



Università di Pavia – Dipartimento di Ricerche Aziendali

Dottorato di Ricerca in
Economia Aziendale

Value based management. Approccio manageriale al tramonto?

Michela Pellicelli

Dottore di Ricerca in Economia Aziendale

Email: michela.pellicelli@virgilio.it

Sommario – 1. Evoluzione di un principio – 2. Value based management: un approccio manageriale – 3. L'applicazione del modello alla gestione dell'impresa – 4. Convergenza tra discipline – 5. Le principali critiche – 6. Value based management al tramonto?

Premessa

Negli anni '90 un numero crescente di imprese ha adottato la creazione di valore per gli azionisti come obiettivo primario dell'impresa e quindi come criterio per valutare strategie e risultati ottenuti dal management. Difesa dai raiders, entrata di investitori istituzionali nei mercati dei capitali, remunerazione del management e crisi dei sistemi pensionistici sono stati all'origine della rapida diffusione, in particolare negli U.S.A. e Gran Bretagna, della teoria della creazione del valore.

L'evoluzione di questo principio ha generato l'esigenza di individuare nel value based management un approccio manageriale, la cui applicazione alla gestione dell'impresa avrebbe consentito il raggiungimento dell'obiettivo di massimizzare il valore creato per gli azionisti.

Sono sempre stati numerosi gli oppositori (è pura finanza ed ignora gli altri stakeholders, dicono i critici), ma la recessione (o il lento sviluppo) degli ultimi anni, la crisi dei mercati azionari ed il contestuale comportamento di alcuni managers hanno rinvigorito le tesi contrarie. Possiamo oggi parlare della fine di un modello?

1. Evoluzione di un principio

Rappaport (1986) ricorda che nei primi anni '80 poche imprese controllavano il management adottando il principio della creazione del valore nella sua totalità; alcune utilizzavano componenti o tecniche di questo principio, come ad esempio il discounted cash flow (DCF) nella valutazione dei progetti, ma le scelte di gestione erano guidate soprattutto dall'obiettivo del profitto nel breve periodo.

A metà degli anni '80 negli Stati Uniti, e in misura minore in Europa, cresce la spinta all'integrazione orizzontale ed alla diversificazione in nuovi settori. I takeovers (talvolta ostili) da

M. Pellicelli - Value based management. Approccio manageriale al tramonto?

parte di imprese che disponevano di risorse finanziarie in eccesso aumentarono non solo di numero, ma anche per dimensioni¹.

I mercati azionari reagivano a queste scelte errate penalizzando le quotazioni. Si creava così uno scostamento (“value gap”) tra il valore che i mercati davano ad un’impresa (capitalizzazione di mercato) ed il valore che l’impresa avrebbe avuto se fosse stata gestita secondo il principio dello “shareholder value”. Tanto più alto era il “value gap”, tanto più forte era l’interesse ad acquistare l’impresa (takeover) da parte di investitori mossi da puro intento speculativo (raiders).

La difesa più efficace dai takeovers era gestire l’impresa con l’obiettivo di creare valore per gli azionisti, iniziò così la forte diffusione di questo principio.

Sempre negli Stati Uniti, negli anni ’80, i fatti ora ricordati spinsero i “pension funds” e altri investitori istituzionali a rivedere i loro rapporti con le imprese di cui possedevano le azioni.²

Proprio mentre si spegneva il boom dei takeovers, gli investitori istituzionali cominciarono ad occuparsi attivamente della gestione intervenendo nella scelta dei managers di vertice ed anche nelle scelte delle strategie. Il loro peso era nel frattempo notevolmente cresciuto in quanto controllavano oltre il 50% delle azioni possedute dal largo pubblico. Questa espansione era stata determinata da una nuova norma che aveva messo i “pension funds” sotto la giurisdizione del U.S. Labour Department ed alla decisione di quest’ultimo di affermare il principio che i fondi fossero gestiti nel maggior interesse dei beneficiari³. I “pension funds” adottarono di conseguenza politiche più selettive dei titoli da tenere in portafoglio. Scelsero indici legati direttamente o indirettamente alla creazione di valore. Mentre in passato i dirigenti potevano mandare avanti le aziende con successo anche senza approfondire il concetto di valore, si diffuse l’opinione che ciò non era più possibile.⁴

Le ristrutturazioni innescate dalla minaccia di cadere preda dei raiders avevano portato la comunità economica e finanziaria americana e britannica ad accettare il principio per il quale il management di un’impresa dovesse essere sostituito nel caso in cui subentrasse un altro

¹ Molte di queste operazioni si rivelarono disastrose in quanto i nuovi investimenti non avevano generato la redditività attesa. “Ad esempio, le imprese della grande distribuzione, in particolare i department stores, che usavano edifici di notevole valore situati nei centri urbani, persero l’occasione di venderli e reinvestire il cash flow in progetti che dessero redditività più alta o, in mancanza di buone opportunità, distribuire il cash flow agli azionisti” (Rappaport, 1986).

² “Fino ad allora il loro comportamento era stato passivo. Mostravano la loro eventuale disapprovazione per l’operato del management vendendo le azioni se le possedevano o non comprandole se non le avevano” (Martin J., Petty W., 2000).

