

Graziella Sicoli

**UNA ANALISI
DELLE RELAZIONI
TRA CREAZIONE
DI VALORE
E GESTIONE AZIENDALE**

FrancoAngeli

*Alla persona a me più cara
e di incommensurabile valore*

Graziella Sicoli

**UNA ANALISI
DELLE RELAZIONI
TRA CREAZIONE
DI VALORE
E GESTIONE AZIENDALE**

FrancoAngeli

Volume pubblicato con il contributo del Dipartimento di Scienze aziendali dell'Università della Calabria.

copyright © 2008 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

Introduzione	pag.	11
---------------------	------	----

CAPITOLO PRIMO

LA CREAZIONE DI VALORE NELL'IMPRESA

1.1. Premessa	pag.	17
1.2. Il concetto di valore nel sistema aziendale	»	20
1.3. La creazione di valore per l'azionista	»	22
1.4. Le fonti di creazione del valore	»	25
1.4.1. Il vantaggio competitivo	»	26
1.4.2. Il potenziale di crescita	»	27
1.4.3. Acquisizioni, fusioni e cessioni	»	28
1.4.4. Ristrutturazioni finanziarie e societarie	»	29
1.4.5. Gli incentivi al management	»	33
1.5. Dalla massimizzazione del profitto alla creazione di valore	»	34
1.6. Dalla creazione alla diffusione del valore	»	36

CAPITOLO SECONDO

COMUNICAZIONE E VALORE NELL'IMPRESA

2.1. Premessa	pag.	43
2.2. Definizione del concetto di comunicazione	»	44
2.3. L'importanza della comunicazione	»	48
2.4. La comunicazione d'impresa	»	51
2.5. La comunicazione: strumento di creazione e diffusione del valore	»	55
2.6. Le risorse della comunicazione e la creazione di valore	»	57
2.7. La comunicazione interna e la comunicazione esterna	»	59
2.8. La comunicazione economico-finanziaria	»	67
2.9. I diversi orientamenti della comunicazione	»	70
2.9.1. Orientamento concorrenziale	»	71

2.9.2. Orientamento al cliente e alla customer satisfaction	»	72
2.9.3. Orientamento alle risorse e al management	»	73
2.10. Comunicazione e valore: un legame inscindibile	»	76

CAPITOLO TERZO

CORPORATE GOVERNANCE E VALORE D'IMPRESA

3.1. Premessa	pag.	80
3.2. La <i>corporate governance</i> : una definizione	»	83
3.2.1. La <i>corporate governance</i> : origini, implicazioni e prospettive di analisi	»	85
3.2.2. Meccanismi di governo a confronto	»	87
3.2.3. Dal decreto Draghi alla riforma del diritto societario	»	89
3.3. I modelli di governo delle imprese: una breve introduzione	»	96
3.4. I modelli di governo delle imprese per la creazione di valore	»	97
3.4.1. L'impresa a proprietà diffusa	»	100
3.4.2. L'impresa a proprietà chiusa	»	103
3.4.3. L'impresa a proprietà ristretta	»	105
3.5. <i>Corporate governance</i> e creazione di valore	»	108
3.6. Il sistema di <i>corporate governance</i> delle imprese italiane	»	113
3.7. Considerazioni di sintesi	»	117

CAPITOLO QUARTO

VENTURE CAPITAL E CREAZIONE DI VALORE IN AZIENDA

4.1. Premessa	pag.	119
4.2. Il ruolo degli operatori istituzionali nel capitale di rischio	»	121
4.3. Il mercato degli investitori istituzionali	»	123
4.4. I servizi offerti dagli investitori istituzionali	»	125
4.5. Diverse tipologie di investitori istituzionali	»	127
4.6. Il <i>venture capital</i>	»	130
4.7. L'imprenditore e l'investitore istituzionale	»	135

4.8. I contributi del <i>venture capitalist</i> alla creazione di valore	»	138
4.9. L' <i>approccio hands on</i> e l' <i>approccio hands off</i> del <i>venture capitalist</i>	»	145
4.10. L'attività di <i>venture capital</i> in Italia	»	147
4.11. Considerazioni di sintesi	»	151

