

Teoria del valore: serve davvero per guidare meglio le imprese?

EDITORIALE

Nella continua ricerca per fornire punti di riferimento sempre più affinati a chi, dovendo dirigere imprese, deve discriminare fra campi d'azione alternativi, è emersa negli ultimi anni – e si è quasi imposta – una nuova impostazione: quella di assumere come obiettivo da massimizzare non tanto il reddito, quanto piuttosto il valore dell'impresa. Ad essere più precisi, il valore del capitale economico dell'impresa, ovvero una grandezza con connotati specifici, anche se non sempre di facile misurabilità.

1. Le carenze del criterio della massimizzazione del reddito

Questa nuova impostazione nasce da critiche che a più riprese si erano addensate sul principio della massimizzazione del reddito che per anni aveva costituito il caposaldo centrale della gestione: critiche in parte di natura concettuale, in parte di matrice tecnica.

Quelle di natura concettuale, spesso con sfondo anche ideologico, avevano attaccato con varie argomentazioni l'idea che la vita dell'impresa potesse essere regolata da un principio e da un criterio decisionale che tengono conto degli interessi di un solo soggetto, il conferente di capitale di rischio, relegando tutti gli altri soggetti apportatori di altri fattori di produzione, altrettanto importanti e talvolta anche più critici, in posizione secondaria.

Le critiche a contenuto tecnico si erano invece appuntate sulla inadeguatezza del principio della massimizzazione del reddito in ragione delle difficoltà nel misurarlo. Il reddito è infatti una tipica grandezza di periodo che scaturisce, oltre che dalle rilevazioni sistematiche della contabilità, anche dalle imputazioni e dalle stime di alcune grandezze che esplicano i loro effetti nel tempo sull'arco di più esercizi. Queste imputazioni e queste stime sono difficili da determinare perfino da parte di soggetti neutrali con piena conoscenza della vita aziendale. A maggior ragione sono di difficile valutazione da parte di soggetti esterni non coinvolti nella gestione. Ne consegue che, là dove il controllo è distinto dalla proprietà e si pone il problema da parte di

questa di delegare la gestione, il mandato conferito ai manager di dirigere l'impresa seguendo il principio della massimizzazione del reddito non è agevolmente controllabile, quindi in parte inefficace. Queste difficoltà ad assumere il reddito come metro di misura della qualità della gestione sono aumentate durante gli anni di alta inflazione, per l'effetto distortivo che questa aveva sui fenomeni contabili. In assenza di una specifica contabilità per l'inflazione, la presenza di redditi contabili positivi non era affatto indicativa di buona gestione; spesso celava anzi un depauperamento del patrimonio aziendale.

Sempre in merito alle carenze tecniche, molte critiche hanno rilevato l'indeterminatezza del criterio della massimizzazione del reddito ove non venga contestualmente definito l'orizzonte temporale a cui esso deve essere riferito. Se dovesse essere assunta come orizzonte la durata dell'esercizio, si porrebbero i problemi, di cui si è già detto, relativi alle poste correttive di chiusura del bilancio; ma sorgerebbero anche altri problemi. Infatti, se la qualità della gestione viene giudicata in base ai redditi prodotti in un esercizio, essa può essere manipolata, non solo con le imputazioni e le stime di fine periodo, ma anche con manovre tutt'altro che utili per il futuro dell'impresa, come il postponimento di spese necessarie per rafforzare la competitività o il forzato anticipo di ricavi futuri.

D'altro canto, se il criterio della massimizzazione dei profitti viene riferito ad un periodo pluriennale, quale sequenza di redditi è da preferirsi? Quella rappresentata da una serie di redditi contenuti seguiti negli anni successivi da redditi più consistenti o la sequenza inversa?

Vi è un altro problema che si pone quando si definisce l'obiettivo dell'impresa – e quindi il metro di valutazione della qualità della gestione – con il principio della massimizzazione del reddito. Come si può accertare che il reddito sia stato effettivamente massimizzato? Mentre se l'obiettivo attorno al quale fare ruotare la gestione non è tanto la massimizzazione, ma il raggiungimento di un determinato livello, come viene definito tale livello e con riferimento a quali variabili?

