

TEORIA DELLA CREAZIONE DEL VALORE  
E RESPONSABILITÀ SOCIALE DELL'IMPRESA

Prolusione ai corsi del prof. Pier Maria Ferrando, Preside della Facoltà di Economia

Lo scorso autunno, quando la crisi incominciava a diffondersi a livello internazionale e a mordere nel tessuto del sistema economico e finanziario, si sono sentite voci anche autorevoli di commentatori, esponenti politici e uomini di governo che ne addebitavano la responsabilità all'avidità ed ai comportamenti speculativi degli operatori.

In proposito non voglio certo discutere il ruolo giocato da tali componenti, anche se nel conto delle responsabilità occorrerebbe aggiungere i vuoti nei sistemi di regolazione e le politiche permissive in tema di moneta e di credito che per anni all'avidità e ai comportamenti speculativi hanno dato spazio. Basti pensare che la stessa Sarbanes-Oxley del 2002 negli Stati Uniti e la "legge sul risparmio" italiana (la 262 del 2005), varate dopo gli scandali Enron e Parmalat, riguardavano la comunicazione economico-finanziaria ed i processi di *auditing* e non il contrasto di operazioni finanziarie ad elevato profilo di rischio per i risparmiatori.

Mi pare invece interessante, in rapporto al ragionamento che mi propongo di presentare in tema di "Teoria della creazione del valore e responsabilità sociale dell'impresa", osservare che tali prese di posizione sono state commentate più per sottolineare alcuni ripensamenti a proposito delle virtù dell'impresa e del mercato, precedentemente e acriticamente decantate, che per la radicalità della critica in esse implicita a convinzioni profondamente incardinate nella storia del pensiero economico, che vedono il perseguimento dell'interesse privato come condizione di buon funzionamento e non come fattore di destabilizzazione del sistema economico.

È Adam Smith che ci ha spiegato che "non è dalla generosità del macellaio, del birraio o del fornaio che noi possiamo sperare di ottenere il nostro pranzo, ma dalla valutazione che essi fanno dei propri interessi" e che c'è una *mano invisibile* che riconduce il perseguimento dell'interesse individuale nell'alveo dell'interesse generale, grazie all'operare delle istituzioni economiche, sociali, politiche. In quest'ultimo passaggio si potrebbe in realtà cogliere, in controtuce, un richiamo all'esigenza che accanto alla *mano invisibile* operi, come garante e sostenitrice del mercato e come correttrice dei suoi guasti, anche la *mano visibile* dello Stato; tuttavia non sempre questa seconda *mano* è poi stata ricordata quanto la prima.

Accanto ad Adam Smith può valere la pena di ricordare anche Bernard de Mandeville che, senza lo spessore e la profondità dello scozzese ma con una forza suggestiva forse anche maggiore, nella "favola delle api" ha descritto una popolazione di insetti che prospera fintanto che i comportamenti sono dominati dall'avidità e dalla mancanza di scrupoli ed invece degrada e impoverisce quando i

comportamenti sono regolati dalla temperanza e dalla solidarietà. Ovvero: i vizi privati si risolvono in pubbliche virtù.

Queste idee nascono nella temperie culturale propria dell'illuminismo inglese del diciottesimo secolo e di fronte ad un sistema economico che inizia a trasformarsi per effetto di un capitalismo industriale elementare e primigenio, ma permangono e si consolidano lungo tutte le successive fasi di evoluzione dei sistemi economici e produttivi.

Per esempio in epoca *fordista*, a metà del ventesimo secolo, Milton Friedmann sostiene perentoriamente che una volta rispettate le leggi l'unico compito del *management* sia quello di generare il massimo profitto a favore degli azionisti (*Capitalism and Freedom*, 1962), definendo ogni altra ipotesi, tra cui quella della responsabilità sociale dell'impresa, "profondamente sovversiva". Successivamente poi ribadiva questo concetto in un articolo pubblicato sul *New York Times Magazine* (13 settembre 1970) intitolato proprio *The Social Responsibility of Business is to increase its Profits*.

