

ALEX EDMANS

PER UNA

T**RTA**
PIÙ GRANDE

COME LE GRANDI AZIENDE
POSSONO
CONIUGARE SCOPO
E PROFITTI

Informazioni per il lettore

Questo file PDF è una versione gratuita di sole 20 pagine ed è leggibile con **Adobe Acrobat Reader**



La versione completa dell'e-book (a pagamento) è leggibile **con Adobe Digital Editions**.

Per tutte le informazioni sulle condizioni dei nostri e-book (con quali dispositivi leggerli e quali funzioni sono consentite) consulta [cliccando qui](#) le nostre F.A.Q.

Tracce

I nuovi passaggi della contemporaneità

I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati possono consultare il nostro sito Internet: www.francoangeli.it e iscriversi nella home page al servizio “Informatemi” per ricevere via e.mail le segnalazioni delle novità o scrivere, inviando il loro indirizzo, a “FrancoAngeli, viale Monza 106, 20127 Milano”.

ALEX EDMANS

PER UNA
TORTA
PIÙ GRANDE

COME LE GRANDI AZIENDE
POSSONO
CONIUGARE SCOPO
E PROFITTI

Traduzione di Marco Cupellaro

Progetto grafico di copertina: Elena Pellegrini

Titolo originale: *Grow the Pie.*
How Great Companies Deliver Both Purpose and Profit
Cambridge University Press

Copyright © Alex Edmans 2020
All rights reserved

Traduzione dall'inglese di Marco Cupellaro

1ª edizione. Copyright © 2024 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito www.francoangeli.it.

Indice

Ringraziamenti	pag.	7
Introduzione	»	9
Come leggere questo libro	»	19

Parte I

Perché accrescere la torta? L'idea di base

1. La mentalità della torta da accrescere Un nuovo approccio all'impresa utile sia agli investitori sia alla società	»	23
2. Accrescere la torta non significa mirare a massimizzare i profitti, eppure spesso questo è il risultato che si ottiene La libertà d'investire è la chiave del successo di un'azienda	»	53
3. Accrescere la torta non significa espandere l'azienda Tre principi per orientarsi sui trade-off e sui progetti da scartare	»	76
4. La Pieconomics funziona? Non è wishful thinking: i dati confermano che le aziende possono avere successo e al contempo fare del bene	»	99

Parte II

Che cos'è che accresce la torta? Esaminiamo i fatti

5. Incentivi ai leader

Premiare la creazione di valore a lungo termine anziché l'azzardo a breve termine

pag. 127

6. Stewardship

Riconoscere l'importanza di investitori che sostengano e stimolino i manager

» 164

7. Buyback

Investire con moderazione aiuta a liberare risorse e a creare valore altrove

» 200

Parte III

Come accrescere la torta? Dalla teoria alla pratica

8. Imprese

L'importanza dello scopo e come renderlo reale

» 225

9. Investitori

Attuare concretamente la stewardship

» 272

10. Cittadini

Come influenzare le imprese anziché subirne l'influenza

» 300

Parte IV

Ampliare la prospettiva

11. Accrescere la torta, più in generale

Pensare win-win su scala nazionale e individuale

» 333

Conclusioni

» 367

Suggerimenti operativi

» 371

Ringraziamenti

Sono molto grato a Ilaria Angeli per aver pensato a un'edizione italiana di questo libro. Ringrazio anche il mio agente, Vincenzo Contri, per avermi messo in contatto con la casa editrice, e il professor Stefano Cenni per avermi presentato Vincenzo e per avermi segnalato esempi – che menziono in questa edizione – di imprese italiane che si dedicano ad *accrescere la torta*.

Introduzione

Esiste una e una sola responsabilità sociale per l'impresa [...] ossia aumentarne i profitti.

Milton Friedman, Premio Nobel per l'Economia

Siamo accomunati da una promessa fondamentale a *tutti* i nostri stakeholder. Ci impegniamo a offrire valore ai nostri clienti [...] a investire nei nostri dipendenti [...] a rapportarci in modo equo ed etico con i nostri fornitori [...] e a sostenere le comunità in cui operiamo.

Business Roundtable Statement on the Purpose of a Corporation
.....

Il modo più efficace per migliorare le prestazioni di un consiglio di amministrazione è aumentare il potere degli azionisti.

Lucian Bebchuk, Harvard Law School

Il primato degli azionisti, oltre che privo di fondamento, non è riuscito a rispondere adeguatamente alle esigenze di tutti gli stakeholder.

Martin Lipton, socio fondatore di Wachtell, Lipton, Rosen & Katz
.....

Dal 1978 i compensi degli amministratori delegati sono aumentati del 940 per cento, mentre quelli dell'americano medio solo del 12 per cento. È sbagliato [...]. È tempo di premiare il lavoro, non solo la ricchezza.

Joe Biden, quarantaseiesimo Presidente degli Stati Uniti

Se non farà gli sforzi necessari per essere competitiva, Air France scomparirà [...] Mi appello alla responsabilità di tutti: assistenti di volo, personale di terra e piloti, che stanno chiedendo aumenti di stipendio ingiustificati.

Bruno Le Maire, Ministro dell'Economia del governo francese

Il capitalismo è in crisi.

Ormai lo pensano tutti: politici, cittadini, persino i manager alla guida delle imprese, in entrambi gli schieramenti politici americani e in tutto il mondo. Molto semplicemente, l'economia non risponde più ai bisogni della gente.

La crisi finanziaria del 2007 è costata a 9 milioni di americani il posto di lavoro e a 10 milioni la casa¹. E anche quando l'economia si è ripresa, i guadagni sono andati in gran parte ai leader e agli azionisti, mentre i salari rimanevano fermi. Nel 2019, il patrimonio dei 22 uomini più ricchi del mondo era superiore a quello di tutte le donne africane².

Le grandi imprese non si limitano a beneficiare passivamente delle tendenze globali, ma contribuiscono attivamente a crearle. Molte, pur di spremere profitti fino all'ultimo centesimo, pagano i dipendenti il meno possibile e li fanno lavorare il più possibile, facendosi beffe delle norme sanitarie e di sicurezza. Ogni giorno, in tutto il mondo, 7.500 persone muoiono per malattie e incidenti collegati al lavoro³. Le attività di un'impresa hanno effetti vastissimi e spesso danneggiano persone che non sono né clienti né dipendenti dell'impresa stessa. Nel giugno del 2020, l'azienda elettrica statunitense PG&E si è dichiarata colpevole di 84 omicidi colposi per gli incendi incontrollati innescati in California da difetti delle apparecchiature utilizzate dall'azienda.