EDITORIALE

Sempre dal punto di vista tecnico, alcune obiezioni erano sorte alla luce delle nuove teorie della finanza basate sull'equilibrio dei mercati. In base a queste teorie, ciò che è necessario per garantire la capacità dell'impresa di raccogliere capitali non è tanto la massimizzazione di un valore assoluto, quale il reddito, ma piuttosto la capacità di offrire al capitale proprio un rendimento in linea con quello offerto dal mercato finanziario per impieghi di pari rischio.

Ma, a ben vedere, vi sono due altre circostanze importanti che hanno messo in crisi il principio della massimizzazione del reddito come cardine ordinatore della gestione: da un lato il rilievo sempre maggiore, per determinare la competitività di un'impresa, delle competenze e delle attività intangibili; dall'altra la crescente separazione fra proprietà e direzione di impresa. Il primo aspetto è rilevante perché quanto più la competitività è funzione di spese che si collocano come natura in un'area grigia, potendosi considerare spese correnti o alternativamente investimenti, tanto più diventa difficile monitorare i risultati osservando la formazione del reddito di esercizio. Se poi lo stesso accumulo delle competenze - fra le quali vi è anche la creatività, la applicazione, la capacità di anticipare i cambiamenti - è funzione non solo degli investimenti, ma del clima organizzativo e dei modelli di ripartizione del valore aggiunto, a maggior ragione la mera massimizzazione del reddito può produrre effetti controproducenti.

Circa l'altro aspetto, qualcosa si è già accennato. La necessità di avere un criterio di scelta è sempre presente, anche quando è la proprietà stessa a gestire l'impresa. Ma quando la proprietà si separa dalla gestione, il criterio deve essere tale da consentire al mandante di verificare se il mandatario vi aderisce o se possa eluderlo. Da questo punto di vista, e per tutti i motivi tecnici già ricordati, il principio della massimizzazione dei redditi presenta forti punti di debolezza. Un contributo importante per illuminare i problemi che si pongono nell'azione collettiva alla quale partecipano più soggetti è scaturito dalla teoria dell'agenzia, che ha evidenziato sia la necessità di affinare le strutture contrattuali per creare la giusta combinazione di incentivi e di sanzioni sia il bisogno di ricordare la formazione del valore alla sua distribuzione.

Per tutte le ragioni indicate, a partire dall'inizio degli anni Ottanta alcuni studiosi e alcuni operatori hanno proposto di sostituire il principio della massimizzazione del reddito con altri, ipotizzati di più facile applicazione, ma soprattutto di maggiore corrispondenza con la finalità di tutelare gli interessi degli azionisti. Nella maggior

parte dei casi, questi sforzi di ridefinizione dell'obiettivo attorno al quale fare ruotare le decisioni hanno tenuta ferma proprio quest'ultima, la finalità generale: i soggetti nel cui interesse deve essere compiuto questo sforzo di affinamento del *tableau de bord* rimangono sempre gli azionisti.

Nel frattempo, però, altri filoni di ricerca, indipendenti da questo, hanno lavorato su un quesito più di fondo: si erano interrogati sulle condizioni necessarie per garantire la sopravvivenza e il successo dell'impresa moderna, in particolare di quella impresa che vede gli azionisti nel ruolo di finanziatori, essendo quello imprenditoriale e gestionale in mano al management. Da questi studi sono emerse evidenze che i risultati delle imprese dipendono dalla qualità delle interrelazioni che si determinano fra coloro che hanno le competenze tecniche e direzionali e coloro che apportano il capitale di rischio. Il management non si piega facilmente a produrre extra-redditi, ma nemmeno extra-valore patrimoniale per altri, a meno che non vi sia obbligato o non ne abbia convenienza. Anche da queste riflessioni sono emersi spunti che gettano dubbi sia sul principio della massimizzazione del reddito sia sulla teoria della massimizzazione del valore degli azionisti, così come viene normalmente presentata.