CAPITOLO QUINTO INNOVAZIONE E VALORE

5.1 Premessa	pag.	153
5.2. Teoria della crescita	»	156
5.3. Economia della conoscenza e innovazione	»	158
5.4. L'innovazione	»	161
5.4.1. Invenzione e innovazione	»	164
5.4.2. Innovazione e creatività	»	165
5.4.3. Innovazione e cambiamento organizzativo	»	169
5.4.4. Innovazione e dimensioni d'impresa	»	171
5.5. Innovazione e valore d'impresa	»	175
5.6. Considerazioni di sintesi	»	179
Considerazioni conclusive	pag.	183
Bibliografia	»	185

INTRODUZIONE

La necessità avvertita dalle imprese di riuscire a soddisfare le aspettative degli interlocutori sociali, risponde non a generiche esigenze di eticità dei comportamenti, ma a precise condizioni di sopravvivenza e sviluppo. In un siffatto contesto assume particolare importanza l'economicità aziendale, intesa come la capacità dell'impresa di operare e durare nel tempo, garantendo prospettive di ricompensa adeguate a tutti gli *stakeholder* e, in particolare, alle attese di redditività della risorsa capitale.

Il parametro più completo di valutazione dell'economicità aziendale è rappresentato dalla dimensione del capitale economico. La capacità di accrescere tale grandezza permette di produrre un flusso positivo di ricchezza a vantaggio dei portatori di capitale di rischio. Se si considera questa prospettiva, la creazione di valore diventa il fondamentale criterio di misurazione e di valutazione della performance dell'impresa. Il punto centrale nella teoria di creazione del valore è legato non solo ai flussi di reddito che l'impresa produce, ma alle potenzialità di produrre in futuro, e per lungo tempo, tali flussi. Ne consegue che il valore del capitale di una generica impresa viene ottenuto attraverso l'attualizzazione dei flussi di cassa che nell'arco di tempo da "uno ad n" (momento del disinvestimento) l'impresa sarà in grado di generare a favore dell'investitore.

Sulla base di quanto detto, è possibile delineare il campo di indagine del presente lavoro che si propone di analizzare le determinanti della teoria di creazione del valore nella maniera più ampia possibile. A tal uopo, inizialmente si esamina il concetto di valore considerandolo nella sua accezione più significativa, vale a dire come obiettivo necessario per garantire non solo la sopravvivenza e lo sviluppo aziendale ma anche la soddisfazione degli azionisti;

successivamente si sviluppano ed approfondiscono le leve in grado di influenzare la performance d'impresa, nella convinzione di individuarne il contributo all'effettiva creazione di valore aziendale. Creare valore significa soddisfare le attese di tutti gli interlocutori sociali, principalmente degli azionisti i quali, rispetto agli altri investitori istituzionali, risultano più esposti ai rischi ed ai risultati dell'attività produttiva aziendale. L'impresa che non dà il giusto peso all'importanza della performance basata sul valore e, quindi, alla remunerazione degli investitori, non riesce a tenere il passo della concorrenza e, pertanto, è destinata ad essere abbandonata a vantaggio di altre iniziative economicamente più vantaggiose. L'obiettivo del valore non è nuovo; infatti, mentre l'impresa capitalistica ha nel profitto e nella sua massimizzazione il fine ultimo dell'attività produttiva, quella contemporanea, o post-capitalistica, sostituisce questo principio con un altro più nuovo la cui produzione da un lato e distribuzione dall'altro rappresentano gli aspetti fondamentali di uno stesso fenomeno: la ricchezza aziendale. Perciò, la creazione di valore rappresenta sicuramente, rispetto al profitto, una finalità di più lungo periodo a cui sono interessati sia gli azionisti, sia i manager, sia ogni altro soggetto che ripone nell'azienda aspettative di natura economica. L'importanza attribuita al tema del valore si è andata affermando nel corso degli anni '80 e '90 prima negli Stati Uniti, quando a seguito delle ondate di acquisizioni ostili e delle operazioni di ristrutturazioni le imprese disattesero le aspettative degli investitori e, successivamente, in Europa. L'attenzione verso il problema si è accentuata ben presto anche in Italia per effetto della diffusione dell'investimento azionario.