Oltre alle persone, i danni investono il pianeta. Nel 2010, l'esplosione dell'impianto di trivellazione Deepwater Horizon di BP ha provocato la fuoriuscita in mare di 4,9 milioni di barili di petrolio, minacciando otto parchi nazionali statunitensi, mettendo a rischio 400 specie e inquinando 1.600 chilometri di costa. Cinque anni dopo, Volkswagen ha ammesso di aver installato nelle proprie auto "dispositivi difettosi" che, ingannando i test di emissione, hanno contribuito a provocare 1.200 decessi nella sola Europa⁴. Nel maggio del 2020, in Australia, la società mineraria Rio Tinto ha fatto saltare in aria nella gola di Juukan Gorge, un'area dove l'uomo vive ininterrottamente da 46.000 anni, una grotta sacra a due popoli nativi, i Puutu Kunti Kurrama e i Pinikura. In generale, prescindendo da singoli casi, ogni anno le imprese generano costi ambientali stimati in 4.700 miliardi di dollari⁵.

I cittadini iniziano a reagire a questa situazione. Il 15 aprile 2019 gli attivisti di Extinction Rebellion, per protestare contro i cambiamenti climatici, hanno organizzato manifestazioni in 80 città di 33 Paesi, bloccando strade, ponti ed edifici. A queste iniziative si aggiunge una miriade di altre risposte: i movimenti Occupy, la Brexit, l'elezio-

ne di leader populistici, le restrizioni al commercio e all'immigrazione e le proteste contro le retribuzioni degli amministratori delegati. Ma anche se la reazione precisa varia a seconda dei casi, l'opinione di fondo è sempre la stessa: "loro" guadagnano a spese "nostre".

Anche le imprese stanno prendendo provvedimenti, o almeno così sembra. Il capitalismo degli stakeholder – l'idea che le imprese debbano essere al servizio di tutta la società – è lo slogan del momento. Nel 2020, è stato questo il tema del World Economic Forum di Davos. Nell'agosto del 2019, la Business Roundtable, un gruppo di leader aziendali statunitensi particolarmente influenti, ha drasticamente rivisto la propria definizione delle "finalità della grande impresa" in modo tale da tener conto di tutti gli stakeholder, non solo degli azionisti.

Non è chiaro, tuttavia, quanto queste dichiarazioni siano sincere. A Davos, dicono i critici, l'importante non è fare del bene, ma far credere di farlo. E la dichiarazione della Business Roundtable è stata etichettata dagli scettici come semplice iniziativa di comunicazione per evitare interventi regolatori. La realtà è che molti dei firmatari di quella dichiarazione, quando è scoppiata la pandemia di coronavirus, hanno tagliato migliaia di posti di lavoro proprio mentre distribuivano agli investitori lauti dividendi.

Il risultato è una situazione in cui le imprese sfruttano la società, i cittadini reagiscono e a loro volta le imprese rispondono con iniziative di comunicazione che si sospetta servano solo a ingannare i regolatori e a proseguire lo sfruttamento. E il ciclo si ripete da secoli. Del conflitto tra capitale e lavoro parlò Karl Marx già alla metà del XIX secolo. Da allora abbiamo visto il pendolo oscillare ripetutamente: da un lato i manager e gli azionisti, dall'altro i lavoratori e i clienti. Pensiamo ai robber barons, i "baroni ladroni" americani che crearono alla fine dell'Ottocento giganteschi monopoli, come la Standard Oil, posizioni dominanti che furono poi in parte frazionate per decisione dei politici; o ricordiamo la forza acquisita dai sindacati negli anni Settanta, che provocò una reazione legislativa che li condusse al declino; o, ancora, all'ascesa delle grandi banche all'inizio del XX secolo, culminata nella crisi finanziaria del 1929 e al conseguente Glass-Steagall Act, che negli anni Ottanta venne parzialmente smantellato, contribuendo così a preparare il terreno per la nuova crisi sopraggiunta nel 2007. Se non troveremo un altro modo, il film continuerà a ripetersi.

Ma c'è una buona notizia: un altro modo esiste.

Applicando all'attività economica un approccio radicalmente nuovo, le imprese possono generare *sia* utili per gli investitori, *sia* valore

per la società. È questo il motivo per cui, di fronte a tutti questi conflitti, questo è un libro fondamentalmente ottimista. Di un ottimismo che non si basa solo su una cieca speranza, ma su rigorose evidenze del fatto che questo approccio all'impresa funzioni davvero, in tutti i settori e per tutti gli stakeholder, e che esista un modello praticabile per realizzarlo.

Al cuore di questa nuova impostazione c'è un cambiamento di mentalità. Il conflitto nasce da quella che chiameremo la *mentalità della torta da spartire*. Il valore creato da un'azienda viene visto di solito come una torta di dimensione fissa: l'unico modo che "noi" abbiamo per averne una fetta più grande è ridurre la fetta che va a "loro". Il business, insomma, è visto come un gioco a somma zero: per massimizzare i profitti, un amministratore delegato deve "togliere" qualcosa alla società, aumentando i prezzi o tagliando i salari, mentre se vogliamo invece che le imprese siano utili alla società dovremo comprimere i profitti.

Dividere equamente la torta è importante, ma la riforma non può limitarsi a una redistribuzione. Quest'ultima ridurrebbe infatti i profitti, creando due problemi. Il primo è che una riforma che renda le imprese meno redditizie non verrebbe attuata volontariamente dalla maggior parte degli amministratori delegati, che magari firmerebbero dichiarazioni di intenti, ma non le metterebbero in pratica. Una diversa spartizione della torta dovrebbe essere imposta alle aziende per legge, con il rischio di generare però solo compliance, non impegno attivo. Un'impresa si adeguerà alle leggi sul salario minimo, ma non offrirà ai dipendenti un lavoro che per loro abbia significato o che li aiuti a sviluppare le proprie competenze.

Il secondo problema è che la riduzione dei profitti non va bene per gli azionisti. Molti di coloro che criticano le imprese non si preoccupano di questo aspetto: gli investitori vengono dipinti come capitalisti senza nome e senza volto. Ma gli investitori non sono "loro", siamo "noi". Tra coloro che investono ci sono genitori che risparmiano per pagare l'istruzione dei figli, ci sono programmi previdenziali che gestiscono risorse destinate ai pensionati, compagnie di assicurazione che finanziano richieste di risarcimento future e così via. E, soprattutto, gli investitori servono per finanziare le aziende, ma lo fanno solo se hanno una prospettiva di ritorno sugli investimenti. Perciò, qualsiasi riforma dell'economia deve garantire valore alla società, ma anche profitti alle imprese.