2. La massimizzazione del valore per gli azionisti

Negli ultimi anni, per rimediare alle distorsioni che possono essere indotte nella gestione qualora venga assunto come principio ordinatore la massimizzazione del reddito, si è fatta strada l'idea di tragaardare le scelte con un metro diverso: quello dell'effetto che esse hanno sul valore per gli azionisti, ossia sul valore del capitale economico (1). Anche se la determinazione di tale valore è essa stessa oggetto di non poche difficoltà di tipo tecnico-concettuale, la nuova impostazione ha il vantaggio di costringere il management a non farsi ipnotizzare dai risultati di esercizio, obbligandolo a valutare gli effetti delle scelte su un orizzonte temporale più lungo. Il valore del capitale economico è infatti una grandezza che, in misura più o meno rilevante, secondo il metodo scelto, è frutto dell'attualizzazione di flussi di reddito o di flussi di cassa futuri. Anche i metodi misti propugnati dalla scuola europea, pur includendo nella determinazione del valore i valori patrimoniali presenti, tengono ampio conto degli effetti futuri delle scelte.

I meriti della nuova impostazione non si fermano all'allungamento dell'orizzonte temporale.

Proprio perché si avvalgono della tecnica dell'attualizzazione misurano anche il valore del tempo, riuscendo a discriminare la qualità delle alternative in relazione alla diversa sequenza temporale dei loro effetti. Infine, il metodo della massimizzazione del valore degli azionisti non si limita a considerare l'aumento o la diminuzione dei flussi di reddito o dei flussi di cassa (secondo che venga usato un metodo o l'altro), ma valuta l'uno e l'altra più o meno positivamente in relazione al capitale impiegato e al suo costo. Da questa prospettiva esso riesce anche, applicando tassi diversi di attualizzazione, a includere nella valutazione i diversi gradi di rischio che le varie alternative comportano.

Per tutte le ragioni dette, il metodo in questione costringe il management, nel momento in cui compie delle scelte, a prevederne gli effetti futuri. Per la sua applicazione concreta, le previsioni sui redditi o sui flussi di cassa futuri sono elementi necessari e ineludibili. Fondandosi su previsioni, che per definizione sono difficili da compiere e soggettive, il metodo è inevitabilmente oggetto di dubbi, di controversie e di infinite discussioni.

Ma sul piano concettuale esso rappresenta uno strumento per costringere il management a darsi un criterio guida più congruo rispetto al compito. Rimane un dato di fatto: che esso assume come obiettivo cardine della gestione dell'impresa la massimizzazione degli interessi degli azionisti. E su questo punto riceve i plausi di coloro che considerano questo un principio intoccabile e le critiche di quanti non condividono affatto la logica che vuole l'obiettivo di una parte diventare l'obiettivo dell'impresa intera.

A insinuare ulteriori dubbi sulla validità di questa impostazione hanno contribuito anche alcune pratiche gestionali sollecitate dalla teoria della massimizzazione del valore per gli azionisti: *downsizing* selvaggi, *take-over* seguiti da smantellamenti di imprese, ristrutturazioni finanziarie finalizzate non a rafforzare la capacità competitiva, ma unicamente a massimizzare il valore del capitale economico. Simili pratiche hanno certamente concorso a stimolare una maggiore efficienza nella gestione delle imprese, ma quando sono state applicate senza tenere conto delle complesse relazioni che si intrecciano nella vita aziendale hanno causato lesioni profonde nel morale dell'impresa (o meglio dei lavoratori) al punto da innescare reazioni negative che si sono risolte in effetti boomerang per gli stessi interessi degli azionisti. Per descrivere l'effetto boomerang di questa ossessione alla massimizzazione del valore degli azionisti sul clima d'azienda, qualcuno ha perfino scomodato tristi immagini

metaforiche, come quella dell'anorexia.

Fermi rimanendo i vantaggi apportati dal nuovo metodo – che sono quelli di costringere ad allungare l'orizzonte temporale, di tenere conto del valore del tempo, di uscire dalla visione ristretta degli effetti sul conto economico per tenere conto del fatto che certe scelte che non generano utili possono però produrre incrementi del valore di impresa – si pone dunque un quesito più di fondo: se sia corretto che l'obiettivo dell'impresa sia quello di uno dei suoi soggetti costituenti. Per rispondere a questo delicato quesito occorre anzitutto riesaminare brevemente alcuni fondamenti dell'economia aziendale.