La successiva evoluzione *post-fordista*, caratterizzata dalla accelerazione dei fenomeni socio-economici, dall'allargamento in senso globale degli scenari di riferimento, dalla propulsività e pervasività del sapere scientifico e tecnologico poteva legittimare l'ipotesi che il livello di complessità conseguito dai sistemi economici e produttivi, eccedendo le capacità di *autoregolazione* del mercato, riproponesse il tema della sua *regolazione* ed in questo quadro anche quello di un ruolo possibile della responsabilità sociale dell'impresa. Ma ancora recentemente in un intervento sul *Sole 24 Ore* Luigi Zingales derubricava il tema a mero strumento di *marketing* o a velo dietro il quale le imprese possono promuovere rapporti collusivi con le istituzioni (9 luglio 2008, *L'impresa è più sociale se fa la sua parte*).

Tuttavia assumere che l'unica responsabilità sociale dell'impresa sia quella di fare profitti, anzi di massimizzare i profitti, nella convinzione che ciò sia funzionale all'utilizzo ottimo delle risorse del sistema, è solo in apparenza risolutivo.

Il profitto appare, in via di prima approssimazione, un concetto semplice ed una chiave esplicativa potente del comportamento degli attori. Ma volendo comprendere più da vicino come la ricerca del profitto spieghi tali comportamenti, occorre sciogliere preliminarmente alcuni nodi solo apparentemente tecnici.

In primo luogo, è necessario stabilire a che tipo di risultato economico ci si riferisce parlando di profitto.

Il risultato economico di periodo, il Reddito Netto, determinato in sede di bilancio ed utilizzato per misurare attraverso l'indicatore contabile ROE (*Return on Equities*) la redditività del capitale proprio, è dotato di sufficiente capacità interpretativa nei contesti produttivi tradizionali, in cui l'impresa risponde a bisogni semplici con prodotti standardizzati, in cui la competizione è basata sul prezzo ed il solo fattore critico di successo è l'efficienza che consente di comprimere i costi di produzione.

In questi contesti infatti, data la fondamentale stabilità delle condizioni operative, il risultato economico di periodo può essere considerato adeguatamente rappresentativo della redditività di lungo termine dell'impresa. Ma negli attuali contesti produttivi l'impresa si misura con una domanda caratterizzata da varietà, variabilità e selettività a cui deve rispondere innovando le proprie risposte produttive in modo da ottimizzarne il valore d'uso; la competizione non si basa solo sul prezzo, ma sul *mix* più appropriato di prezzo/qualità/personalizzazione/servizio: in altri termini per conseguire il successo non basta l'efficienza ma occorre essere capaci anche di efficacia.

In tali condizioni il risultato economico di periodo non può più essere considerato rappresentativo della redditività di lungo termine dell'impresa, in quanto continuamente messo in discussione dal variare delle condizioni operative (domanda dei prodotti, offerta dei fattori produttivi, concorrenza, innovazione tecnologica). La competitività dell'impresa è condizionata

dalle sue risorse e competenze distintive, ed il rendimento degli investimenti va apprezzato in rapporto ai profili di tempo e di rischio che ne caratterizzano i ritorni.

È per questo che ormai da tempo la capacità di profitto dell'impresa è ricondotta non alla misura contabile del reddito ma alla *creazione del valore*. Il *valore dell'impresa* è infatti una misura sintetica della capacità prospettica dell'impresa di generare reddito nel tempo ad un accettabile grado di rischio. Il termine è ormai entrato nell'uso corrente: l'informazione economica ci ragguaglia quotidianamente di nuovi capi-azienda, di nuove strategie, di nuovi piani pluriennali che si propongono di migliorare il *valore dell'impresa* o di recuperare una adeguata capacità dell'impresa di generare valore per gli azionisti.

In secondo luogo, assunto il *valore dell'impresa* come la configurazione di profitto oggi più utile per spiegare il comportamento degli attori, occorre poi confrontarsi con il problema della sua determinazione. La determinazione del *valore dell'impresa* infatti intanto sconta la previsione e valutazione non facili, aleatorie e problematiche delle condizioni operative future e dei risultati di gestione che si manifesteranno nel tempo, ma poi soprattutto può essere ricondotta a due approcci che non si differenziano come potrebbe sembrare solo per questioni di metodo e di tecnica contabile, in quanto dietro ad essi si celano modi diversi di concepire l'impresa, il suo ruolo, i suoi obiettivi.

Il primo approccio, noto come *metodo finanziario*, prevede di attualizzare utilizzando un tasso rappresentativo del costo del capitale i flussi finanziari o *cash flow* ricavabili dai piani aziendali. Il secondo, noto come *metodo reddituale*, si basa invece sulla attualizzazione dei flussi di reddito che mediamente l'impresa è ritenuta capace di generare nel tempo.