È proprio questo il tema di questo libro. Per la *mentalità della torta da accrescere* la dimensione della torta non è invariabile. Investen-

do negli stakeholder, un'impresa non riduce la fetta che andrà agli azionisti ma, al contrario, ingrandisce la torta, avvantaggiando in ultima analisi anche gli investitori. Un'impresa migliorerà le condizioni di lavoro perché avrà sinceramente a cuore i propri dipendenti, che saranno perciò più motivati e più produttivi. Un'altra svilupperà un nuovo farmaco per arginare una pandemia senza chiedersi se chi si ammalerà sarà in grado di pagare, finendo per commercializzare quel farmaco con successo. Una terza impresa taglierà le emissioni ben oltre la soglia che la metterebbe al riparo da sanzioni perché si sentirà responsabile per l'ambiente, traendo così vantaggio dal fatto che un'azienda con questi valori attrarrà maggiormente i clienti, i dipendenti e gli investitori.

Il punto è che la torta non coincide con i profitti, ma con il valore per la società. I profitti sono solo una fetta di quella torta. Per un'impresa che ragiona in termini di torta da accrescere, il fine primario è il valore sociale; il profitto è un sottoprodotto. Questo approccio di solito finisce per rivelarsi, sorprendentemente, *più* redditizio di quello che vede nel profitto il fine ultimo di un'impresa. E il motivo è che questo approccio permette di effettuare molti investimenti che a lungo andare finiranno per ripagarsi ampiamente. Poiché questi ritorni non possono essere preventivati dall'inizio, quegli investimenti, se i profitti fossero stati l'unico criterio di valutazione, non sarebbero mai stati fatti. La regola della "massimizzazione del valore per gli azionisti" è attraente sulla carta ma inapplicabile nella pratica, in quanto è molto difficile calcolare, sia pure approssimativamente, quante decisioni importanti influiranno sui profitti a lungo termine. La forza della mentalità della torta da accrescere sta nel sostituire i *principi* ai *calcoli*, offrendo una valida guida pratica per prendere decisioni in condizioni di incertezza.

Riassumendo, un'impresa responsabile *crea profitti solo attraverso la creazione di valore per la società*. Questo effetto positivo sui profitti supera entrambi i problemi suddetti. Perciò ad avvantaggiarsene saranno sia gli investitori sia gli stakeholder. Questo significa che un'impresa ha interesse a cambiare il proprio modo di fare business e a prendere molto sul serio il proprio impatto sulla società. E deve farlo con la massima urgenza. Porsi al servizio della società non è un lusso o un optional: è essenziale per il successo a lungo termine di un'impresa.

Se accrescere la torta è possibile, ciò non significa soltanto che le finalità non vanno, come credono alcuni manager e investitori, a scapito dei profitti, ma anche che i profitti non vanno necessariamente a scapito delle finalità, come asseriscono invece alcune delle voci cri-

tiche verso le imprese. Ciò ha implicazioni profonde. Gli alti profitti – e le alte retribuzioni degli amministratori delegati – non sono automaticamente buoni motivi per “puntare il dito” contro un’impresa, quando quei profitti e quelle retribuzioni sono stati guadagnati nel modo giusto. I profitti di solito ci sono perché alcune cose vengono fatte meglio di prima: questa molla è stata alla base del progresso umano in tutte le epoche. Gli investitori in realtà sono alleati di una riforma del capitalismo volta a indirizzarlo verso una versione più attenta ai fini e più sostenibile. Impresa e società non sono avversarie, ma compagne di squadra. Quando in un’organizzazione tutti lavorano insieme, legati a un fine comune e focalizzati sul lungo termine, il risultato è la creazione di un valore condiviso, che assicura una fetta più grande a tutti i soggetti: azionisti, lavoratori, clienti, fornitori, ambiente, comunità e contribuenti. Non è necessario dunque scegliere se porsi al servizio degli investitori o degli stakeholder: si possono avere entrambe le cose.

Questa mentalità win-win è al cuore di questo libro. Nella Parte I inizieremo dai *perché*: perché esistono le aziende e perché devono concentrarsi sulla creazione di valore sociale e non solo sul profitto. In questa parte viene descritta la mentalità della torta da accrescere e in che modo essa si differenzi non solo dalla mentalità della torta da spartire, ma anche da una concezione più ampia dell’attività imprenditoriale come “valore per gli azionisti illuminati”. In questa parte del libro vengono anche esaminate alcune potenziali obiezioni alla mentalità della torta da accrescere e diverse sfumature nella sua applicazione. Accrescere la torta non significa disinteressarsi del profitto e nemmeno investire spensieratamente senza curarsi dei costi: si tratta, al contrario, di un approccio estremamente focalizzato e rigoroso. Forniremo una serie di principi guida – applicabili anche in condizioni di incertezza – per capire quando scartare un progetto e come gestire gli scomodi trade-off. Un aspetto importante è che gli investitori siano in grado di valutare se un leader segue questi principi, mitigando così il timore che allontanarsi dal valore per gli azionisti generi irresponsabilità. I principi coniugano pragmatismo e responsabilità sui risultati.

Dimostreremo poi che generare profitti come risultato di un servizio reso alla società non è un sogno a occhi aperti, non è troppo bello per essere vero, ma è realistico e fattibile. Investitori e collettività *possono* guadagnare contemporaneamente. La creazione di valore per gli stakeholder non è solo un apprezzabile ideale, ma anche una raccomandazione dettata dal buon senso economico. Quando parlo con qual-

cuno dell'importanza dello scopo e vengo presentato come professore di finanza, chi mi ascolta pensa di aver capito male. Il mondo della finanza spesso è nemico delle iniziative orientate alla missione e le vede come semplici distrazioni dalla ricerca del profitto. Il che è forse vero su un orizzonte di breve termine nel quale i trade-off hanno un grande peso. Ma a lungo termine i fatti dimostrano che chiunque si occupi di finanza con questa mentalità non sta facendo bene il proprio lavoro.