3. Teoria e obiettivi dell'impresa

Mai come in questi anni si sono susseguite le riflessioni per andare alla radice del problema: quali sono i fondamenti dell'impresa. Perché la produzione o la distribuzione non vengono realizzate in forma atomistica da singole persone, ognuna delle quali svolge una certa porzione del processo produttivo, integrandosi con gli altri attraverso gli scambi? Perché in certe condizioni l'integrazione fra singoli produttori è più efficiente se si realizza non attraverso il mercato, ma con meccanismi organizzativi interni a una singola impresa?

A questi interrogativi sono state offerte diverse risposte, tutte convincenti per una parte, ma non altrettanto per altre. Sul tema hanno lavorato la teoria dei costi di transazione, quella dei contratti imperfetti, la scuola dei costi di agenzia, il filone che vede l'impresa come un semplice nodo di contratti, gli studiosi più propensi a considerare l'impresa come una "comunità". Queste impostazioni si differenziano, e talvolta non poco, l'una dall'altra, ma sono unite nel punto di partenza: l'impresa è un'aggregazione di più soggetti indipendenti legati fra di loro dal fatto di poter più facilmente realizzare i loro obiettivi congiuntamente piuttosto che singolarmente. Ognuno di questi soggetti ha il controllo su una risorsa che è ingrediente necessario del progetto d'impresa. Ognuno ha l'obiettivo di fondo di massimizzare il proprio benessere, anche se può essere occasionalmente disponibile ad atti di solidarietà. Ognuno ha un certo grado di libertà, rappresentato dalle alternative rispetto al rimanere legato all'impresa, e agisce tenendo conto di questo maggiore o minore potere contrattuale. Le teorie a più marcato sfondo organizzativo ritengono che una volta che l'impresa è istituita, si instaura fra i soggetti una rete di relazioni, non solamente di natura economica, che danno corpo a una specie di realtà distinta

EDITORIALE

EDITORIALE

dai singoli: un'identità di ordine superiore, impalpabile, ma capace di ergersi in modo autonomo rispetto alle volontà dei singoli, come la bandiera del samurai morto nel celebre film di Kurosawa, che da sola terrorizza i nemici. Grazie a questo processo di sublimazione, l'impresa prende anima e corpo, come una persona reale, istituzionalizzandosi fino a diventare qualche cosa di diverso dalle persone fisiche che la compongono. Anche coloro che vedono l'impresa come un mero nodo di contratti che tengono uniti i vari soggetti per realizzare il progetto imprenditoriale sono obbligati a concepire l'esistenza, da un punto di vista giuridico, di una personalità distinta rispetto a quella dei soggetti coinvolti. Personalità che in questa versione non ha volontà, ma ha però diritti e doveri.

L'identificazione dell'obiettivo primario dell'impresa si collega direttamente alle questioni illustrate. Com'è possibile – sostiene qualcuno – attribuire un obiettivo a una realtà trascendente, qual è l'impresa? Solo le persone hanno volontà e quindi obiettivi. Pertanto vi saranno obiettivi degli azionisti che apportano il capitale di rischio; obiettivi dei finanziatori che forniscono il capitale di credito; obiettivi dei lavoratori che conferiscono le loro prestazioni professionali; obiettivi dei dirigenti che hanno la responsabilità della gestione. Ci può mai essere un obiettivo dell'impresa, in quanto entità che trascende i suoi singoli componenti? Nel caso che la risposta sia positiva, è plausibile che questo obiettivo comune sia quello della massimizzazione dei redditi o del valore economico del capitale, che sono invece obiettivi "di parte", riguardando solo gli azionisti?

