saper conseguire i massimi obiettivi di crescita, potrebbe essere indotto ad imboccare congiuntamente o alternativamente percorsi strategici compromettenti rispetto alle oggettive condizioni prospettive dell'equilibrio aziendale.

Tali sarebbero le "scelte di valore", quelle industriali e di *marketing* ad elevato potenziale di rischio, quelle finanziarie mirate alla destrutturazione dell'impresa per ridurre il capitale investito e quindi elevare il tasso di redditività, quelle tese a privilegiare il presente rispetto al futuro.

Qualche ulteriore osservazione può essere spesa relativamente agli interessi ed ai comportamenti di soggetti che possono influire, direttamente o indirettamente, sui processi terminali del valore, specie là dove i meccanismi societari diventano altamente sensibili.

Intendiamo riferirci a due categorie di figure professionali in particolare.

La prima è individuabile nel ruolo, spesso decisivo, che viene attribuito alla figura dell'Amministratore delegato, la seconda a quella del Direttore generale; raramente ad entrambe, poiché due forti personalità finirebbero inevitabilmente per confliggere tra loro.

Normalmente è dato di osservare che la figura dell'Amministratore delegato tanto più emerge quanto più al di sopra, l'azionista di riferimento o chi lo rappresenta in seno al Consiglio di Amministrazione, è scarsamente autorevole mentre, la sottostante direzione generale non possiede competenze di alta qualificazione in grado di dialogare e, se necessario, fermare o contrastare atteggiamenti e linee di politica aziendale non condivisibili.

Allorquando i ruoli chiave dell'alta direzione non sono esattamente definiti, coerenti nelle rispettive competenze, responsabilità e nei poteri attribuiti, quando l'interesse personale dei *managers* viene suggestionato da elevati compensi, da *stock-options* o da altri strumenti di coinvolgimento sul valore delle azioni piuttosto che sul valore generato dall'impresa, risulta evidente che, senza adeguati controlli preventivi, si mettono queste figure nella condizione soggettiva di poter confliggere con gli interessi oggettivi dell'impresa.

Una diversa ma, per certi aspetti, analoga situazione è quella che si verifica nei casi in cui i vertici decisionali della società si avvalgono di consulenti esterni instaurando con essi relazioni talmente strette da trascendere i limiti della competenza professionale, relazioni tanto più pericolose quanto più vengono espresse senza assumere responsabilità aziendali.

Come si vede nelle imprese, nelle società di capitali in particolare, il "gioco delle parti" rispetto agli interessi soggettivi è estremamente complicato tanto quanto è delicato è il meccanismo organizzativo e procedurale che deve assicurarne l'equilibrato componimento.

La natura peculiare del valore economico dell'impresa, nella progressione delle configurazioni che lo qualificano – dall'"attribuzione economica originaria" assegnata dal mercato dei prodotti scambiati, ai passaggi concatenati nelle fasi successive, fino alla "attribuzione terminale" del valore capitalizzato nelle azioni espresso dal mercato finanziario – segue indubbiamente un suo corso naturale collegato alle condizioni oggettive dell'equilibrio aziendale ed alle circostanze che, altrettanto oggettivamente, possono concorrere.

Ma così come è indubitato che le "molteplici criticità" dell'impresa sono imprescindibili determinanti di valore, non si può ignorare che senza la chiave di lettura del fine, dettato dagli interessi dominanti (cui prodest?), qualsiasi strategia del valore resterebbe incomprensibile e, comunque, dubbia sarebbe la sua legittimazione.

La questione di fondo, allora, non è di certo quella di voler precludere od ostacolare ai responsabili delle imprese, imprenditori e *managers*, il fisiologico diritto/dovere di intraprendere, investire, competere, rischiare, formulare strategie e scelte di valore la cui missione sia orientata

alla ricerca e all'ottenimento di durevoli condizioni di equilibrio e di sviluppo economico del sistema aziendale.

Si tratta, piuttosto e seriamente, di impedire che ragioni e interessi estranei all'impresa agiscano conflittualmente con la stessa compromettendone le vitali, oggettive, condizioni di esistenza.