³ In precedenza la politica d’investimento dei fondi pensione era controllata dalle imprese che li alimentavano (ad esempio una certa impresa doveva finanziare, ma poteva anche controllare i fondi pensione dei propri dipendenti).

⁴ Copeland T., Koller T. e Murrin J. (1990) ritennero necessario possedere un’approfondita conoscenza del valore e la capacità di gestirlo per i seguenti motivi:

- a) in condizioni di concorrenza da parte di imprese piccole e medie, le grandi imprese non risultano avvantaggiate dalla propria dimensione;
- b) sono ormai frequenti periodi di turbolenza con la conseguenza di continui cambiamenti di strategie con decisioni che influiscono sul valore, come la chiusura di linee di prodotti, l’entrata in joint venture e la modifica dei sistemi di distribuzione;
- c) l’economia si sta “disintegrando” con la conseguenza dell’erosione continua dei vantaggi dell’integrazione verticale, orizzontale e della diversificazione.

**M. Pellicelli - Value based management.
Approccio manageriale al tramonto?**

management (attraverso un takeover oppure un LBO) in grado di creare maggior valore per gli azionisti attraverso strategie alternative.

Molti cambiamenti nel governo delle imprese avevano portato vantaggi agli azionisti, ma erano sempre stati traumatici. Come motivare il management ad un maggiore impegno nella creazione di valore? La soluzione fu trovata nel remunerare il management anche mediante la proprietà di azioni della loro società. Il ragionamento era semplice: se il management poteva essere remunerato anche con azioni, i suoi interessi sarebbero stati coincidenti con quelli degli azionisti, quindi avrebbe avuto una forte motivazione a creare valore anche per costoro. Non era una politica nuova, ma le quote (sul totale della remunerazione) erano state fino ad allora modeste. Inoltre negli anni '70 e primi anni '80 la forte inflazione aveva depresso i titoli azionari.

A metà degli anni '80 la scena economica cambiò. La Federal Reserve ebbe successo nel ridurre l'inflazione ed i mercati azionari ebbero un forte impulso alla crescita dei prezzi. Anche in altri paesi si diffuse la politica di remunerare il management in parte attraverso la proprietà di azioni. In Germania i programmi delle stock options tendevano a sostituire la parte variabile della retribuzione dei membri del supremo organo decisionale nelle società per azioni (Vorstand). Per Hinterhuber H. e Pechlaner H. (2001), gli obiettivi dell'applicazione di questi programmi erano i seguenti:

- a) motivare l'alta direzione, tramite la partecipazione all'aumento della performance azionaria dell'impresa, ad aumentare il valore dell'impresa in una prospettiva di lungo periodo;
- b) aumentare l'identificazione personale dell'alta direzione con gli interessi degli azionisti.

Un quarto fattore è stato individuato all'origine della diffusione della creazione di valore: la crisi dei sistemi pensionistici. Nei paesi industrializzati questi sistemi avevano funzionato fino a quando vi era stato un equilibrio tra quanto era versato (contributi dei lavoratori e delle imprese) e quanto era pagato ai pensionati. L'invecchiamento della popolazione aveva rotto questo equilibrio. Tra le varie soluzioni possibili, una tra le più accreditate per evitare conflitti tra generazioni era quella di investire parte delle nuove contribuzioni in fondi pensione che a loro volta avrebbero investito in azioni. La creazione di valore sarebbe così andata a vantaggio di una ampia popolazione di investitori. Questo meccanismo agì negli Stati Uniti, ma in misura assai modesta in Europa.

2. Value based management: un approccio manageriale

Varie sono le definizioni di "value based management" che sono state date, alcune tra le più rappresentative sono le seguenti:

"VBM è un approccio formale, sistematico, alla gestione delle imprese mirante a raggiungere l'obiettivo di massimizzare la creazione di valore per gli azionisti nel lungo termine" (Mc Taggart J., Kontes P., Mankins M., 1994).

"VBM è un approccio al management in base al quale gli obiettivi dell'impresa, le tecniche e i processi di gestione sono coordinati allo scopo di massimizzare il valore

M. Pellicelli - Value based management. Approccio manageriale al tramonto?

dell'impresa stessa. Gli obiettivi sono raggiunti concentrando le decisioni del management sui "drivers" del valore (Copeland T., Koller T., Murrin J., 1996).

"Value based management è un approccio manageriale il cui primo obiettivo è la massimizzazione del valore per gli azionisti. Gli obiettivi di un'impresa, i suoi sistemi, le strategie, i processi, le tecniche di gestione, la misura delle performance e la cultura dell'organizzazione sono guidate dall'obiettivo di massimizzare il valore per gli azionisti" (Arnold G., Davies M., 2000).