4. Il ruolo degli azionisti e i motivi per i quali i loro obiettivi assurgono al ruolo di obiettivi generali di impresa

Una delle prerogative specifiche dell'impresa – rispetto all'esercizio dell'attività economica su base atomistica, dove ciascun lavoratore è produttore autonomo, imprenditore di sé stesso – consiste nel fatto che nella architettura dell'impresa vi è una specializzazione di ruoli: qualcuno apporta lavoro, altri portano capitale di credito, altri capitale di rischio, altri materie prime, componenti, macchinari o servizi. Coloro che forniscono il capitale di rischio si collocano nel progetto d'impresa in modo diverso rispetto agli altri soggetti: apportano un fattore di produzione – anzi più d'uno, perché in certi tipi di impresa apportano, oltre al capitale di rischio, anche imprenditorialità e prestazioni professionali – senza negoziare a priori il corrispettivo, accet-

tando di ricevere ciò che rimane dopo avere soddisfatto i contratti predefiniti con gli altri. Per tutti gli altri vale invece il contrario: concordano *ex ante* il corrispettivo per le loro prestazioni e hanno diritto di priorità sul *cash flow* che si genera. Naturalmente i fornitori del capitale di rischio non svolgono questo loro ruolo – un ruolo di motore e di garanzia – gratuitamente: in cambio della postergazione dei loro corrispettivi ottengono il diritto a dirigere l'impresa, perché solo controllando le scelte possono sperare di avere *ex post* un compenso per il fattore della produzione da loro apportato che non è tutelato da contratto.

Il conferimento ai conferenti del capitale di rischio del potere di direzione e dei "diritti residui" colloca gli azionisti al centro del sistema di impresa. Nessuna meraviglia che partendo da queste premesse sia stata fatta una traslazione: gli obiettivi prioritari nella gestione d'impresa – e quindi gli obiettivi dell'impresa stessa – sono quelli di assicurare una adeguata remunerazione a chi fornisce il capitale che funge da volano all'intera costruzione e che accetta di postergare la propria remunerazione rispetto a quella degli altri.

Meno automatico è il passaggio dal criterio "assicurare una adeguata remunerazione" a quello della massimizzazione. Si può spiegare semplicemente come una "questione di potere": i fornitori del capitale di rischio, una volta che si vedono riconosciuto il potere di comando per le ragioni già dette, lo esercitano fino in fondo, imponendo il proprio obiettivo su quello di tutti gli altri, anche al di là di quello che sarebbe necessario in base alla logica economica. Una spiegazione alternativa potrebbe fare riferimento al fatto che la remunerazione "adeguata" da riconoscere al capitale di rischio non è predeterminabile, ma scaturisce da una competizione sul mercato dei capitali che sottende, come regola, la tendenza al superamento reciproco e quindi l'applicazione della legge della massimizzazione. D'altro canto, l'intero impianto è costruito partendo dal presupposto che gli interessi degli altri soggetti siano già ampiamente tutelati con contratti *ex ante* che, almeno in linea di principio, dovrebbero essere in grado di specificare fino in fondo le prestazioni e controprestazioni dovute. A dire il vero vi è anche un'altra possibile spiegazione: quella che nel profitto confluisce non solo la remunerazione per il capitale di rischio, ma anche per l'imprenditorialità e la superiore capacità di organizzazione: ovvero proprio per quelle capacità che sole sono in grado di produrre un valore aggiunto superiore a quello del punto di equilibrio in condizioni di perfetta

concorrenza. In tal caso, la massimizzazione degli interessi degli azionisti-imprenditori corrisponde sia allo stimolo a produrre un valore aggiunto quanto più elevato possibile (massimizzazione), sia la legittimazione ad attribuirlo interamente solo a chi ne è l'artefice. Il corollario di questa impostazione è che gli altri soggetti che operano nell'impresa siano in grado di produrre solo un valore aggiunto predefinito cui corrispondono compensi prenegoziati.

In prima approssimazione, questa architettura concettuale appare convincente e riesce a spiegare come l'obiettivo di una parte (gli azionisti) possa essere diventato, per traslazione, l'obiettivo del tutto (l'impresa): per una semplice "questione di potere", ovvero perché solo in presenza di siffatto principio si può attrarre capitale di rischio che è fattore critico nell'esercizio di impresa, o infine perché l'extra-valore aggiunto che residua dopo avere remunerato a prezzi di mercato gli altri fattori è interamente di pertinenza degli azionisti (che in questa formulazione sono anche gli imprenditori).