Ciò è tanto più opportuno e necessario in quanto è solo dall'efficacia del processo del valore, dalla sua corretta ripartizione e diffusione che può dipendere un equilibrato componimento dei legittimi interessi del soggetto economico, con le aspettative degli interlocutori sociali¹².

La "contendibilità del valore" dell'impresa sul mercato finanziario in una fisiologica, dura, quanto corretta, contrapposizione di interessi è da ascriversi positivamente, a beneficio dell'impresa stessa e della sua credibilità nei riguardi degli operatori di Borsa.

Ma, altrettanto sicuramente, la pericolosità sociale del conflitto di interessi non è estranea, allorché essa è fonte di turbativa, nella fase terminale della proiezione del valore dell'impresa sui mercati finanziari, se va a privilegiare gli interessi degli uni a scapito degli altri, specie in occasione di operazioni societarie e finanziarie straordinarie dal significato strategico poco evidente, se non del tutto equivoco o illecito.

Qualcuno potrebbe obiettare che nel mondo della Borsa gli interessi naturalmente contrapposti di chi specula al rialzo e di chi specula al ribasso sono naturalmente insanabili, poiché in questo ambito il gioco del valore è a somma zero.

Non si tratta di eludere il confronto che si svolge attraverso il mercato, con le sue regole e anche, se si vuole, con le sue connotazioni più fortemente speculative.

La patologia origina da chi, in conflitto di interessi, agisce fuori dal mercato, non ne rispetta le regole, non ha comportamenti trasparenti, mistifica o falsa le informazioni, ovvero più esplicitamente, in una parola, "bara" al gioco del valore.

Grande è quindi la responsabilità degli organi preposti alla sorveglianza delle società quotate e delle Borse valori, che debbono far rispettare le regole e la trasparenza nelle loro applicazioni.

La severità della SEC-USA, a questo riguardo, è esemplare.

C'è un'altra, ultima, considerazione con la quale riteniamo di poter contribuire a rimuovere l'illecita conflittualità di interessi dentro, ma, soprattutto, fuori dal contesto del mercato.

Ci riferiamo espressamente alle comunicazioni sociali, quelle societarie e di bilancio in ispecie, di cui non può sfuggire la straordinaria valenza, sia in supporto alle decisioni di governo dell'impresa, sia per chi, dall'esterno, deve essere messo nella condizione di poter, affidabilmente, riconoscere le situazioni e gli accadimenti per quindi agire di conseguenza.

La materia è delicata e va quindi trattata con la massima competenza culturale in campo economico-aziendale, salvo poi il rivestirla giuridicamente, e non il contrario.

Il sistema informativo aziendale, la contabilità direzionale, i bilanci, i prospetti informativi sono argomenti troppo seri per essere trattati con superficialità; può essere messa in discussione la stessa credibilità dell'impresa, dei suoi comportamenti, delle sue azioni.

Non è necessario riscrivere, codificare nuovi precetti; la dottrina ne è già ridondante; semmai sarebbe il caso di sfortirne la massa sempre più confusa e contraddittoria.

Quel che conta è la trasparenza e la comprensibilità dell'informazione aziendale, la corretta, sostanziale, adesione ai principi economici e contabili fondamentali, la sua responsabile, non equivoca verificabilità.

¹² «Una concezione fisiologica del profitto – osserva Coda – si traduce nella produzione sinergica di risultati economici competitivi e sociali», così proseguendo: “ si tratta di una concezione del finalismo dell'impresa, si noti, in cui prosperità dell'impresa e soddisfazione degli interlocutori sociali vengono a saldarsi inscindibilmente, al punto da diventare un tutt'uno, ma perché ciò possa verificarsi, è essenziale il rifiuto, da un lato, di qualsiasi concezione della produttività e della economicità che sia inconciliabile con il rispetto della persona umana – sia essa quella dei lavoratori dell'impresa o dei consumatori dei suoi prodotti o degli abitanti del territorio in cui sono insediati i suoi centri produttivi – e, dall'altro, di qualsiasi concezione dei fini sociali che possa di fatto sfociare in una negazione del ruolo economico dell'impresa». Cfr. V. Coda, *L'orientamento strategico dell'impresa*, UTET, Torino, 1988, pagg. 174-175.