Le definizioni hanno tre elementi in comune:

- 1) VBM è permeato dal principio che la creazione di valore sia l'obiettivo primario dell'impresa;
- 2) VBM significa prendere decisioni, allocare risorse, remunerare il management con l'obiettivo di creare valore. Lo scopo ultimo è far in modo che ad ogni livello dell'organizzazione il management sia indotto ad agire come se fosse proprietario dell'impresa;
- 3) VBM è un modo per valutare il successo o l'insuccesso delle attività di gestione che stanno nascendo, che sono in corso di attuazione. VBM è uno strumento per anticipare quale contributo una certa attività potrà dare alla creazione di valore.

Il Value based management viene considerato come la sintesi di varie discipline (Martin J., Petty W., 2000):

- dalla finanza ha mutuato l'obiettivo della creazione di valore e il Discounted Costi Flow (DCF) come paradigma di valutazione.
- ha inoltre mutuato il principio che il management debba prendere decisioni tenendo conto delle prospettive di chi investe nell'impresa.
- dalla strategia ha tratto il concetto che la creazione di valore è il risultato di aver investito in nicchie di mercato in cui l'impresa ha un vantaggio comparativo su concorrenti attuali o potenziali.
- dalla contabilità ha acquisito le strutture e i principi del bilancio per poi modificarli ai propri fini.
- infine, dall'"organizational behavior" ha adottato il principio che un sistema di misure e di "ricompensa" spinge le persone a concentrare le proprie attività sulla creazione di valore per gli azionisti.

Le società di consulenza hanno avuto un ruolo importante nel tradurre in pratica e nel portare tra le tecniche del management principi di finanza esistenti da tempo. I metodi principali adottati nel VBM sono stati elaborati proprio da società di consulenza. È importante però ricordare che gestire con lo scopo di creare valore non significa soltanto adottare un nuovo strumento di misura dei risultati come Free cash flow, o EVA o CFROI⁵.

⁵ Bennet Stewart (1991) codifica nei seguenti i principi "imperativi" del value based management:

1) EVA: inteso come misura tangibile del successo aziendale;

3. L'applicazione del modello alla gestione dell'impresa

La principale caratteristica del value based management nell'impresa consiste nel fatto che tutti i processi decisionali, la pianificazione ed i sistemi di controllo siano strettamente correlati all'obiettivo di massimizzazione della creazione di valore per gli azionisti.

Gestire per creare valore nasce con la strategia e termina con i risultati finanziari: il management ha la responsabilità di creare il collegamento tra la strategia ed i risultati⁶.

Secondo Hennel A. e Warner A. (1998), il value based management per essere efficace dev'essere pianificato e diffuso correttamente. Alcuni fattori chiave che per gli autori richiedono considerazione vengono riportati di seguito:

- a) impegno del top management: l'introduzione del value based management richiede l'introduzione di cambiamenti consistenti all'interno dell'impresa: in questa fase l'impegno del Top management è decisivo;
- b) comunicazione e formazione: la comunicazione all'interno dell'organizzazione risulta essere fondamentale affinché il value based management sia compreso ed accettato;
- c) coinvolgere i managers operativi in quanto sono coloro che hanno l'influenza maggiore nella creazione del valore;
- d) sistemi e misure coerenti: diffondere il value based management non significa utilizzare un solo indicatore o criterio per tutti gli aspetti del processo decisionale, bensì consiste nell'assicurare coerenza tra le misure e criteri adottati e l'obiettivo del business;
- e) remunerazioni collegate al valore creato: è opinione diffusa che l'introduzione di sistemi di remunerazione collegati direttamente alla creazione di valore sia la strada più efficace per rinforzare il messaggio del value based management. Ci sono comunque numerosi rischi ed in particolare i managers possono non gradire l'introduzione di tali schemi e, di conseguenza, ostacolare la diffusione del value based management;
- f) continuo potenziamento: i principi e concetti del value based management devono essere continuamente rinforzati.

In quest'ottica secondo Cornelius I. e Davies M. (1997) il value based management può essere pensato come un processo a tre stadi

1° stadio: comporta capire da dove viene la creazione di valore per ogni business, quali sono i "value drivers", dove viene creato valore e dove viene distrutto. Una volta che la strategia è stata

2) la remunerazione dei managers dev'essere collegata alla creazione del valore di mercato dell'impresa;

3) la ristrutturazione finanziaria.

⁶ Gestire un'impresa con l'obiettivo di creare valore consiste di tre passaggi (Copeland T., Koller T., Murrin J., 1996):

- 1) esaminare la situazione attuale dell'impresa per quanto riguarda la creazione di valore ed individuare le opportunità di ristrutturazione;
- 2) agire su queste opportunità, che in genere comportano sia transazioni, come disinvestimenti e acquisizioni, sia ristrutturazioni dell'impresa;
- 3) sviluppare nell'organizzazione una nuova mentalità orientata alla creazione di valore.

M. Pellicelli - Value based management. Approccio manageriale al tramonto?

condivisa, è proprio attraverso tali “value drivers” che gli obiettivi devono arrivare ai managers che esercitano il controllo giorno per giorno. Per la maggior parte delle imprese vi sono tre “value drivers” principali:

- 1) il margine di profitto;
- 2) crescita dei volumi;
- 3) controllo del capitale circolante e delle attività fisse.