5. Quando gli azionisti non sono semplici risparmiatori: quale principio deve regolare la vita dell'impresa?

Le stesse basi concettuali viste sopra, lette sotto un'altra o una più completa ottica, possono suggerire una impostazione diversa, specialmente per le imprese i cui azionisti non sono impegnati all'interno come imprenditori o come alti dirigenti. In questo tipo di impresa: 1. gli azionisti, non essendo presenti direttamente nella gestione, hanno più difficoltà ad imporre i propri obiettivi a tutti gli altri soggetti; 2. il contributo imprenditoriale, quello che può fare generare extra-profitti, non è più apportato dagli azionisti. Per questo tipo di imprese – che si differenziano nettamente da quelle nelle quali il conferente di capitale di rischio è anche l'imprenditore e il gestore – si pongono infatti una serie di questioni interconnesse.

La prima: se la necessità, indiscutibile e inderogabile, di garantire al capitale di rischio un rendimento adeguato comporti anche, in aggiunta, l'osservanza del principio-dovere della massimizzazione del profitto o del valore per gli azionisti; o se non sia invece sufficiente quello del raggiungimento di una soglia di risultati "competitiva" rispetto a quelli offerti sul mercato del capitale per impieghi alternativi a parità di rischio. Nel caso che l'"approvvigionamento" del capitale di rischio risponda a questa logica, perché mai il management dovrebbe massimizzare la quota di valore aggiunto riservata al fattore

della produzione più inanimato, a scapito di quelle riservate agli altri soggetti che con il loro maggiore o minore impegno possono condizionare i risultati dell'impresa?

Seconda questione, corollario della precedente: se la massimizzazione dei risultati per gli azionisti – nella forma della massimizzazione dei redditi o in quella più recente della massimizzazione del valore del capitale economico – non possa entrare in collisione con la necessità preliminare di avere il massimo coinvolgimento degli altri soggetti nella creazione del valore aggiunto totale, dal quale poi ritagliare la parte destinata alla remunerazione del capitale di rischio.

Infine, terza questione: se sia proprio vero che i rapporti con gli altri soggetti coinvolti nell'impresa siano perfettamente specificati e specificabili *ex ante* e quindi certi nelle relative prestazioni e controprestazioni, come si era ipotizzato, in prima approssimazione, nel paragrafo precedente. O le prestazioni che essi possono offrire non siano piuttosto in funzione del modo nel quale essi vengono coinvolti nella gestione dell'impresa e nella ripartizione del valore aggiunto prodotto. Se le prestazioni non fossero perfettamente specificabili a priori, ma anzi fossero condizionabili dal modello di distribuzione del valore, allora non sarebbe più sufficiente negoziare *ex ante* i termini dello scambio e poi limitarsi ad osservarli e a farli osservare. Ma occorrerebbe creare sistemi di governo più complessi con meccanismi di incentivo legati ai risultati. In tal caso, impostare la gestione solo attorno alla massimizzazione degli interessi di una parte potrebbe essere controproducente per la parte stessa.

6. Massimizzare gli interessi degli azionisti o soddisfarli?

Già Herbert Simon aveva messo in discussione la validità del principio della massimizzazione del reddito (o di qualche altra grandezza rappresentativa degli interessi degli azionisti). Analizzando la realtà egli aveva trovato che i dirigenti strutturano le loro decisioni non tanto con l'obiettivo di massimizzare qualche grandezza, ma piuttosto con quello di raggiungere risultati soglia considerati "soddisfacenti". Le stesse pratiche di budgeting confermano che questo è il modo di procedere. D'altro lato, gli azionisti, nelle società di capitali nelle quali non sono presenti in azienda come imprenditori o prestatori d'opera, possono essere assimilati ai fornitori: se vogliamo, una particolare categoria di fornitori, con poteri speciali, visto che apportano capitale di rischio la cui remunerazione e restituzione è

EDITORIALE

postergata, ma pur sempre fornitori. Se il rapporto fra l'impresa e gli azionisti-risparmiatori può essere interpretato in questo modo, lo scambio sarà regolato da un "prezzo" che si forma sul mercato: in questo caso, il prezzo è il rendimento atteso per investimenti con lo stesso grado di rischio. La finanza moderna fornisce anche le tecniche per calcolarlo con un buon grado di approssimazione.