Dopo avere approfondito il concetto di valore quale funzione obiettivo dell'attività imprenditoriale, sempre all'interno del primo capitolo si precisa quanto sia essenziale che esso venga vissuto nell'interesse di tutte le categorie di attori coinvolti nell'impresa. Una diversa interpretazione, se riesce a soddisfare singoli interlo-

cutori sociali sembra, tuttavia, compromettere lo sviluppo duraturo dell'impresa.

Inoltre, nella consapevolezza di affrontare un acceso dibattito in merito alla possibilità di distribuzione del valore creato tra tutti gli *stakeholder* o, alternativamente, tra i portatori di capitale di rischio, l'analisi approfondisce i diversi orientamenti suggeriti dalla letteratura d'impresa, dallo *stakeholder value approach* allo *shareholder value approach*. In un simile quadro, senza perdere mai di vista lo spirito che anima la teoria di creazione del valore, cioè la continua ricerca di occasioni di crescita e di sviluppo, si analizzano una serie di scelte non solo di natura straordinaria, ma anche ordinaria, per mezzo delle quali l'impresa riesce a conquistare particolari posizioni di vantaggio competitivo.

Nel secondo capitolo si affronta il tema della comunicazione aziendale e si dimostra come un'accurata attività di comunicazione non si limita solamente a diffondere il valore creato, ma crea essa stessa valore nella misura in cui contribuisce ad aumentare la credibilità strategica e reddituale dell'impresa e, di conseguenza, ne migliora l'immagine sul mercato. L'impresa comunica per esprimere e rendere note ai vari soggetti le sue qualità, le sue capacità, il suo valore e per diffondere con chiarezza finalità perseguite e strategie implementate. Grazie alla comunicazione, l'impresa porta a conoscenza dell'ambiente il patrimonio di risorse tangibili ed intangibili a sua disposizione; nel contempo, promuove e sostiene il processo di creazione e diffusione del valore. La finalità della comunicazione, in perfetta sintonia con gli obiettivi d'impresa, rappresenta non più uno strumento di marketing, di gestione delle risorse umane, di relazioni con l'ambiente esterno, ma soprattutto un mezzo diretto alla consapevole creazione di valore economico validamente utilizzabile dalle singole funzioni aziendali e, quindi, dall'impresa stessa.

Nel terzo capitolo, inizialmente si approfondisce la differente interpretazione adottata dalla dottrina e della pratica internazionale sul tema della *corporate governance* e successivamente l'attenzione

si focalizza sullo stretto legame tra lo sviluppo economico e la qualità delle regole di *corporate*, nella consapevolezza che un buon sistema di governo influenza, direttamente o indirettamente, i risultati di performance. Sempre all'interno dello stesso capitolo si ripercorre, seppur brevemente, il processo di transizione istituzionale attraversato dalle imprese. In particolare, si descrive l'importante passaggio da un modello di impresa a dominanza proprietaria ad un modello di impresa a prevalente dominanza manageriale. Scopo dell'analisi è individuare punti di forza e di debolezza tipici di ogni modello di governo societario. Ovviamente, i modelli di governo esistenti sono tanti e diversi tra loro. Il lavoro si propone di analizzarli singolarmente per capire quale deve essere considerato migliore onde fronteggiare le sfide della globalizzazione finanziaria e, soprattutto, per comprendere quale si dimostra più favorevole a promuovere processi di creazione di valore.