Oltre alla comprensione dei “value drivers” è necessario che il top management sia a conoscenza di quali segmenti all’interno dell’impresa stanno creando o distruggendo valore ed individuare il valore creato o distrutto da ciascuna business unit.

2° stadio: comporta la definizione di un nuovo insieme di indicatori chiave della performance che guidino i necessari cambiamenti nel comportamento del management. Non esistono misure perfette di performance, molto dipende dall’obiettivo e dal periodo. Le misure percentuali (ROCE, TSR, TBR) sono solitamente utili per effettuare confronti, le misure quantitative di valore (come l’EVA) sono utili per stabilire gli obiettivi. Le misure di breve termine sono appropriate per monitorare la performance operativa, mentre quelle di lungo termine per sviluppare le strategie. Le misure della creazione del valore per gli azionisti devono essere adattate sia a livello di corporate che a livello di business unit, ma può risultare inappropriato valutare tutti i managers allo stesso modo. Occorre, infatti, conoscere le persone e la cultura a fondo per poter programmare le misure della creazione del valore. Alcuni managers possono essere motivati da obiettivi relativi al volume, che possono essere ottenuti aumentando il rendimento e riducendo le scorte.

3° stadio: ultimo stadio che accoglie ancora troppa poca attenzione, consiste in un programma di comunicazione che assicuri la diffusione dell’importanza del value based management a tutto il personale dell’organizzazione permettendo così la loro collaborazione alla realizzazione degli obiettivi. La comunicazione a tutti i livelli è essenziale per la diffusione della creazione di valore. Alcuni concetti sono complessi, necessitano quindi di essere diffusi nel miglior modo possibile al fine di non perdere il significato. Le persone all’interno dell’impresa vengono influenzate e motivate principalmente da ciò che facilmente comprendono.

La comunicazione del value based management richiede un’attenta pianificazione; la diffusione delle informazioni deve avvenire a tutti i livelli: top management, senior operating management, managers e le persone dell’organizzazione all’interno dell’impresa.

Il value based management richiede coerenza, dev’essere applicato considerando nell’insieme i sistemi di pianificazione e di controllo, ma soprattutto richiede una cultura ed una struttura del business che incoraggi la creazione di valore.

Per implementare il value based management nella gestione dell’impresa occorre rispettare due passaggi fondamentali (Cornelius I., Davies ., 1997).

- 1) Creare un contesto VBM che sia in relazione con l’obiettivo, la cultura e la struttura del business.
- Obiettivi: l’obiettivo dell’impresa dev’essere quello della massimizzazione della creazione di valore per gli azionisti.

**M. Pellicelli - Value based management.
Approccio manageriale al tramonto?**

- Cultura: Il value based management deve entrare a far parte della cultura del business.
- Struttura: creare un'appropriata struttura organizzativa. E' necessario che i managers che prendono le decisioni abbiano autorità, che vi sia, quindi, una struttura organizzativa divisionale in cui le singole business units operino quasi autonomamente.

2) Sviluppare sistemi integrati value-based: i sistemi di pianificazione e di controllo utilizzati all'interno del business dovrebbero essere coerenti. Il principale fattore che determina il successo dell'impresa consiste nella sua abilità ad identificare ed implementare le strategie che creano valore.

E' di Leon Kahmi (2000) l'individuazione di quali sono gli obiettivi che l'impresa deve porsi per far diventare il value based management uno stile di vita:

- assicurarsi che il Top management si impegni nello sviluppo del value based management;
- far sì che il valore diventi parte integrante di tutti i processi del management;
- dare ai managers strumenti per prendere le decisioni necessarie per la creazione del valore:
 - strategie, funzioni;
 - formazione del personale;
 - comunicazione all'interno dell'impresa;
 - proporzionare gli incentivi dei managers al valore creato;
 - osservarne l'impatto sul comportamento e selezionare le misure del valore.

Per far sì che il valore diventi parte integrante di tutti i processi del management, occorre tenere presente che tali processi costituiscono la linfa di ogni organizzazione e possono influenzare considerevolmente coloro che sono tenuti a prendere decisioni all'interno dell'impresa.

Il controllo del management include il control reporting, le financial reviews, il processo di pianificazione strategica, il processo di allocazione delle risorse, il processo di valutazione degli investimenti, il budget, il piano operativi e degli incentivi.

Divenendo il valore parte integrante di tutti i processi del management, ciò incoraggerà la scelta delle giuste decisioni, gli impegni e le azioni dei senior managers che verranno prese con il primario obiettivo della massimizzazione della creazione del valore.

Come il valore può essere integrato nei processi di management e quali benefici si possono ottenere? I risultati finanziari migliori possono essere raggiunti attraverso il vantaggio competitivo mediante una strategia vincente. Soltanto se un business, un prodotto o un servizio risulta essere più attraente per i suoi clienti o se il suo costo è inferiore rispetto a quello dei suoi concorrenti, può ottenere un vantaggio competitivo e raggiungere, quindi, risultati superiori. Il principio fondamentale della strategia consiste nel scegliere obiettivi diversi da quelli dei concorrenti (M. Porter, 1996).

