

Scritti in onore di
Carlo Masini

Tomo Secondo

**STRATEGIA E
ORGANIZZAZIONE
DELLE AZIENDE**

EGEA

EDIZIONI GIURIDICHE ECONOMICHE AZIENDALI
DELL'UNIVERSITÀ BOCCONI E GIUFFRÈ EDITORI S.p.A.

1. IL MERCATO DEI CAPITALI E IL SISTEMA COMPETITIVO

In prima approssimazione, le richieste degli interlocutori con cui l'impresa interagisce possono essere schematicamente ricondotte alle aspettative di due sottosistemi ambientali, entrambi intesi in senso lato: si tratta del « mercato dei capitali » e del « sistema competitivo ».

Il mercato dei capitali comprende, ed implicitamente esprime, le aspettative degli azionisti e degli istituti finanziari. Esse, a titolo esemplificativo, hanno per oggetto una stabile corrente di redditi, una elevata politica di dividendi, un livello di indebitamento prudente, la massimizzazione del valore del capitale economico e così via.

Al sistema competitivo sono sostanzialmente riconducibili gli interessi dei clienti e dei fornitori. Le loro attese, nei confronti dell'impresa, riguardano elementi come la qualità dei beni prodotti e dei servizi ad essi collegati; lo sviluppo di nuovi prodotti o la frequente revisione di quelli già esistenti; il volume e la stabilità dei flussi di acquisti aziendali e via discorrendo. Queste richieste sono in genere associate a domande di miglioramento delle condizioni economiche dello scambio, quali il prezzo o i termini e le modalità di pagamento.

Di norma le attese del sistema competitivo tendono a comprimere, almeno nel breve periodo, la profittabilità aziendale a favore della competitività ed a ridurre, di conseguenza, i margini a disposizione dell'impresa per remunerare gli interessi degli interlocutori che operano nel mercato dei capitali.

Nello schema proposto, le aspettative degli esponenti della direzione — e più in genere di tutti i componenti l'organismo personale — trovano adeguata soddisfazione solo attraverso una corretta integrazione fra le richieste di concorrenzialità, formulate dal sistema competitivo, e le richieste di redditività, formulate dal mercato dei capitali.

Il successo competitivo rappresenta la migliore garanzia per lo sviluppo delle aree strategiche di affari della impresa. Ciò significa sicurezza occupazionale, ma anche opportunità di apprendimento e di crescita professionale in un ambiente dinamico e fecondo. Il successo reddituale, invece, assicura flussi di ricchezza adeguati per rispondere alle attese sociali dei lavoratori e per garantire l'autonomia aziendale. Condizione, quest'ultima, che per gli esponenti della dire-

zione si traduce in libertà decisionale non minacciata da ingerenze e da pressioni o condizionamenti di sorta.

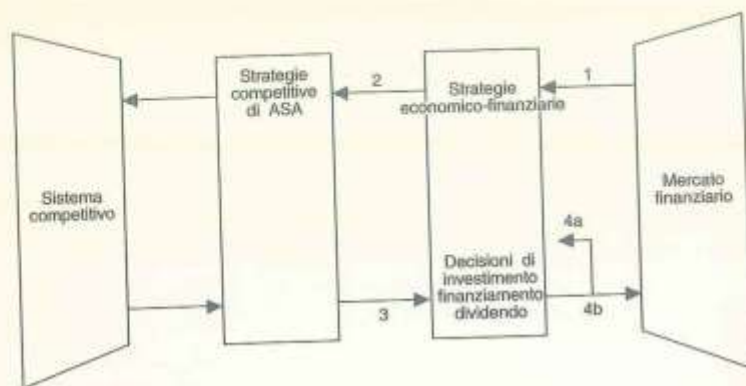
La ripartizione dei principali interessi che gravitano attorno all'impresa nell'ambito di due blocchi contrapposti appare, per molti versi, una concettualizzazione semplicistica e riduttiva della realtà. In primo luogo, necessita un chiarimento sugli intensi collegamenti che si stabiliscono tra i due sottosistemi e la cui gestione, cruciale per il destino dell'azienda, spetta al vertice. Taluni attori, inoltre, possono essere nel contempo protagonisti del sistema competitivo ed apportatori di risorse finanziarie (come è ad esempio il caso dei fornitori, che concedono rilevante credito di fornitura all'impresa). Senza dire, da ultimo, che neppure i soggetti inclusi nello stesso sottosistema ambientale costituiscono un gruppo omogeneo; essi, in vero, sono detentori di interessi articolati e di aspettative composite. Così, nel mercato dei capitali le attese delle istituzioni creditizie non sempre coincidono con quelle dei conferenti il capitale di rischio; l'azionariato, al suo interno, può esprimere posizioni fortemente discordi. Le stesse considerazioni valgono per gli interessi degli attori inclusi nel sistema competitivo.

2. LE STRATEGIE ECONOMICO-FINANZIARIE CONCEPITE COME ANELLO TRA IL MERCATO DEI CAPITALI E IL SISTEMA COMPETITIVO

Pur senza escludere la opportunità di una considerazione unitaria di tutti gli interlocutori con cui l'impresa interagisce, sembra utile insistere sulla distinzione in parola in quanto, così operando, è possibile porre in risalto la posizione centrale che le strategie economico-finanziarie² occupano, unitamente alle strategie competitive, nel governo economico di impresa.

A tale proposito la Figura sottoriportata evidenzia la crucialità delle decisioni, tipiche delle strategie in esame, di reperimento e di allocazione delle risorse finanziarie.

² Per un approfondimento delle strategie economico-finanziarie, intese come il complesso di scelte relative alle decisioni di investimento (disinvestimento), di finanziamento e di dividendo, cfr. REBOA M., *Strategie economico-finanziarie. Parametri e modelli di valutazione*, Milano, EGEA, 1989.