CONDIZIONI OGGETTIVE DELL'EQUILIBRIO ECONOMICO-AZIENDALE

COMPATIBILITA'

- relazionale,
- ambientale,
- sociale e territoriale,
- vincoli e gradi di libertà

COMPETITIVITA'

- nelle situazioni di mercato e rispetto ai concorrenti
- differenziale di forza e di abilità strategica

STRUTTURALITA'

- organica e funzionale rispetto alle esigenze di sviluppo dell'impresa

PROFITABILITA'

- originata dalla economicità tra mezzi e risultati;
- espressione della vitalità e del rischio imprenditoriale

Ma il problema – è bene sottolinearlo – non sta solo dalla parte di chi è tenuto a comunicare le informazioni; vi sono assai più frequentemente di quanto non si possa immaginare, gravi carenze da parte di coloro che – a vario titolo – devono o dovrebbero saperle leggere ed utilizzare.

Allora i casi sono due: o si stabilisce che per essere abilitati alla lettura di un bilancio come di un qualsivoglia prospetto informativo – per un'Offerta Pubblica di Acquisto (OPA) ad esempio – occorre disporre di un'appropriata, elevata, professionalità, altrimenti è inutile e magari dannoso mettere a disposizione dell'ignaro utente un'ingente somma di notizie dotata di uno specifico tecnicismo lessicale, cautelandolo con la sola avvertenza dei rischi a cui può andare incontro.

E non basterà neanche un'asseverazione indipendente a risolvere egregiamente la questione della affidabilità delle comunicazioni sociali; *è sull'intelligenza resa e, rispettivamente, percepita tramite l'informazione che deve essere spostato l'accento, perché solo in questo modo potrà essere responsabilmente acquisita la consapevolezza del valore dell'impresa.*

Aldo Amaduzzi, a cui dedichiamo questo saggio, ebbe ad affrontare il tema del conflitto di interessi con particolare riguardo al Bilancio di esercizio, traendo, peraltro, spunto dalla originale chiave interpretativa dettata da Maffeo Pantaleoni nei suoi celebri «Erotemi».

Il contributo dottrinale di Amaduzzi è stato assai rilevante ed è, ancor oggi, di palpitante attualità, anche perché il tema può essere benissimo esteso ai principi di governo dell'impresa.

Se ci riferisce alle molteplici ragioni di conflittualità in ordine ai processi di creazione e di riparto del valore – quel valore che il bilancio è chiamato ad esprimere in misura appropriata – possiamo condividere l'analisi di Amaduzzi a partire dalla distinzione tra interessi oggettivi (connessi al governo delle condizioni dell'equilibrio aziendale) e interessi soggettivi (interni ed esterni all'azienda)¹³. All'interesse oggettivo dell'impresa, corrispondentemente al fine dell'integrità delle condizioni prospettive dell'equilibrio economico del sistema aziendale, si intrecciano gli interessi soggettivi, convergenti o divergenti, che possono diversamente prevalere gli

¹³ Interessi obiettivi, scrive Amaduzzi, sono quelli dettati dalla fenomenologia intrinseca aziendale e dell'ambiente che la circonda; interessi subiettivi sono quelli dettati da aspirazioni di persone, avulse da una logica oggettiva, ma intonate ad esigenze di classi di persone. Cfr. A. Amaduzzi, *Conflitto ed equilibrio di interessi nel bilancio di esercizio*, Cacucci, Bari, 1957, pagg. 16 e segg.

uni sugli altri (più raramente comporsi) in rapporto agli equilibri di potere che si determinano nel governo dell'impresa.

Un interessante risvolto del conflitto di interessi investe – come ebbe già ad osservare Amaduzzi – la questione della “sincerità del bilancio”, sincerità che, a nostra volta sottolineiamo, può, in effetti, risultare gravemente compromessa, allorquando ad influire sulla redazione del bilancio prevalgano gli interessi soggettivi confliggenti con quelli oggettivi dell'impresa.

Come si vede tra il conflitto di interessi oggettivi e soggettivi nel governo aziendale ed i riflessi sulle politiche di bilancio – quale irrinunciabile atto di rendiconto amministrativo – corre un forte nesso di causalità e di effetto, un legame che opportunamente individuato può significativamente contribuire a sciogliere i nodi della delicatissima questione del falso in bilancio.