Per Arnold G. e Davies M. (2000) i managers necessitano di formazione, obiettivi ed informazione del management rilevante affinché siano in grado di prendere decisioni necessarie per la creazione di valore. La formazione può essere interattiva (a computer), ma il training più

M. Pellicelli - Value based management. Approccio manageriale al tramonto?

efficace riguarda l'utilizzo del value based management giorno per giorno, guidando i managers a prendere decisioni strategiche value-based. I dirigenti possono avere notevole influenza, assistere i managers nell'implementazione operativa delle strategie selezionate e raggiungere la comunicazione all'interno dell'organizzazione dei value drivers è importante.

Le attività del management possono essere suddivise in cinque livelli principali: obiettivi, strategie, misure, processi e decisioni operative (Knight J., 1998).

In ciascuno di questi livelli il valore può essere creato o distrutto.

- Il management deve essere convinto che l'obiettivo primario dell'impresa è la creazione di valore.
- Deve sviluppare strategie per raggiungere l'obiettivo della creazione di valore.
- Deve tradurre obiettivi e strategie in un modo di pensare che incorpori la creazione di valore in ogni misura, in ogni processo e in ogni decisione operativa.

Se si accetta la creazione di valore come obiettivo primario il fulcro del value based management è nei processi di gestione.

Secondo i suoi sostenitori il value based management sarebbe invece uno strumento importante di cui il management dispone per trovare il giusto equilibrio tra decisioni di breve termine e decisioni di lungo termine, tra livelli di profitto e ritmi di sviluppo. Il budgeting e le misure tradizionali dei risultati (secondo i sostenitori del VBM) non darebbero al management elementi per prendere sempre decisioni in linea con le attese degli investitori. Il budgeting concentra (secondo loro) l'attenzione sui risultati di breve.

4. Convergenza tra discipline

Due forze principali si oppongono alla creazione di valore (Mc Taggart J.M., Kontes P.W., Mankins M.C., 1994).

1) Le forze della concorrenza: l'eccesso di capacità produttiva, una nuova tecnologia che abbatte la barriera all'entrata, la deregulation sono alcuni tra i fattori che possono cambiare la natura della concorrenza e spostare la creazione di valore a volte a vantaggio dei fornitori. Nel mercato si crea valore ma non va agli azionisti.

2) Gli "imperativi istituzionali". "Imperativi istituzionali" è un'espressione che indica una forma di inerzia che spinge ad investire contro gli interessi dei proprietari dell'impresa. Secondo Buffet (1989) si manifesta in vario modo: continuare ad investire in un settore a bassa attrattività, investire in business units che non remunerano il capitale investito degli azionisti mentre costoro potrebbero investirlo altrove (se fosse loro restituito), avere lo sviluppo come obiettivo ad ogni costo.

Secondo Arnold (2000) la storia del value based management è la storia di accademici, consulenti, dirigenti, imprenditori che credono nella creazione di valore come obiettivo primario dell'impresa e cercano di superare le forze contrarie ora ricordate.

M. Pellicelli - Value based management. Approccio manageriale al tramonto?

Gli studi sulla struttura della concorrenza (Industrial Organization) e le prime pubblicazioni sulle strategie (Ansoff, 1987) degli anni '60, le molte ricerche sulla perdita di significato dei metodi contabili tradizionali e l'evoluzione degli studi di organizzazione (più peso alla cultura, alle motivazioni, alla leadership) sono considerati un cammino che converge verso la concezione moderna, multidisciplinare del value based management.

In effetti il value based management si fonda su tre elementi che negli ultimi anni '90 hanno trovato nuove spinte nella convergenza di più discipline:

- 1) la creazione di valore per gli azionisti è l'obiettivo primario dell'impresa, se raggiunto crea valore per gli altri stakeholders;
- 2) per gestire occorre conoscere, nell'impresa per conoscere occorre misurare; il valore è creato soltanto se il rendimento è superiore a quello del costo opportunità - premessa essenziale è dunque la capacità di misurare il capitale investito: "value metrics" in forma sia esterna (stakeholders), che interna (management) -;
- 3) il value based management ha successo quando pervade l'intera organizzazione.

5. Le principali critiche

I motivi più frequenti per cui la creazione di valore non viene raggiunta sono i seguenti:

- misure della performance troppo complesse: la ricerca di misure tecnicamente perfette ha trascurato la semplicità richiesta dai managers e questi hanno continuato ad utilizzare quelle misure che potevano comprendere con maggiore facilità;
- mancanza di assorbimento da parte dello staff: ciò avviene solitamente quando la comunicazione non è ben pianificata, se il processo di comunicazione viene organizzato da persone che si occupano prevalentemente della parte finanziaria, queste possono tralasciare l'importanza del problema dell'apprendimento;
- utilizzo di misure standard che non sono rilevanti per il business: i managers possono sbagliare nell'adottare misure non adatte alla struttura finanziaria ed alle specifiche esigenze del business: è essenziale che le misure selezionate sono rilevanti per gli obiettivi di corporate dell'impresa;
- considerare il value based management come un progetto da utilizzare una volta sola e non come una politica di management che ha continuità nel tempo: il value based management dev'essere pensato come un cambiamento permanente nel modo di pensare delle persone all'interno del business, il successo viene ottenuto solo rinforzando il concetto dello S.V. e migliorando il comportamento per il suo raggiungimento.