Il primo approccio è quello definito da Alfred Rappaport che nel 1986 con *Creating Shareholder Value* formalizzava la teoria della *creazione del valore* dell'impresa come creazione del valore per i proprietari. Il valore dell'impresa è ricondotto ai *free cash flow* che l'impresa può generare e destinare alla remunerazione del capitale impiegato.

Nei sistemi economico-finanziari anglosassoni, dove sono largamente rappresentate le *public companies* e dove l'accesso del risparmio al capitale di rischio delle imprese è mediato da investitori istituzionali (banche d'affari, fondi di investimento, fondi pensione), l'adozione di questo punto di vista ha innescato una inesorabile reazione a catena.

Gli analisti finanziari stimano il valore dell'impresa e valutano la convenienza a investire nel suo capitale in base ai piani aziendali ed ai relativi *cash flow*; tali previsioni si scaricano immediatamente sui valori di mercato dell'impresa; il *management* è quindi sollecitato a finalizzare la gestione alla crescita dei *cash flow*; infine politiche di *bonus* e *stock options*, commisurate al valore che l'impresa prende in borsa, saldano gli interessi di proprietari e *management* intorno a logiche di tipo finanziario e ad obiettivi di breve termine. Si privilegia così la finanza rispetto alla produzione; si persegue la crescita aziendale attraverso acquisizioni piuttosto che attraverso lo sviluppo di risorse interne; si redistribuisce anziché reinvestire capitale; si impoveriscono risorse aziendali essenziali ai fini della competitività e della redditività nel lungo termine; si disarticolano e si delocalizzano spazialmente filiere produttive disperdendo risorse incardinate nel territorio; si scaricano costi sociali sulla collettività.

Troppo spesso (ricordo un'unica eccezione: quella di Massimo Mucchetti in *Licenziare i padroni?* 2001) si parla di *creazione del valore* dimenticandosi dei casi di *distruzione del valore*; basterebbe pensare alle operazioni di *Leveraged Buy Out* "di mercato" che negli ultimi anni hanno devastato imprese come Telecom Italia (caso noto) e Ferretti (caso meno noto ma non meno significativo). In questo modo si è configurata quella che Luciano Gallino in un libro del 2005, che riletto oggi si rivela drammaticamente anticipatore, chiamava l'*Impresa irresponsabile*, con riferimento appunto alla saldatura strutturale di interessi che ha alimentato la diffusione di logiche speculative e di breve termine.

Il secondo approccio alla teoria in esame è quello messo a fuoco da Luigi Guatri nel 1991 con un libro appunto intitolato *La teoria della creazione del valore*. In questa prospettiva il *valore dell'impresa* è ricondotto non tanto ai *cash flow* quanto ai flussi di reddito che mediamente essa può generare nel tempo, identificati tenendo conto della sua redditività passata e dei vantaggi competitivi che può mettere in gioco nell'affrontare il futuro.

L'accento cade così sugli investimenti e le esperienze dell'impresa, sulle sue risorse e competenze distintive, sulla qualità delle risposte produttive che può fornire al mercato generando valore d'uso per i clienti. Ci si sposta così da un'ottica di breve ad una di lungo termine, dall'enfasi sulla finanza a quella sulla produzione.

Vale la pena di osservare che questo approccio alla teoria della *creazione del valore* sconta un quadro di *governance* caratterizzato da stabilità del soggetto economico e da coalizioni tra proprietà e *management* in grado di garantire l'attivazione di disegni di largo respiro e di piani strategici di lungo termine. Da questo punto di vista un controllo familiare illuminato e lungimirante potrebbe risultare più funzionale alla creazione del valore della *public company*, ed anche l'esperienza italiana dell'impresa pubblica, giocata sulla combinazione tra controllo pubblico e *management*, può meritare una rivisitazione che, al netto dei fenomeni involutivi che ne hanno caratterizzato il declino, consenta un migliore apprezzamento del contributo che essa ha dato nel nostro paese alla creazione di imprese tutt'ora all'avanguardia, alla costruzione di capitale industriale ed alla fertilizzazione del tessuto produttivo attraverso la disseminazione di competenze tecniche, professionali e manageriali.