La Parte II analizza *che cosa* fa crescere la torta. In questa parte mostreremo come molte proposte di riforma non funzionano perché si basano sull'idea di spartire una torta fissa, una torta che non può crescere. Ribalteremo inoltre le consuete prospettive su alcuni temi particolarmente controversi, esaminandoli in una prospettiva di torta non da spartire e basta, ma da accrescere. Vedremo che le retribuzioni dei dirigenti, l'attivismo degli azionisti o il riacquisto di azioni proprie – tutte cose spesso orientate alle esigenze degli amministratori delegati e degli investitori a scapito degli stakeholder – in realtà possono contribuire ad accrescere la torta a vantaggio di tutti. Ma la parola chiave, in questa frase, è *possono*. Oggi queste leve vengono spesso utilizzate in modi che non aiutano la torta a crescere. Rifletteremo su come migliorarne l'utilizzo.

La Parte III passa ad affrontare la questione pratica di *come* accrescere la torta. Verrà sottolineata l'importanza dello scopo di un'impresa, della sua ragione d'essere, del suo ruolo nel mondo. Lo scopo è la risposta alla domanda: "In che modo la vostra azienda rende il mondo un posto migliore?". Ma come può essere utilizzato, concretamente, quando la coperta è corta e un leader aziendale è alle prese con obiettivi di profitto a breve termine? Questa parte prenderà in considerazione le capacità e le responsabilità delle aziende, degli investitori, dei regolatori e dei cittadini, chiamati a operare – ciascuno per proprio conto e tutti insieme – per questo obiettivo.

La mentalità della torta da spartire è estremamente diffusa, non soltanto sul versante del rapporto tra impresa e società. La storia di Robin Hood che rubava ai ricchi per dare ai poveri è molto più celebrata della storia degli Elfi che aiutavano il Ciabattino a fare scarpe senza pretendere nulla da lui o da altri. Nella IV Parte ragioneremo perciò su come applicare la logica della torta da accrescere a contesti più ampi, come le dinamiche interpersonali, il servizio verso gli altri, la leadership individuale.

Su che cosa poggia questo cambiamento di mentalità? Su un attento studio delle *evidenze* relative ai fattori che trainano la creazio-

ne di valore a lungo termine da parte dell'impresa. Questo approccio basato sui dati empirici smentisce le opinioni correnti, che spesso si basano su storie, su case study. Le storie sono potenti, calano un'idea nella vita reale e si prestano bene a essere raccontate. Per questo vengono utilizzate efficacemente nelle scuole di business, nei libri o nei TED talks. Ma, come ho spiegato nel mio intervento TED *What to Trust in a Post-Truth World* ("A che cosa credere in un mondo di post-verità"), alla fine le storie non dicono molto: si trova sempre una storia per dimostrare qualsiasi idea, e di solito conviene scegliere la storia più estrema, proprio in quanto rappresenta con più chiarezza l'idea che si vuole difendere. I sostenitori del primato del profitto potrebbero usare la storia della GE di Jack Welch per dimostrarne il successo. I critici potrebbero servirsi invece della storia di Enron per dimostrarne l'insuccesso. La realtà è che sia il case study di GE sia quello di Enron sono importantissimi a fini didattici, nelle business school, ma nessuna di queste due storie ci dice, in generale, se gestire un'azienda orientata al profitto funzioni davvero.

L'approccio basato sulle evidenze empiriche – anziché sulle storie – analizza migliaia di aziende, in decine di settori, nell'arco di vari decenni. Si sforza di distinguere le correlazioni dai nessi di causa-effetto e di far emergere spiegazioni alternative. Ci insegna che ogni discussione ha quasi sempre due facce e sottolinea l'importanza di guardare all'intera torta, non solo a una fetta. Così come in medicina la diagnosi viene prima della terapia, è necessaria una valutazione accurata dei problemi del capitalismo prima di proporre riforme.

Ma la qualità delle prove è estremamente disuguale. Una delle frasi più pericolose è "la ricerca dimostra che...": con la ricerca è possibile dimostrare più o meno qualsiasi cosa. Il pericolo dell'utilizzo selettivo della ricerca è aggravato particolarmente dai bias di conferma: dalla tentazione cioè di accettare qualsiasi evidenza empirica – indipendentemente dalla sua qualità – purché rafforzi la propria idea predefinita. Per questo le idee basate su evidenze fanno riferimento soprattutto a studi pubblicati in riviste particolarmente rigorose, sottoposte a peer review. Queste riviste hanno standard molto severi e respingono fino al 95 per cento dei contributi proposti. In uno studio il rigore non è solo una questione "accademica" e può ribaltare completamente le implicazioni pratiche nel mondo reale.

Le evidenze fornite in questo libro ci riveleranno molti risultati sorprendenti, contraddicendo miti diffusi sulle imprese e suggerendo altre soluzioni rispetto a quelle raccomandate di solito. Vedremo che ri-

durre i vertiginosi stipendi degli amministratori delegati in realtà non è il modo più efficace per riformare le retribuzioni a vantaggio della società. Capiremo in che modo un investitore che vende le proprie azioni in un'ottica di breve termine possa incoraggiare le aziende a operare in una prospettiva più lunga. Ci renderemo conto di come un'azienda che, anziché investire la propria liquidità, la usi per il buyback di azioni proprie possa creare valore a lungo termine non solo per i propri azionisti, ma anche per l'economia in generale.

E – questo è un passaggio cruciale – verranno presentate evidenze *contro* le tesi di fondo di questo libro, in modo da esaminare le interessanti, complesse e sfumate gradazioni di grigio presenti in questioni che vengono spesso dipinte in bianco o nero. Vedremo che i fondi d'investimento responsabile hanno, nel loro insieme, performance inferiori alla media e che le “industrie del vizio” come quelle del tabacco e dell'alcol sono altamente redditizie. Prenderemo sul serio le diffuse preoccupazioni sulla responsabilità dell'impresa e le posizioni favorevoli alla massimizzazione del valore per gli azionisti, riconoscendo che sono molto meno “tagliate con l'accetta” di come vengono di solito descritte. E noteremo che anche nel lungo termine esistono esternalità che influiscono sulla società ma che non si ripercuotono sui profitti aziendali.

Prenderemo in considerazione studi accademici nell'ambito di varie discipline: non solo economia e finanza, ma anche comportamento organizzativo, strategia, marketing e contabilità. Le nostre conclusioni sull'economia, anziché limitarsi a ipotizzare la razionalità, terranno conto dell'economia comportamentale, dell'incertezza e di altre ragioni per cui i modelli standard non funzionano. Inoltre, per offrire evidenze vive e concrete aggiungeremo agli studi accademici esempi pratici di aziende e investitori lungimiranti, in diversi settori e Paesi. E impareremo non solo dai successi ma anche dagli insuccessi.