Le principali critiche portate alla creazione di valore come obiettivo primario dell'impresa sono le seguenti. La prima osserva che si tratta di una logica esclusivamente finanziaria, la seconda lamenta che siano del tutto ignorati gli altri stakeholders.

Alla base della creazione di valore sta un postulato. Il valore dell'impresa è pari al valore attuale del cash flow futuro rappresentato dai dividendi e dalle differenze tra il prezzo di vendita

M. Pellicelli - Value based management. Approccio manageriale al tramonto?

di un'azione e quello di acquisto. Secondo i sostenitori della creazione di valore, le misure tradizionali tratte dalla contabilità non sono in grado di rappresentare il valore dell'impresa in quanto non includono il costo del capitale conferito dagli azionisti. I "value drivers" sono i fattori che agiscono sulla creazione di valore: free cash flow, capitale iniziale, rendimento atteso dagli azionisti. Sono tutti concetti di origine finanziaria, quindi non troverebbero posto considerazioni riguardanti altri aspetti dell'impresa come ad esempio i vantaggi competitivi su cui sono basate le strategie. A questa critica i sostenitori della creazione di valore oppongono che la finanza è parte integrante delle strategie dell'impresa e che di esse esprime i risultati.

Per stakeholders s'intendono le varie parti che hanno interesse nella gestione dell'impresa. Gli azionisti, dicono i critici, non sono l'unico stakeholder. Assumere la creazione di valore come obiettivo primario significa ignorare gli interessi degli altri stakeholders. A questa critica si oppone il seguente ragionamento. Se l'obiettivo primario fosse la soddisfazione dei collaboratori, costoro sarebbero portati a chiedere remunerazioni più alte e l'impresa perderebbe competitività. Le stessa conseguenza si avrebbe dando il primato ai fornitori che chiederebbero prezzi più alti, ai clienti che esigerebbero maggiori prestazioni dai prodotti ed allo Stato che reclamerebbe maggiori imposte. L'unico obiettivo che, se raggiunto, rende realizzabili anche gli interessi degli altri stakeholders è la creazione di valore, dicono i sostenitori di questa tesi. Se l'impresa crea valore attira nuovi capitali dagli investitori. Può quindi investire nell'interesse dei clienti, dei collaboratori, dei fornitori ed anche dello Stato.

Secondo Doyle P. (2000) la logica dell'approccio del shareholder value imporrebbe una valutazione della propria abilità nello sviluppare le strategie che consentono di ottenere profitti superiori al costo del capitale investito. Uno dei vantaggi relativi a tale approccio consiste nel conciliare la massimizzazione del valore per gli azionisti con la generazione di cash-flows in grado di soddisfare le esigenze di tutti gli stakeholders: impiegati, fornitori, clienti ed altri ancora. Nell'era in cui i beni intangibili divengono di primaria importanza (marchi, manodopera, rapporto con clienti e fornitori), l'approccio shareholder value risulta superiore rispetto ai metodi contabili tradizionali, tuttavia presenta alcune aree di sensibilità.

Il value based management ha avuto ampia diffusione negli ultimi anni, tuttavia esistono alcuni punti deboli sui quali è stato aperto un intenso dibattito.

- 1) Esistono dubbi che gestire i value drivers derivati dal DCF sia utile per massimizzare la creazione di valore. Ciò è assunto come postulato dai sostenitori del value based management ma non è empiricamente dimostrato.
- 2) La teoria del DCF, su cui si basa il value based management, postula che il valore dell'impresa sia pari al valore attuale di tutti i futuri cash flow. Non è però dimostrato che i metodi di misura della creazione di valore diano una previsione affidabile dei prezzi futuri delle azioni (Easton, P., Harris T., Ohlson J., 1992).
- 3) Adottare value based management ha agito sulle decisioni del management. Ad esempio, EVA ha spinto a disinvestire le attività che non danno un rendimento del capitale superiore al costo del capitale stesso. Non è detto che disinvestire sia sempre nell'interesse di lungo termine dell'impresa.

**M. Pellicelli - Value based management.
Approccio manageriale al tramonto?**

4) Studi recenti sulle performances di lungo periodo delle imprese che adottano value based management non rivelano differenze significative rispetto alle imprese che non l'adottano (Dechow P.M., Hutton A.P., Sloan R.G., 1999)..

6. Value based management al tramonto?

Anche gli oppositori più accaniti del shareholder value hanno riconosciuto a questo movimento un merito, quello di aver reso il management responsabile dei risultati ottenuti attraverso la gestione delle risorse che gli affidano i proprietari del capitale⁷. Le imprese che avevano continuato a dare risultati inferiori al loro potenziale sono state oggetto di takeover. I managers che non erano in grado di dare i risultati attesi erano stati rimossi dalle assemblee degli azionisti o dai consigli di amministrazione, diventati più sensibili rispetto al passato alla remunerazione del capitale. Le profonde ristrutturazioni degli anni '90 erano state innescate dal movimento del shareholder value. Chiusure di impianti, riduzione della gamma di prodotti, trasferimenti di produzioni in altri paesi, outsourcing, lean management erano stati originati dalla necessità sempre più sentita di creare valore per gli azionisti.