Uno sforzo di analogia portata sarebbe necessario anche oggi, in una fase ormai *post-industriale* dello sviluppo, per inserire il nostro sistema nei cicli dell'innovazione e delle nuove tecnologie, per sviluppare risorse immateriali, per accumulare in modo finalizzato conoscenze, competenze e professionalità, come condizione per evitare la prospettiva del declino. In ogni caso, la teoria della *creazione del valore* nella sua seconda accezione non assume esplicitamente l'ipotesi della responsabilità sociale, ma non è con essa incompatibile, ed infatti un passo importante in questa direzione è avvenuto attraverso l'incorporazione nella teoria della *creazione del valore* della problematica del rapporto dell'impresa con i suoi *stakeholder*.

Per chiarire questo passaggio è utile ricordare come la scuola italiana di Economia Aziendale, a partire dal contributo fondante di Gino Zappa, abbia sempre considerato l'azienda, e quindi l'impresa, come un istituto economico che deve saper operare stabilmente, generando e diffondendo benessere e ricchezza attraverso la produzione di beni e servizi utili in risposta a bisogni individuali e collettivi, operando come fattore di armonia e di coesione.

Nei contesti produttivi tradizionali, di tipo *fordista*, l'impresa opera in un orizzonte in cui si confronta con clienti e fornitori dei fattori produttivi, e la sua redditività dipende dal conseguimento di ricavi in misura sufficiente sia a remunerare congruamente e attrarre stabilmente i fornitori dei fattori sia a residuare utili in grado di compensare i titolari per l'apporto di capitale proprio e premiandoli per il rischio cui si espongono.

Nei contesti produttivi attuali, di tipo *post-industriale*, il quadro è più complesso, ed il paradigma viene adattato alla maggiore complessità senza peraltro che lo slittamento ne comprometta la sostanza. Ha concorso a questa riformulazione Vittorio Coda, quando ha ricompreso tra le determinanti della economicità e della duratura funzionalità dell'impresa anche le relazioni con il sistema degli attori sociali gravitanti intorno ad essa (*La valutazione della formula imprenditoriale*, 1984, e *Il problema della valutazione della strategia*, 1991), e ha poi chiuso il cerchio di questa operazione Giorgio Donna quando ha recuperato sul piano strutturale la problematica del rapporto dell'impresa con i suoi *stakeholder*, vedendo questi ultimi come portatori di risorse che si incorporano funzionalmente nel capitale aziendale contribuendo alla formazione del vantaggio competitivo (*Patrimonio strategico e valore dell'impresa*, 2004). L'impresa in altri termini non si relaziona più solo con clienti e con fornitori

di fattori, ma con un ventaglio più ampio di interlocutori che comprendono dipendenti, *partner*, finanziatori, collettività locali, opinione pubblica, istituzioni, e soprattutto intrattiene con questi interlocutori relazioni che non si risolvono più solo in atti di scambio di tipo commerciale ma diventano continui, assumono carattere cooperativo, veicolano significati e valori.

I clienti soddisfatti apportano fedeltà e danno stabilità; il personale apporta competenze in cambio di buone remunerazioni e di prospettive di crescita professionale e di carriera; i fornitori tecnicamente qualificati possono cooperare ai cicli innovativi con reciproco vantaggio; la collettività e le istituzioni possono assicurare esternalità positive e promuovere un contesto favorevole quando le imprese generano benessere, migliorano la qualità della vita, rispettano *standard* etici condivisi.

Parlare di questi interlocutori come *stakeholder* quindi significa riconoscere che l'impresa si relaziona costantemente, in funzione della propria attività produttiva, con una pluralità di soggetti i quali, a diverso titolo ed in varia misura, partecipano ai suoi progetti, cui apportano risorse e da cui si attendono contributi, in base ad un *trade off* che deve essere reciprocamente soddisfacente. Dalle risposte che ricevono dipende il *valore d'uso* che gli *stakeholder* riconoscono all'impresa.

I proprietari sono gli *stakeholder* di ultima istanza, e per loro il *valore d'uso* dell'impresa dipende dalla qualità del reddito che li remunera, cioè dal suo livello, dalla sua continuità nel tempo, dal grado di rischio, espressa appunto sinteticamente in termini di *creazione del valore*. In questi termini parlare di *creazione del valore* significa richiamare un processo complesso, qualificato da capacità progettuale e arricchito sul piano della interazione sociale. Le prospettive di sopravvivenza e di sviluppo dell'impresa, il riconoscimento dell'utilità sociale del suo ruolo possono a questo punto essere ricondotte non solo a condizioni di equilibrio economico e finanziario ma anche di equilibrio sociale.