Presenterò inoltre spunti di riflessioni derivanti dalle mie esperienze di lavoro con direttori, top manager, investitori, politici e stakeholder, che mi hanno insegnato moltissimo su come un'azienda dovrebbe porre al centro del suo operare le sue finalità e sui numerosi ostacoli che si incontrano quando cerca di farlo. La combinazione di sapere accademico e pratico punta a rendere il libro non solo teoricamente rigoroso, ma anche concretamente utile. Molte grandi idee nate in ambito universitario sono davvero “accademiche”, ossia difficilmente realizzabili. Essere al servizio della società può sembrare un ideale bello ma troppo vago e poco praticabile rispetto ai modelli odierni di

massimizzazione del profitto. Questo libro dimostra che un approccio imprenditoriale che punti ad accrescere la torta può essere altrettanto fattibile e concreto dell'approccio centrato sulla massimizzazione del profitto, e condurrà, nel lungo periodo, a un profitto maggiore.

Note

¹ Jim Puzzaghera, "A Decade after the Financial Crisis, Many Americans Are Still Struggling to Recover", *Seattle Times*, 10 settembre 2018.

² "World's Richest Men Have More Wealth than All the Women in Africa", *Oxfam*, 20 gennaio 2020.

³ International Labour Organization, "Safety and Health at the Heart of the Future of Work", 2019.

⁴ Guillaume P. Chossière, Robert Malina, Akshay Ashok *et al.*, "Public Health Impacts of Excess NOx Emissions from Volkswagen Diesel Passenger Vehicles in Germany", *Environmental Research Letters*, 12, 2017.

⁵ Trucost, "Natural Capital at Risk: The Top 100 Externalities of Business", 2013.

Come leggere questo libro

Un libro che punta a conciliare scopo e profitti si rivolge a una platea variegata, di cui fanno parte sia lettori – per esempio investitori e dirigenti – che considerano il profitto l'obiettivo fondamentale o addirittura l'unico obiettivo di un'azienda, sia coloro – sindacalisti o altri stakeholder – che pongono l'accento sul servizio che un'impresa può offrire alla società. Le idee vengono messe in pratica non solo dai vertici aziendali, ma spesso anche da manager intermedi in grado di infondere nei loro team un'attenzione al sociale o da semplici dipendenti capaci di innescare nuovi pensieri e di gestire efficacemente le relazioni verso l'alto. Il libro si rivolge anche a lettori esterni alle imprese ma desiderosi di comprendere le ragioni di entrambe le parti, nel dibattito sempre più polarizzato sul capitalismo (buono o cattivo?).

Dato l'ampio pubblico cui è destinato, questo libro contiene molti elementi diversi, che a seconda dei casi saranno di maggiore interesse per l'uno o l'altro target di lettori. Ne consegue che si possono immaginare diversi percorsi di lettura. L'approccio migliore, naturalmente, è la lettura dei capitoli nell'ordine predefinito, alla luce del fatto che ogni capitolo è stato pensato come parte di un tutto e prepara il terreno al successivo, che tra i vari capitoli esistono numerosi riferimenti incrociati e che alcuni esempi si ritrovano in tutto il libro. Tuttavia, chi non ha molto tempo potrà anche scegliere di concentrarsi su particolari capitoli, in base ai propri obiettivi.

Il Capitolo 1, in cui viene introdotta la mentalità della torta da accrescere, e il Capitolo 4, in cui si presentano i fatti che dimostrano come questo approccio crei valore sia per gli investitori sia per tutta la società, dovrebbero risultare interessanti per tutti i lettori. Qui di seguito propongo però anche altri percorsi.

I lettori con interessi generali – esterni al mondo degli affari ma desiderosi di comprendere il funzionamento del capitalismo e il suo ruolo nella società, oppure scettici nei confronti delle imprese – troveranno probabilmente più utili i Capitoli 3, 8, 10 e 11.

I leader aziendali, che cercano un quadro di riferimento per mettere in pratica queste idee e sono costretti a muoversi tra ardue questioni, come la scelta dei progetti da accantonare e la ricerca dei compromessi ottimali, dovrebbero leggere anche i Capitoli 2, 3 e 8.

Gli investitori o i membri dei consigli di amministrazione, interessati a capire che tipo di coinvolgimento assumere nell'impresa e come progettare strutture di governance che gettino le basi di una visione a lungo termine, troveranno probabilmente particolarmente utili i Capitoli 5, 6, 7 e 9. Il Capitolo 9 è utile soprattutto per chi è interessato a investire in modo responsabile.

I politici, i leader aziendali, gli accademici e chiunque abbia interesse per gli studi di alto livello sulla creazione di valore a lungo termine e per la loro applicazione concreta dovrebbero dedicare particolare attenzione ai Capitoli 5, 6 e 7 e al paragrafo “Policy maker” del Capitolo 10.

I lettori interessati a case study del mondo reale – studenti e docenti di economia, conferenzieri a caccia di aneddoti da citare e professionisti che cercano esempi da imitare – faranno bene a leggere i Capitoli 2, 3 e 8, nonché gli esempi all'inizio dei Capitoli 5, 6 e 7.

Parte I

Perché accrescere la torta?

L'idea di base

1

La mentalità della torta da accrescere

Un nuovo approccio all'impresa utile sia agli investitori
sia alla società

Judith Aberg stava uscendo dalla metropolitana di New York. Iniziava una nuova giornata di lavoro, a New York. La sua sede di lavoro occupava ben sei isolati della Fifth Avenue, affacciandosi su Central Park. Non si trattava della ricca banca d'investimento che ci si aspetterebbe di trovare in una location tanto prestigiosa, bensì della Mount Sinai, una delle maggiori cliniche universitarie degli Stati Uniti.

Judith faceva un lavoro difficile. Oltre a curare pazienti in prima persona, era a capo della Division of Infectious Diseases, che contava centinaia tra ricercatori, medici e altri dipendenti. Ma il suo era un lavoro molto gratificante. Nel 2014, Judith aveva gestito l'apertura dell'Institute of Advanced Medicine, che forniva un'assistenza medica multidisciplinare a oltre 10.000 pazienti affetti da AIDS.

Quel 25 agosto 2015 non sarebbe stata una giornata come tante altre. Al Mount Sinai c'era un paziente affetto da toxoplasmosi (una malattia infettiva causata da un microscopico parassita, che provoca febbre, dolori muscolari e affaticamento) e curato con il Daraprim. Ma le scorte di questo farmaco si stavano esaurendo e la farmacia del Mount Sinai cercava di reintegrarle. Sulla carta doveva essere un ordine di routine. Ma il personale della farmacia si sentì rispondere dal fornitore che la linea di credito del Mount Sinai era esaurita e avvertì subito Judith.