Se questi sono i termini della questione, coloro che si trovano alla guida dell'impresa potrebbero porsi l'obiettivo di raggiungere quel livello di remunerazione del capitale di rischio, ed eventualmente di superarlo, ma non necessariamente, in presenza di un extra-valore aggiunto, di massimizzare il profitto o il valore per gli azionisti? Per quale motivo dovrebbero offrire al capitale - questo fattore di produzione inanimato - una quota di valore aggiunto superiore a quella necessaria per attrarlo, specie quando per produrre quel valore occorre invece attrarre tecnici e personale in possesso di competenze rare?

La risposta potrebbe essere: anche se per attrarre il capitale di rischio fosse sufficiente remunerarlo tanto quanto è il rendimento atteso sul mercato a parità di rischio, resta il fatto che gli azionisti, da un punto di vista giuridico, hanno comunque il diritto a pretendere tutto il valore che si forma dopo avere remunerato gli altri fattori alle condizioni pattuite, poiché l'ordinamento riserva a loro i *property rights*, i *residual rights* e il relativo potere decisionale ultimo. Tant'è vero che quando il management cerca di guadagnare spazi di discrezionalità per una diversa distribuzione del valore aggiunto nei paesi dove i mercati azionari sono efficienti si innesca prima o poi una reazione per ripristinare la gerarchia, attraverso pressioni, destituzioni oppure operazioni di *take-over*.

Dunque non sembrerebbe esservi alternativa: gli azionisti hanno il diritto ad avere tutto il valore che si residua dopo avere remunerato gli altri fattori alle condizioni preconcordate e lo fanno valere con decisione e alle volte anche con brutalità.

Ma se si osserva la realtà con più attenzione, si rilevano segni che vanno in direzione diversa: un numero crescente di imprese si organizzano in modo da ripartire l'extra-valore aggiunto eventualmente prodotto dall'impresa (dove per extra-valore si intende quella parte che va al di là delle remunerazioni di mercato per tutti i fattori coinvolti nella gestione) anche ad altri soggetti, oltre agli azionisti, con sistemi di compenso legati ai risultati, con formule di compartecipazione o con compensi che includono *stock options*. La caratteristica di questi nuovi modelli gestionali è quella di incentivare management e

personale alla creazione di un maggiore valore aggiunto, impegnandosi a distribuire anche a costoro quello che altrimenti sarebbe di competenza solo degli azionisti.

7. La necessità di massimizzare il valore aggiunto complessivo - a parità di fattore lavoro e capitale proprio - e il principio della massimizzazione del ritorno per gli azionisti: gli elementi per una collisione

I nuovi modelli si basano su un'ipotesi semplice: che prima di fissare obiettivi per quanto riguarda la distribuzione del valore aggiunto - qual è il principio di massimizzazione degli interessi degli azionisti - è necessario creare le condizioni per la creazione del più ampio valore aggiunto. Si basano anche su una semplice constatazione comportamentale: che i dirigenti e i lavoratori che non abbiano alcuna speranza di migliorare la propria remunerazione, al di là di quanto previsto nei loro contratti di lavoro, tendono a raggiungere il risultato minimo, non quello massimo. Né c'è speranza di modificare significativamente questi comportamenti con forme di gestione autoritaria.

Se è vero quanto detto, è difficile raggiungere l'obiettivo di massimizzare il valore per gli azionisti se l'obiettivo della gestione non è anzitutto quello della massimizzazione del valore aggiunto a parità di lavoro e di capitale proprio impiegato e se lo schema di distribuzione di tale valore è ad esclusivo beneficio degli azionisti. È difficile soprattutto con il tramonto dell'impresa fordista basata principalmente sul lavoro manuale standardizzato e con una organizzazione del lavoro a prestazioni definibili a priori, controllabili e sanzionabili nel caso di inadempienza.

Nelle attività nelle quali il processo produttivo ha un contenuto manuale sempre minore, dove il successo dipende dalla innovazione nei prodotti e nei processi, dalla capacità di cogliere e soddisfare i bisogni dei clienti, dalla qualità dei rapporti organizzativi, la qualità, ma anche la quantità, delle prestazioni dipendono più dal coinvolgimento dei lavoratori nei processi produttivi e nella distribuzione dei risultati che dalla capacità di imporre coercitivamente il mantenimento di impegni definiti contrattualmente.