Nel quarto capitolo, invece, si esamina la problematica inerente il processo di finanziamento all'avvio ed alla crescita delle imprese. In particolare, si rivolge l'attenzione alle strutture finanziarie appositamente organizzate per questo scopo e si collega l'operatività di queste stesse strutture con il necessario diffondersi della finanza mobiliare. L'analisi si propone di approfondire le alternative ai tradizionali canali del finanziamento bancario e concentra l'attenzione sugli apporti a titolo di capitale di rischio per opera di operatori specializzati: *venture capitalist* o *private equity investors*. L'apertura del capitale a soggetti esterni oltre a garantire un adeguato flusso di risorse finanziarie, consente di acquisire competenze e conoscenze altrimenti non disponibili. La diffusione di operatori specializzati negli investimenti in capitale di rischio che si fanno carico, al pari degli azionisti, delle sorti dell'impresa e che apportano *know how* e mezzi finanziari, aumenta le possibilità di crescita del proprio business e può essere la risposta più efficace per mantenere e, possibilmente, aumentare la competitività sul mercato. Creare valore in un'impresa, ancora di più se si è soci di minoranza, è tutt'altro che agevole e richiede una perfetta com-

preensione dei fenomeni aziendali, una conoscenza specifica del settore e del mercato, nonché un network di relazioni con gli operatori economici con i quali si entra in contatto.

Nell'ultimo capitolo si dedica particolare attenzione al progresso tecnologico, sia a livello macroeconomico, come crescita del reddito e maggiore efficienza nell'uso degli input, sia a livello microeconomico, come fattore fondamentale della competitività dell'impresa. La maggiore ragionevolezza e ponderazione delle scelte in tecnologie innovative, porta ad un utilizzo più strategico delle stesse. Le innovazioni tecnologiche, in quanto fattore di impatto sull'organizzazione e leva strategica a disposizione del management, si caratterizzano quale elemento di costruzione di nuove strategie competitive, nuovi processi e nuovi business. Perciò, è solito considerarle non come la soluzione di tutto, ma come completamento delle leve strategiche tradizionali e come supporto dei vantaggi competitivi già conquistati. Ogni nuova innovazione può accrescere il valore d'impresa nella misura in cui aumenta positivamente il divario tra redditività e costo del capitale; l'esistenza di uno spread positivo tra redditività e costo del capitale a sua volta è la conseguenza di una particolare posizione di vantaggio competitivo dell'impresa. Per cui, si può asserire che la creazione di valore è in funzione della competitività dell'impresa e dell'impegno assunto a difendere e/o consolidare i vantaggi competitivi conquistati. La convinzione che lo sviluppo dell'impresa dipenda dalla gestione delle risorse tecnologiche e, quindi, dalla capacità innovativa, risulta opinione sempre più diffusa. È solo innovando costantemente che è possibile riuscire a competere ed a crescere con successo. Innovare è, quindi, essenziale per la stessa sopravvivenza e il successo di qualsiasi impresa.

Università della Calabria

Graziella Sicoli

CAPITOLO PRIMO

LA CREAZIONE DI VALORE NELL'IMPRESA

1.1. Premessa

Il tema della creazione del valore è un argomento di grande rilievo negli studi economico-aziendali. Al riguardo, si è andata affermando tra gli studiosi una crescente convergenza di vedute in merito all'obiettivo finale cui dovrebbero essere preordinate le decisioni d'impresa.

La distinzione assume una valenza puramente teorica, dal momento che ogni scelta strategica deve essere intrapresa in vista di un solo obiettivo, quello cioè di bilanciare gli interessi delle diverse categorie di interlocutori sociali ed indirizzare la gestione verso un sentiero di continua crescita, così da mantenere ed incrementare il grado di attrattività dell'impresa nei confronti del mercato.

Nell'azienda, infatti, convergono una pluralità di interessi talvolta fra loro conflittuali: il più elevato ritorno sul capitale investito per l'azionista, l'affermazione ed il prestigio professionale per i manager, la retribuzione più alta e condizioni di vita decorose per i lavoratori, un giusto rapporto qualità-prezzo per i clienti, la garanzia di benessere sociale per la comunità, e così via.

Si tratta di obiettivi imputabili a diverse categorie di interlocutori sociali, i quali, si rivolgono all'impresa e, con essa, intrattengono complesse relazioni attraverso un continuo flusso di scambi avente ad oggetto risorse ed informazioni.