“Dev'esserci un errore!”, pensò Judith. Il Mount Sinai aveva una linea di credito di 40.000 dollari, sicuramente sufficiente ad acquistare un flacone con 100 compresse. Ma quando chiamò il fornitore, Turing Pharmaceuticals, rimase esterrefatta sentendosi dire che il prezzo del Daraprim era aumentato del 5.500 per cento: ogni compressa invece di 13 dollari e 50 ora ne costava 750. Il prezzo di un flacone con 100 compresse era salito a 75.000 dollari: quasi il doppio del plafond di credito del Mount Sinai.

La Turing era stata fondata nel febbraio del 2015. Il nome era un omaggio ad Alan Turing, che durante la Seconda guerra mondiale, com'è noto, riuscì a violare il codice segreto di Enigma, la macchina utilizzata dalla Germania nazista per cifrare i messaggi. Ma mentre Turing, lo scienziato, si era costantemente prodigato per innovare e sperimentare nuove strade, l'azienda che si richiamava al suo nome non era affatto orientata all'innovazione: anziché sviluppare nuovi farmaci, la sua strategia consisteva nell'acquistare prodotti esistenti e alzarne il prezzo.

Una simile strategia può apparire disgustosamente avida, ma per Martin Shkreli, il trentaduenne amministratore delegato di Turing, era una sorta di seconda pelle. Nato da genitori immigrati che si guadagnavano da vivere come portinai, Shkreli, all'età di diciassette anni, aveva colto al volo l'occasione di un tirocinio presso Cramer, Berkowitz & Co, l'hedge fund creato da Jim Cramer, il conduttore della trasmissione tv *Mad Money* in onda su CNBC. All'inizio Shkreli si era occupato dei messaggi in arrivo, ma già nei primi giorni del 2003 si era fatto un nome segnalando un titolo azionario che secondo lui era molto sopravvalutato: il titolo di Regeneron, un'azienda di biotecnologie che stava sviluppando un farmaco per perdere peso. Assicurò i suoi capi che la sua quotazione sarebbe scesa e consigliò loro di venderlo subito. Il 31 marzo Regeneron ammise che il farmaco non aveva superato un test clinico e quello stesso giorno le azioni persero metà del valore, facendo guadagnare milioni a Cramer, Berkowitz & Co.

Ma Shkreli non si accontentava di arricchire altri: voleva essere lui a guadagnare milioni. Così, nel 2006, a soli ventitre anni, aprì un fondo speculativo tutto suo, Elea Capital Management, che scommetteva sul crollo di alcuni titoli. Una di queste scommesse andò male e fu Elea a crollare. Ma Shkreli non si perse d'animo e nel 2009, insieme all'amico d'infanzia Marek Biestek, mise in piedi un altro fondo hedge, che dalle iniziali dei due promotori prese il nome di MSMB Capital Management.

Anche questa iniziativa, come Elea, fu un fallimento, per quanto Shkreli cercasse di nascondere. Nel dicembre del 2010, dichiarò che MSMB aveva un valore di 35 milioni di dollari, ma in realtà non ne valeva nemmeno mille¹. A quel punto, asserendo che “negli hedge fund non giravano abbastanza soldi”², da speculatore contro il biotech si trasformò, paradossalmente, in CEO di un'azienda biotech, fondando, nel marzo del 2011, prima Retrophin e poi Turing.

La sua strategia non consisteva nell'investire in nuovi farmaci, ma nell'acquistare a basso costo farmaci già esistenti e nell'aumentarne i

prezzi riducendone al tempo stesso l'offerta. La Turing iniziò acquistando tramite Retrophin tre prodotti: la ketamina utilizzata come antidepressivo, l'ossitocina usata per indurre il travaglio e un bloccante gangliare contro l'ipertensione. Poi, il 10 agosto 2015, la stessa Turing acquistò per 55 milioni di dollari il Daraprim, aumentandone il giorno successivo il prezzo del 5.500 per cento.

Per i profitti della Turing era una manna, ma gli effetti sociali furono catastrofici. La toxoplasmosi è una malattia pericolosa, soprattutto per donne incinte, anziani e malati di AIDS. Se non viene curata può portare a convulsioni, paralisi, cecità, malformazioni del feto e persino alla morte. È talmente grave che l'Organizzazione Mondiale della Sanità (OMS) ha inserito la pirimetamina (il nome chimico del Daraprim) nell'EML, la lista dei farmaci essenziali. Il problema era che al nuovo prezzo solo pochissimi potevano permettersi questo farmaco essenziale. Judith dovette limitarne la somministrazione da cinque volte al mese a non più di una volta al mese, e provare, come disse al *New York Times*, "terapie alternative che non è certo abbiano la stessa efficacia"³. I nuovi approcci erano meno collaudati e non se ne conoscevano gli effetti collaterali. "I pazienti non si sentono tranquilli. E non lo siamo nemmeno noi", dichiarò alla CNN⁴.

Non meno dannosa dei prezzi esorbitanti era l'accessibilità limitata. Anche se il Daraprim è un farmaco essenziale, la Turing lo vendeva solamente tramite la rete di farmacie Walgreens e nemmeno in tutti i punti vendita: solo in quelli "specializzati". In tal modo si impediva ai concorrenti di mettere le mani sul prodotto per sviluppare alternative più economiche: averlo era diventato talmente difficile che la HIV Medicine Association dovette creare una pagina web in cui i medici potevano condividere le proprie esperienze. Uno di loro raccontò di averci messo quattro giorni e mezzo per procurarsi un farmaco che prima dell'entrata in scena della Turing era immediatamente disponibile.

La torta: il valore creato per la società

Per illustrare la strategia di Shkreli possiamo immaginare una torta. Questa torta rappresenta il valore che un'impresa crea per la società: il valore, nel caso della Turing, deriva dai suoi farmaci. La *società* è composta, come mostra la Figura 1.1, da molti membri, cui andranno fette di torta molto diverse tra loro, a seconda della strategia scelta da Shkreli per la sua azienda.