UN PRINCIPIO SPINTO AGLI ADDETTI

Gradualmente si è fatto strada nel management un nuovo modo di ragionare. Essendo pagati con stock options da un lato e per effetto del forte aumento di Wall Street dell'altro, molti managers avevano trovato il metodo per accumulare grosse fortune personali. Bastava spingere i prezzi delle azioni verso l'alto⁸. Tutto ciò incuranti della perdita di competitività nel lungo periodo. Se poi non bastavano i tagli si ricorreva all'indebitamento per acquistare proprie azioni (Buy back).

La corsa alla massimizzazione del valore per gli azionisti ha danneggiato gli altri stakeholder in vari modi:

- licenziamenti di collaboratori fedeli che avevano legato la propria carriera alle fortune dell'impresa;
- imprese di fornitori sono state messe in ginocchio da ripetute richieste di riduzione dei prezzi, di maggiori prestazioni o di servizi aggiuntivi;
- politiche aggressive dei prezzi, per aumentare i ricavi e catturare il massimo possibile dai redditi dei clienti, hanno ridotto i margini di utile;

⁷ Prima degli anni '80 "molte imprese erano gestite dai managers come fossero fondi personali; non rispondevano ad alcuno circa i risultati. Alcune imprese passavano da una crisi all'altra senza preoccuparsi del fatto che i prezzi delle azioni cambiavano. Altre imprese preferivano riposare sugli allori, riproponendo strategie obsolete e ottenendo risultati finanziari modesti senza reagire al calo delle quote di mercato ed all'entrata di nuove imprese efficienti ed aggressive, spesso straniere" (Kennedy A., 2000). La diffusione del principio della creazione del valore ha posto fine a tutto questo.

⁸ "Alla fine degli anni '90, il movimento del shareholder value era diventato una farsa. Ben presto ovunque i managers prendevano decisioni soltanto sulla base di un possibile aumento delle quotazioni". "Se per raggiungere questo risultato occorreva tagliare i costi di R&D e imporre drastiche riduzioni di prezzo ai fornitori non si esitava a farlo" (Kennedy A., 2000).

M. Pellicelli - Value based management. Approccio manageriale al tramonto?

- sfruttamento di incentivi offerti dagli Stati "ospitanti", senza però contribuire alla diffusione dell'innovazione;
- uso degli ammortizzatori sociali finanziati con le entrate dei contribuenti (cassa integrazione in Italia) per gestire i licenziamenti o i trasferimenti da un'area geografica all'altra.

La reazione degli altri stakeholders non si è fatta attendere. Ha avuto manifestazioni diverse secondo la capacità di negoziazione delle parti. I fornitori hanno scelto la strada del consolidamento ed ora in alcuni settori hanno posizioni di monopolio, almeno in certe aree geografiche. I clienti hanno abbandonato le marche tradizionali per acquistare da fornitori a costi più bassi. Infine gli Stati erano più selettivi nel dare incentivi alle imprese straniere e nel dispensare ammortizzatori sociali.

GERMANIA: PERDITA DI CREDIBILITA'

In Europa la Germania è il caso più rappresentativo delle delusioni degli investitori.

"Prima del crollo del mercato azionario nel marzo 2000 la creazione di valore aveva un significato positivo" scrive un ricercatore che sta portando a termine uno studio sul shareholder value nelle imprese tedesche "Ora ha lasciato l'amaro in bocca a molti investitori".

Il principio non è messo in discussione, ma è diventato un problema di credibilità. La fiducia degli investitori tedeschi è stata scossa da una serie di notizie:

- managers sotto inchiesta con l'accusa di aver gestito le risorse della società per propri interessi;
- mancato rispetto delle norme di trasparenza dei bilanci;
- aumento vertiginoso dei fallimenti di imprese;
- perdite rilevanti al Neur Markt (fine all'ottobre 2001). Deutsche Telekom, che aveva convinto tanti tedeschi a comprare azioni per la prima volta con una campagna pubblicitaria battente in occasione della privatizzazione decisa dal governo (1996), è un esempio della crisi di fiducia del mercato.

Nell'ultimo periodo stiamo, così, assistendo al tramontare della diffusione del metodo dello shareholder value e quindi del concetto che lo scopo principale per l'impresa dovrebbe essere quello di massimizzare il valore per gli azionisti. Il fenomeno si è verificato specialmente negli Stati Uniti, proprio dove il modello della creazione del valore aveva riscosso grande successo. Il motivo principale della riduzione di interesse è dovuta alla crisi del mercato azionario. In particolare, è risultata negativa l'attitudine con la quale la creazione del valore veniva misurata nel breve termine, non tenendo conto delle conseguenze nel lungo periodo. I motivi per i quali il mercato borsistico non ha mantenuto lo stesso trend positivo del passato sono molteplici. Gli investitori insoddisfatti dei risultati recenti hanno contribuito alla riduzione dei prezzi, optando per investimenti più sicuri.