Tali interlocutori sociali sono definiti nella terminologia anglosassone con il termine *stakeholder*. Per l'impresa diventa necessario individuare ognuno di questi soggetti, conoscerne gli interessi, orientare la complessa attività decisionale verso il raggiungimento di un risultato di gestione tale da soddisfarne le aspettative.¹

La letteratura d'impresa ha individuato due tipi di orientamento. Il primo, definito anche come *shareholder value approach*, individua, nella massimizzazione degli interessi degli azionisti, l'obiettivo principale verso cui tendono le decisioni dell'impresa.

Con il termine *shareholder* la letteratura anglosassone intende riferirsi ai conferenti il capitale di rischio, ossia agli azionisti che desiderano ottenere dal capitale impiegato in azienda un rendimento almeno uguale a quello realizzabile sul mercato attraverso investimenti alternativi caratterizzati dallo stesso grado di rischio.

Gli azionisti accettano di venire remunerati dopo tutti gli altri *stakeholder*, per cui, a differenza di questi ultimi, che concordano preventivamente il corrispettivo delle loro prestazioni, vengono retribuiti in maniera residuale.

Il secondo orientamento, noto come *stakeholder value approach*, stabilisce la condizione fondamentale per lo sviluppo dell'impresa, cioè il pieno soddisfacimento di tutte le categorie di interlocutori sociali.

Pertanto, contrariamente a quanto in precedenza indicato, accoglie la visione sistemica dell'impresa. In tale contesto, il compito del soggetto economico consiste nell'incentivare i manager, i dipendenti, i clienti, i fornitori ed ogni altro interlocutore sociale verso la creazione di un maggior valore aggiunto garantendone al contempo una equilibrata distribuzione.²

¹ Per un ulteriore approfondimento delle relazioni tra creazione di valore per gli azionisti e creazione di valore per i clienti, i collaboratori ed ogni altro tipo di interlocutore sociale si rinvia a: RUSSO P., *Decisioni aziendali e valore dell'impresa*.

² Il valore aggiunto rappresenta l'indicatore principale della nuova ricchezza aziendale realizzato attraverso lo svolgimento del processo produttivo e

Il principio della creazione di valore, spesso usato come puntuale riferimento per la misurazione della performance aziendale,³ rappresenta un obiettivo necessario per garantire non solo la sopravvivenza e lo sviluppo dell'azienda nel lungo periodo, ma anche la soddisfazione degli azionisti. Infatti, creare valore significa in primo luogo aumentare la dimensione del capitale d'impresa e, quindi, incrementare il valore di mercato delle azioni, attraverso un aumento del loro prezzo di vendita.

È inconfutabile come tale principio affondi le sue origini nel concetto di valore attuale, in considerazione dell'individuazione di grandezze come, per esempio, i flussi di reddito futuri che l'impresa potrà realizzare e che rappresentano il determinante del valore del capitale.

Tuttavia, l'obiettivo della creazione di valore non è nuovo; infatti, "mentre l'impresa capitalistica ha nel profitto e nella sua massimizzazione il fine ultimo dell'attività produttiva, quella contemporanea o post-capitalistica deve sostituire questo principio con uno nuovo la cui produzione da un lato, e la distribuzione dall'altro, rappresentano gli aspetti fondamentali di uno stesso fenomeno: la ricchezza aziendale".⁴

Le sue origini possono essere ricercate, sia all'interno dell'impresa, sia all'esterno di essa. Con riferimento alle origini interne, gli azionisti, in quanto titolari dell'impresa, rappresentano i soggetti sui quali ricade il rischio dell'intera gestione. Per tale motivo risultano particolarmente interessati al rendimento delle loro azioni, sia in termini di dividendo, anno per anno percepito, sia in termini di valore di mercato del titolo.

Per quanto concerne le origini esterne, l'ambiente economico attuale, fortemente concorrenziale, impone ad ogni impresa, indi-

finalizzato alla remunerazione dei diversi soggetti portatori di risorse all'interno dell'impresa

³ Il termine creazione di valore è spesso usato come un espediente per comunicare i risultati conseguiti dall'impresa non solo agli azionisti o ai portatori di capitale in genere, ma anche e soprattutto agli altri *stakeholder*.