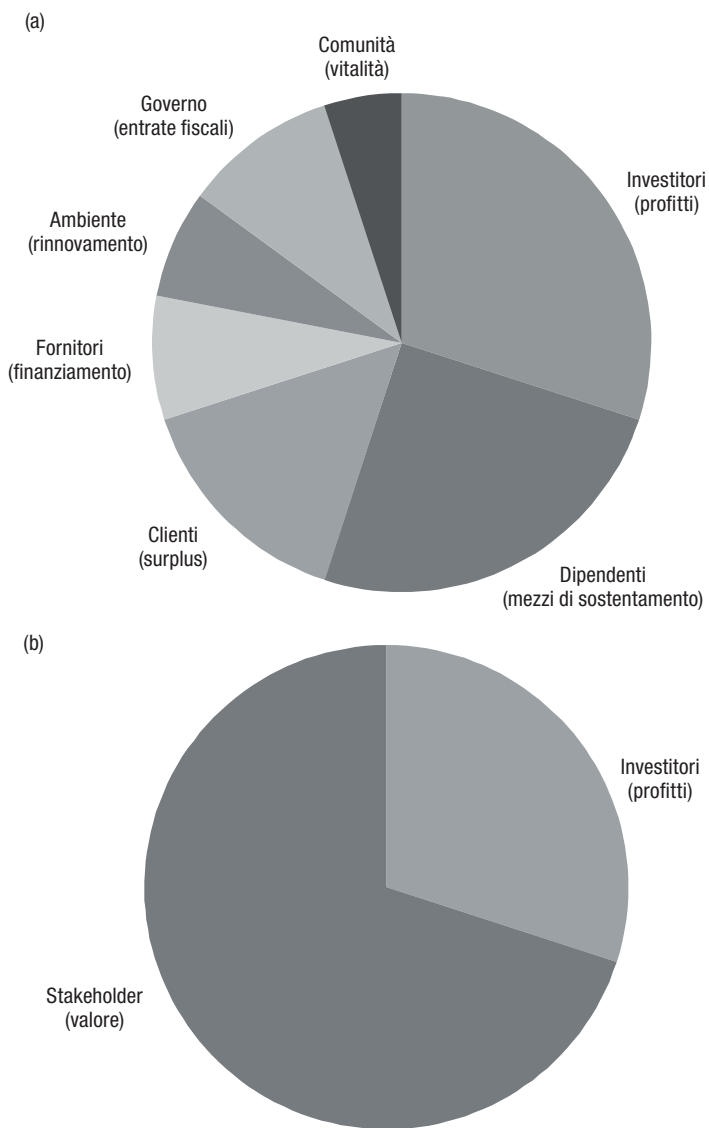


Figura 1.1

I membri della società su cui si era concentrato Shkreli erano gli *investitori*, cui andavano i *profitti*. Come ho notato nell'Introduzione, gli azionisti non sono "loro", siamo "noi". Se l'azienda non offre benefici agli investitori, le conseguenze possono ricadere sull'intera società.

Nel 2018, il sistema pensionistico delle università britanniche (Universities Superannuation Scheme) ha dichiarato un deficit di finanziamenti di 17,5 miliardi di sterline, annunciando una serie di tagli alle prestazioni previdenziali. Ciò ha indotto 42.000 dipendenti a scioperare⁵ e 126.000 studenti a chiedere il rimborso delle tasse universitarie⁶ a causa delle lezioni perse. Alcune università hanno dovuto escludere dagli esami i contenuti non trattati nelle lezioni a causa dello sciopero. Insomma, i profitti sono importanti e gli investitori sono una parte fondamentale della società. Ma non sono certo gli unici suoi membri.

Infatti, la nostra torta non è composta soltanto dai profitti.

Della torta fa parte anche il valore attribuito da un'impresa ai *dipendenti*: un valore che è funzione della retribuzione, ma anche della formazione, delle opportunità di sviluppo di carriera, dell'equilibrio tra lavoro e vita privata e della possibilità di realizzare la propria vocazione e di avere un impatto significativo sul mondo. Chiameremo questo valore *mezzi di sostentamento*, per tener conto sia dell'ambiente di lavoro sia dell'impatto dell'azienda sulla vita privata dei dipendenti.

La torta comprende poi il valore a lungo termine che i *clienti* ricavano al di là del prezzo pagato: lo chiameremo *surplus*. Un'impresa genera surplus, per esempio, inventando un prodotto che migliori materialmente la vita dei clienti, oppure fornendo gratuitamente l'assistenza post-vendita o ancora astenendosi da tattiche di marketing ingannevoli.

È parte della torta anche il valore che i *fornitori* ricavano dall'azienda come fonte stabile di entrate. Chiameremo questo valore *finanziamento*, perché non conta solo la somma che ricevono, ma anche la prontezza con cui la ricevono.

Un'altra componente della torta è il valore generato per l'*ambiente* da un'azienda che riduca il consumo di risorse e le emissioni di anidride carbonica o che intervenga attivamente, per esempio piantando nuovi alberi o incoraggiando il riciclo. Chiameremo questo valore *rinnovamento*⁷.

La torta comprende il valore offerto alle *comunità* da un'impresa che dia opportunità di lavoro, che migliori l'accessibilità ai servizi idrici e a quelli di nettezza urbana e che doni prodotti a iniziative locali. Chiameremo questo valore *vitalità*.

Infine, della torta fa parte anche il valore che il *governo* ricava dalle *entrate fiscali*.

Un'azienda, quindi, non è soltanto al servizio degli investitori, ma anche dei dipendenti, dei clienti, dei fornitori, dell'ambiente, delle comunità e del governo. Questi altri membri, nell'insieme, sono indicati come *stakeholder* di un'impresa, in quanto ne ricavano collettivamente

un *valore*. Sono *membri* della società sia gli investitori sia gli stakeholder, mentre chiamiamo *cittadini* le persone che vivono nella società.

La mentalità della torta da spartire

Shkreli apparteneva alla categoria di coloro che pensano alla “spartizione della torta”. Chi ha la *mentalità della torta da spartire* ragiona come se la torta fosse di dimensioni invariabili. In quest’ottica, l’unico modo per aumentare la quota di torta che va a un determinato soggetto è cambiare la spartizione, riducendo quote di altri. Gli altri sono i nostri rivali e noi dobbiamo lottare per assicurarci più torta possibile.