M. Pellicelli - Value based management. Approccio manageriale al tramonto?

Negli ultimi anni la prospettiva economica si è notevolmente modificata, gli insuccessi del mercato azionario ed il pessimo comportamento di alcuni managers hanno fatto del value based management un metodo considerato da molti ormai superato.

Sono molte le critiche, tuttavia in questo frangente si profila anche l'ipotesi di poter integrare il concetto di creazione di valore per gli azionisti. Secondo Allan Kennedy (2000) il movimento della creazione del valore dovrebbe essere allargato alla costruzione ed alla distribuzione della ricchezza: costruzione e ricchezza implicherebbero un impegno durevole. L'autore sostiene che, focalizzando il business sulla costruzione della ricchezza, molti dei problemi che si sono verificati durante il dominio del movimento della creazione del valore verrebbero certamente risolti.

Bibliografia

- Ansoff I., *Implanting Strategic Management*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey, 1984.
Ansoff I., *Corporate Strategy*, Revised Ed., Penguin Business, Harmondsworth, 1987.
Arnold G., DAVIES M., *Value Based Management*, John Wiley & Sons, New York, 2000.
Ashworth G., James P., *Value based management. Delivering superior shareholder value*, Financial Times, Prentice Hall, 2001.
Boston Consulting Group, *The value creators*, BCG Report, 1999.
Braxton Associates, *Managing for value*, 1993.
Buffet W., Berkshire Hathaway, Annual report, pag. 22, 1989.
Copeland T., Koller T., Murrin J., *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, First edition, John Wiley & Sons, New York, 1990 (trad. it. *Il Valore dell'impresa. Strategie di valutazione e gestione*, Il Sole 24 Ore Libri, Milano, 1991).
Copeland T., Koller T., Murrin J., *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, Second edition, John Wiley & Sons, New York, 1996.
Cornelius I., Davies M., *Shareholder Value*, Financial Times, Pearson Professional, London, 1997.
Dechow P.M., Hutton A.P., Sloan R.G., *An Empirical Assessment of the Residual Income Valuation Model*, Journal of Accounting and Earning, 26, pag. 1-34, 1999.
Donna G., Borsic D., *La sfida del valore. Strumenti e strategie per il successo dell'impresa*, Guerini e Associati, Milano, pag. 38, 2000.
Doyle P., *Value Based Marketing Marketing Strategies for Corporate Growth and Shareholder Value*, John Wiley & Sons, Ltd, 2000.
Easton, P., Harris T., Ohlson J., *Aggregate Earnings Can Explain most Security Returns*, Journal of Accounting and Earning, 15, June-September, pag. 119-142, 1992.
Freeman R.E., *Strategic Management. A Stakeholder Approach*, Pitman, Boston, 1984.
Ehrbar A., *EVA: The real key to creating value*, John Wiley & Sons, New York, 1998.
Guatri L., *La teoria di creazione del valore: una via europea*, Egea, Milano, 1991.
Guatri L., MASSARI M., *La diffusione del valore*, Egea, Milano, 1992.
Hennel A., WARNER A., *Financial Performance Measurement and Shareholder Value Explained*, Financial Times Management, 1998.
Hinterhuber H., Pechlaner H., *Corporate governance e programmi di opzioni azionarie nelle imprese tedesche*, Finanza, Marketing e Produzione, Milano, Egea, pag. 31, marzo 2001.
Jensen M.C., *Value Maximisation, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*, European Financial Management, Volume 7, n° 3, september 2001.
Kamhi L., *Making Value Based Management a Way of Life in: Value Based Management*, Autori Vari, John Wiley & Sons, Ltd, pag. 198, 2000.
Kaplan R., Norton D., *The Balanced Scorecard – Measures that drive performance*, Harvard Business Review, Jan-Feb., 1996.

**M. Pellicelli - Value based management.
Approccio manageriale al tramonto?**

- Kaplan R., Norton D., *The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action*, Harvard Business School Press, Boston, 1996.
- Knight J., *Value based management*, Mc Grawhill, 1998.
- Madden B. J., *CFROI valuation*, Butterworth-Heinemann, 1999.
- Martin J., Petty W., *Value Based Management*, Harvard Business School Press, pag. 13, 2000.
- MC Taggart J., Kontes P., Mankins M., *The value imperative*, Free Press, New York, 1994.
- Porter M., *What is Strategy*, Harvard Business Review, Nov./Dic. 1996.
- Porter M. E., *From Competitive Advantage to Corporate Strategy*, Harvard Business Review, n. 3, 1987.
- Rappaport A., *Creating Shareholder Value*, Free Press, pag. 1, 1986.
- Rappaport A., *Implementing the Shareholder Value Approach*, Journal of Business Strategy, winter 1986.
- Rappaport A., *Creating Shareholder Value*, Second edition, Free Press, New York, 1998.
- Stewart G.B. III, *The Quest for Value*, Harper Business, 1991.