⁴ CATTURI G., *Teorie contabili e scenari economico-aziendali*.

pendentemente dalle dimensioni e dalla natura dell'attività svolta, la realizzazione di elevati vantaggi competitivi. Infatti, il valore creato dai processi produttivi aziendali risulta tanto più elevato quanto più solidi e difendibili sono i vantaggi che l'impresa ha saputo generare, utilizzando e valorizzando nella maniera più adeguata le risorse a sua disposizione, siano esse materiali, immateriali, umane o finanziarie.

La creazione di valore rappresenta, rispetto al profitto, un obiettivo di più lungo periodo, al quale sono interessati sia gli azionisti, sia i manager, sia tutti gli altri *stakeholder*, vale a dire ogni categoria di soggetti che ripone nell'azienda le proprie aspettative di natura economica (lavoratori, clienti, fornitori e così via).

Quindi, per l'impresa, creare valore diventa condizione fondamentale di esistenza e sopravvivenza; una eventuale incapacità in tal senso, ben presto, determinerebbe la sua distruzione.⁵

1.2. Il concetto di valore nel sistema aziendale

“La capacità ed il successo di un'azienda dipendono, sia dalle azioni di coloro che in essa operano, sia da elementi esterni in buona parte incontrollabili. Compito dell'economia d'impresa è di analizzare, interpretare, tali azioni ed eventi per coglierne collegamenti e relazioni.”⁶

In siffatto contesto, l'attitudine dell'impresa a creare valore, condizione necessaria per la sua stessa esistenza, può dipendere dai comportamenti che imprenditori e manager assumono nel loro operare. Questi soggetti devono mostrare elevate abilità, sia operative, ricercando la migliore e più ottimale combinazione delle ri-

⁵ Il carattere comune di ogni azienda è la combinazione dei fattori approvigionati, combinazione che ha sempre carattere produttivo come accrescimento di utilità e, quindi, maggiore attitudine a soddisfare esigenze di carattere economico. VIGANÒ E., *Azienda, contributi per un rinnovato concetto generale*.

⁶ GUATRI L., *La teoria di creazione del valore. Una via europea*.

sorse produttive disponibili, sia negoziali, sfruttando i vantaggi competitivi posseduti e contenendo gli effetti di eventuali situazioni ritenute economicamente svantaggiose.

Il grado di professionalità richiesto impone loro di effettuare opportune scelte strategiche, determinanti ai fini dello sviluppo e del successo dell'impresa. Tra esse è opportuno ricordare sia quelle inerenti il prodotto da realizzare, sia quelle relative al settore nel quale operare. Si tratta, in entrambi i casi, di scelte di valore, frutto della creatività imprenditoriale.

Per quanto attiene alle scelte in merito al settore, ossia all'area di affari o business nel quale l'impresa decide di operare, un più basso o più alto conseguimento di valore aggiunto è strettamente dipendente dalla natura dell'attività intrapresa. Infatti, le attività di produzione primaria, nonché quelle il cui svolgimento non richiede particolari conoscenze tecnologiche ed elevati investimenti di capitale, rappresentano attività a basso valore aggiunto.

Invece, settori a più elevato livello tecnologico che necessitano di forti investimenti di capitale, rappresentano quelli maggiormente in grado di creare valore.

Quanto più elevata è la differenza tra il valore del bene, oggetto della trasformazione industriale, ed il valore del prodotto ottenuto, grazie soprattutto alle capacità innovative ed alle conoscenze tecnologiche impiegate per la sua produzione, tanto più si riesce a creare valore.

Relativamente al prodotto da realizzare, indipendentemente dai fattori produttivi e dalle conoscenze tecnologiche impiegate per la sua fabbricazione, è necessario considerare il settore nel quale l'impresa si trova posizionata. Esistono settori maturi, settori in crescita e settori attrattivi; a seconda della sua collocazione all'interno di ciascuno di essi e, soprattutto, grazie alla presenza di vantaggi competitivi forti e difendibili è possibile ottenere, dalla valorizzazione a prezzi di mercato dei prodotti realizzati, un più alto o più basso margine di valore aggiunto.