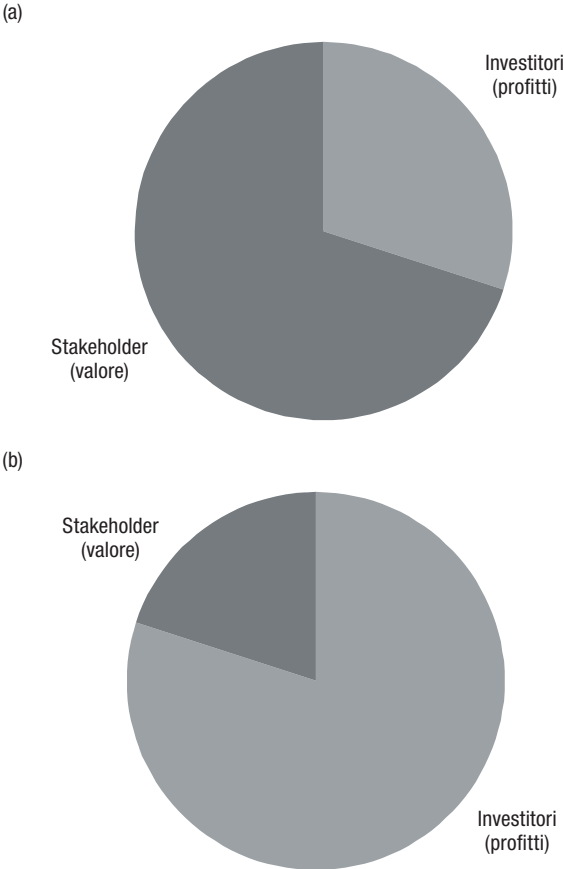


Figura 1.2

Il soggetto cui Shkreli voleva assicurare una fetta maggiore erano gli investitori della sua azienda. Lo stesso Shrekli era azionista di riferimento della Turing e se non avesse generato guadagni sufficienti sarebbe stato esposto alle pressioni di altri investitori. Nella mente di Shkreli c'era quell'unico obiettivo: "I miei investitori si aspettano che io massimizzi i profitti"⁸. E perseguiva quell'obiettivo togliendo valore agli stakeholder, come illustrato nella Figura 1.2.

Lo stakeholder di gran lunga più importante cui Shkreli voleva togliere valore erano i clienti: i pazienti e le compagnie di assicurazione sanitaria. Ma Shrekli sottraeva valore anche ai dipendenti: alcuni di loro probabilmente erano stati spinti ad andare a lavorare in una start-up biotecnologica dall'aspirazione a inventare nuovi farmaci e invece si trovavano a passare le giornate eseguendo l'ordine di spremere il massimo profitto possibile dai farmaci esistenti. Inoltre, Shrekli sottraeva valore ai fornitori, in quanto le restrizioni alla vendita del Daraprim, e quindi alla sua produzione, deprimeva la domanda di fattori produttivi. E sottraeva infine valore alle comunità, perché la minore disponibilità del Daraprim danneggiava i pazienti, le loro famiglie e i loro amici.

Nella sua insaziabile sete di profitto, Shrekli non dava alcuno spazio alla possibilità di aumentare la torta sviluppando nuovi farmaci. Semmai, le sue azioni restringevano la torta: limitando l'accesso al Daraprim, si riduceva la possibilità di offrire benefici alla società. Se la quota che va agli investitori aumenta troppo, essi riceveranno una fetta più grande di prima nonostante la riduzione della torta, come si vede nella Figura 1.3⁹.

La mentalità della torta da spartire è attraente. La torta può essere divisa immediatamente e a costo zero: Shrekli non aveva dovuto far altro che girare un interruttore, senza spendere un dollaro, aumentando del 5.500 per cento il prezzo del Daraprim. Agendo sulla spartizione della torta si era risparmiato le spese, i tempi e i rilevanti rischi legati allo sviluppo di un nuovo farmaco, all'approvazione della Food and Drug Administration e alla sua commercializzazione. Ed era tutto assolutamente legale. Shkreli lo dichiarò senza mezzi termini: "Abbiamo fatto tutto secondo la legge" e "Il mio modello sono i robber barons"¹⁰ (i "baroni ladroni", i magnati americani che alla fine dell'Ottocento si arricchirono con strategie altrettanto spregiudicate, anche se legali). È vero che Shkreli, in seguito, è stato condannato a sette anni di carcere, ma solo per frode finanziaria nella gestione dei suoi fondi hedge, del tutto indipendentemente dal rialzo dei prezzi deciso dalla Turing.

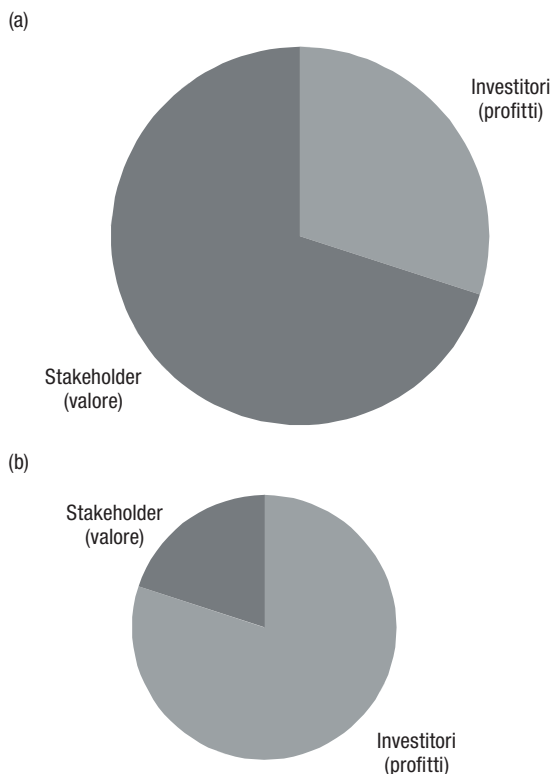


Figura 1.3

La storia giusta per illustrare una tesi si trova sempre, lo abbiamo visto nell'Introduzione. Purtroppo, l'esempio della Turing sembra essere tutt'altro che isolato. Le aziende possono sottrarre surplus ai clienti non soltanto gonfiando i prezzi, ma anche spingendo prodotti che ai clienti non servono o che non vengono spiegati per ciò che sono. Dal 1990 alla metà degli anni Dieci le banche britanniche hanno venduto ai sottoscrittori di mutui, prestiti o carte di credito polizze assicurative a protezione dei pagamenti. Queste polizze promettevano di rimborsare i debiti del cliente se avesse perso il lavoro o se si fosse ammalato. Ma sono state vendute in modo truffaldino: 1,3 milioni di clienti si sono sentiti dire, ingannevolmente, che per vedersi approvare il prestito o il mutuo che chiedevano dovevano acquistare una polizza; e a due milioni di clienti è stata venduta una polizza che non avrebbe offerto loro alcuna copertura (in quanto lavoratori autonomi, per esempio)¹¹. Il prezzo