La responsabilità sociale dell'impresa come declinazione della teoria della *creazione del valore* può così risultare una ipotesi fondata sul piano teorico, e d'altra parte non mancano nella cronaca recente esempi di come tale declinazione sia stata sperimentata, sia pure con interpretazioni e modalità diverse.

Basti pensare al caso dei due maggiori istituti di credito italiani, Unicredit e Intesa-SanPaolo che, ognuno con la propria cifra, mostrano di incorporare nelle proprie politiche interessi giudicati socialmente rilevanti. Unicredit che dichiara per bocca del suo capo-azienda Alessandro Profumo di avere come obiettivi la produzione di buoni servizi per i clienti, di buoni posti di lavoro per i dipendenti e di buone remunerazioni per gli azionisti; Intesa-SanPaolo che, in occasione del salvataggio di Alitalia, tende a farsi carico con le sue politiche di interessi propri del sistema-paese. Ma si può ricordare anche il caso, ancora più recente, dell'accordo sindacale promosso da Luxottica che propone a favore dei dipendenti e delle loro famiglie un pacchetto di sostegno del reddito articolato sulla fornitura di servizi reali in tema di assistenza, sanità integrativa, istruzione, orientamento professionale e che ha il doppio significato di rinsaldare il rapporto tra l'impresa ed i dipendenti e di creare valore sul territorio.

E tuttavia il cerchio tra creazione del valore e responsabilità sociale non può ancora considerarsi chiuso. Perché è vero che la creazione di valore per gli *stakeholder* può essere considerata come condizione della creazione di valore per i proprietari e che l'equilibrio sociale, accanto a quello economico e a quello finanziario, può essere considerato una fondamentale condizione di funzionamento dell'impresa, ma è anche vero che dal punto di vista dell'accesso alle informazioni e della capacità di indirizzare le scelte di gestione esiste una asimmetria tra gli *stakeholder* ed il soggetto economico che esercita il comando. È il soggetto economico che dispone prima, più direttamente e più completamente delle informazioni su cui valutare le convenienze e fondare le scelte; gli altri *stakeholder* valuteranno *ex post* se le risposte che l'impresa offre alle loro attese sono davvero le migliori possibili e tali da rendere conveniente la continuità del loro apporto.

Di fronte alla scelta, in condizioni critiche, se penalizzare il valore creato per la coalizione di comando o quello generato per gli altri *stakeholder* il soggetto economico potrà sempre privilegiare la prima, contando sulla possibile opacità e sul sicuro ritardo con cui i secondi potranno percepire il danno ricevuto e reagire in difesa dei propri interessi. Si ripropone così un *trade off* tra cooperazione e conflitto, solidarietà e antagonismo tra i soggetti che concorrono al progetto imprenditoriale ed al funzionamento dell'impresa, la cui soluzione non può essere considerata una premessa ma se mai un obiettivo.

In conclusione, dunque, il rapporto tra *creazione di valore* e responsabilità sociale rimane un problema aperto, oggetto di studio e di sperimentazione, da affrontare in una prospettiva in cui la responsabilità sociale e gli interessi degli *stakeholder* non rimangano oggetto di politiche di carattere volontario ma siano strutturalmente incorporati nelle regole di *governance* dell'impresa ed incardinati in un percorso di democrazia economica.

D'altra parte nella storia impresa e mercato hanno dimostrato di poter essere un formidabile strumento di *creazione di valore*, reso possibile dal trasferimento del progresso scientifico e tecnologico in risposte produttive utili per rispondere ai bisogni individuali e collettivi. Ma impresa e mercato non vanno considerati, ideologicamente, come elementi naturali e modelli predeterminati cui conformarsi pena una caduta di economicità. Il mercato si è configurato nel tempo di volta in volta come espressione di libertà e di dominanza, di progresso e di sfruttamento. L'iniziativa imprenditoriale si è di volta in volta manifestata dando vita ad imprese grandi e piccole; famigliari, *manageriali*, cooperative e sociali; *profit* e *non profit*.

Impresa e mercato, come ci ha insegnato un grande aziendalista italiano troppo presto e a torto dimenticato, Pasquale Saraceno, sono costruzioni sociali, prodotto dei processi e delle contingenze della storia, ed anche della progettualità degli uomini.

Il rapporto tra *creazione di valore* e responsabilità sociale va dunque oggi assunto come terreno di espressione della progettualità grazie alla quale gli uomini possono proporsi di piegare a proprio favore il quadro delle opportunità e dei vincoli che i processi e le contingenze della storia continuamente ci ripropongono.