Per queste ragioni un modello gestionale costruito attorno alla ossessione di massimizzare gli interessi degli azionisti rischia di andare in collisione con un'esigenza prioritaria: quella di avere il massimo impegno, non solo esecutivo, ma anche propositivo e perfino imprenditoriale da parte della schiera più ampia possibile del personale. In un'economia nella quale la tensio-

ne competitiva è sempre più intensa, le possibilità di creare extra-profitti dipendono sempre di più dalla qualità delle persone, dalla loro capacità di apprendere, dalla loro sensibilità verso le condizioni esterne, dai loro rapporti interni: in breve, dal fatto che il corpo del personale è capace, motivato e fortemente imprenditoriale. Ma questo tipo di personale non si può acquisire, né amalgamare, né coinvolgere con schemi redistributivi slegati dai risultati.

8. La massimizzazione degli interessi degli azionisti attraverso una redistribuzione dei profitti o del valore dell'impresa

Come accennato, la massimizzazione del valore per gli azionisti vuole sostituire – come principio ordinatore della gestione – il criterio della massimizzazione del profitto, con il fine di ampliare l'orizzonte temporale, di dare un valore al tempo, di tenere conto non solo del profitto, ma anche della creazione di valore che non passa attraverso il conto economico (ad esempio la creazione di un marchio). Anzi, questa impostazione vuole traguardare gli effetti delle varie scelte su più esercizi, proprio al fine di evitare che scelte di breve – compiute nella logica di massimizzare il profitto d'esercizio – non compromettano la competitività e i profitti futuri. Nelle sue versioni più sofisticate essa è in grado di catturare i benefici che si accumulano in capo agli azionisti anche quando non prendono la forma di redditi nei conti economici, ma piuttosto di spese per favorire un accumulo di competenze, di notorietà, di know-how.

Proprio per queste ragioni la teoria del valore costituisce uno sforzo per misurare più compiutamente e più attentamente gli effetti della gestione sul patrimonio dell'impresa e sul suo valore di mercato e costituisce un indubbio avanzamento concettuale e strumentale, anche se la

sua applicazione si dimostra molto più ardua di quanto non si pensasse.

Ma, come dice chiaramente la denominazione stessa, la teoria in questione è rivolta esclusivamente a massimizzare l'interesse degli azionisti e suppone che ciò equivalga automaticamente anche all'interesse degli altri soggetti coinvolti nella produzione. Più grave ancora, essa trascura il fatto che anche se l'obiettivo fosse quello prescelto non si riuscirebbe a realizzarlo, date le condizioni che caratterizzano le produzioni moderne, se non fosse preceduto da un obiettivo prioritario: quello della massimizzazione del valore aggiunto a parità di fattori impiegati. Nel momento nel quale le risorse imprenditoriali e manageriali non sono nelle mani degli azionisti – che diventano sempre di più semplici investitori – e nel momento nel quale contributi decisivi per il miglioramento della gestione possono venire da tutto il personale, l'esclusiva pertinenza dei *residual rights* agli azionisti deve essere rivista. Si crea tanto più facilmente extra-valore quanto più il personale viene motivato con una partecipazione alla sua distribuzione.

Una recente ricerca in Germania (2) dimostra quanto sopra: il *total shareholder return* è tanto più elevato quanto più le imprese investono nei loro dipendenti e quanto più li coinvolgono con logiche imprenditoriali nei comportamenti e nella ripartizione dei profitti. Quella che deve essere abbandonata è l'impostazione che presuppone che per massimizzare il valore degli azionisti si debba sacrificare quello dei lavoratori, perché così facendo si distrugge, non si potenzia la capacità di reddito. ■■■■■

EDITORIALE

NOTE DELL'AUTORE

(1) L. Guatri, *La teoria della creazione del valore. Una via europea*. Egea, 1991.

(2) L. Bilmes, K. Wetzker, P. Xhonneux, "Value in Human Resources", *Financial Times*, 10 febbraio 1997.