La freccia contrassegnata con il numero 1 indica i flussi costituiti dai versamenti effettuati dagli azionisti e da altri soggetti finanziari. Le risorse finanziarie sono impiegate per dare attuazione alle strategie concorrenziali di impresa nel prescelto ambito competitivo (freccia numero 2). In condizioni di economicità, le aree di affari aziendali devono esser in grado di generare fondi eccedenti quelli dapprima investiti (freccia numero 3). Le risorse finanziarie così generate possono essere reinvestite nella o nelle aree di affari (freccia numero 4a), o destinate a remunerare e/o rimborsare i finanziamenti originari (freccia numero 4b).

Le scelte di posizionamento concorrenziale all'interno di un sistema competitivo condizionano l'ammontare e la durata del fabbisogno finanziario di un'ASA (freccie numero 2 e 4a) e l'ammontare e la variabilità delle risorse liberate (freccia numero 3); così come le scelte di finanziamento condizionano l'ammontare e la durata delle risorse da investire nel sistema competitivo (freccie numero 1 e 2) e la ripartizione tra quanto reinvestibile e quanto assegnabile ai finanziatori (freccie numero 4a e 4b).

Il problema di fondo insito nella integrazione tra le strategie competitive e quelle economico-finanziarie risiede nel fatto che entrambe svolgono, congiuntamente, il delicato ruolo di coniugare le attese e di mediare i bisogni di due diversi sottosistemi ambientali — il mercato dei capitali ed il sistema competitivo — e, quindi, di contemperare anche gli interessi degli attori che in detti sottosistemi si riconoscono.

Il vertice aziendale è combattuto fra le richieste di capitali destinate a migliorare la concorrenzialità delle aree strategiche di affari nei rispettivi sistemi competitivi e le richieste di capitali destinate ad accrescere la remunerazione delle risorse conferite e a rimborsare/contenere le risorse negoziate a titolo di prestito.

Non sempre, tuttavia, gli esponenti della direzione sono in grado di percepire la reciproca esclusività di talune richieste formulate dai diversi interlocutori aziendali, o di assumere formalmente posizioni che possano, in qualche misura, disattendere le aspettative di attori partecipanti del destino della impresa. È chiaro l'intento di polarizzare attorno l'impresa il massimo consenso e di assicurarsi, in tal guisa, la preziosa collaborazione di tutti gli interlocutori aziendali. Accade così che, almeno sulla carta, coesistano una pluralità di ambiziosi traguardi come: l'ingresso in promettenti segmenti di mercato; dividendi stabili ed elevati; cospicui investimenti per soddisfare i sempre mutevoli bisogni e preferenze della clientela; una aggressiva crescita strutturale tesa a valorizzare le risorse manageriali disponibili; un elevato impegno nella ricerca e nella innovazione tecnologica; una sostanziale riduzione del rischio imprenditoriale e di quello finanziario; la massimizzazione del valore azionario e così via.

A ben vedere, tutti gli obiettivi ora ricordati hanno implicazioni e riflessi sulla dimensione quali-quantitativa delle risorse finanziarie aziendali e, di conseguenza, possono e debbono essere tradotti e specificati anche in termini di obiettivi economico-finanziari e di correlate strategie.

3. GLI OBIETTIVI ECONOMICO-FINANZIARI E IL RISPETTO SIMULTANEO DEI DIVERSI INTERESSI CONVERGENTI NELL'IMPRESA

Convertire e collegare, ove possibile, le distinte richieste avanzate dai diversi interlocutori aziendali in ragione delle connesse variazioni nei fondi finanziari aziendali (cioè come impiego o raccolta delle risorse finanziarie) permette anzitutto di verificare la compatibilità, o il contrasto, tra i molteplici obiettivi formulati nel piano aziendale. Trattasi, evidentemente, di una compatibilità funzionale al profilo investigato: quello economico-finanziario.

Una attenta lettura degli obiettivi economico-finanziari definiti nei piani direzionali aiuta ad interpretare correttamente le direttrici di marcia perseguite dal vertice aziendale per rispondere alle articolate aspettative dei diversi attori che, solo in estrema sintesi, si è voluto

raggruppare in due distinti sottosistemi ambientali. A titolo esemplificativo, gli obiettivi di investimento, espressi dai tassi di crescita e dalle modalità di allocazione delle risorse finanziarie aziendali, rispondono ad indirizzi strategici volti a soddisfare in primo luogo le aspettative proprie del sistema competitivo — quindi degli attori in esso inclusi — e dei componenti l'organismo personale. Gli obiettivi di finanziamento, esaminati in valori assoluti e nelle proporzioni secondo cui si combinano tra loro il finanziamento interno e quello esterno, rispondono ad indirizzi volti a soddisfare, alternativamente, le richieste del sistema competitivo (massimo sostegno allo sviluppo dimensionale ed operativo) o quelle del mercato dei capitali (minimizzazione del rischio finanziario per chi apporta risorse). Gli obiettivi di dividendo rispondono direttamente alle esigenze di una classe di interessi, gli azionisti, presente nel mercato dei capitali.

Attraverso la selezione degli obiettivi, il vertice aziendale formalizza di conseguenza il livello gerarchico in base al quale collocare le richieste avanzate dai rappresentanti di particolari interessi. Si tratta di un processo di valutazione delle aspettative destinato a distinguere quelle che, se accolte, risultano meglio rispondenti alla duratura funzionalità di impresa.

Situazioni di incertezza e di squilibrio, ovvero profili di patologia aziendale legati al prevalere sistematico di interessi particolari su altri, sono sempre in agguato. Il più delle volte, ciò riflette una sistematica incapacità degli esponenti della direzione di integrare le richieste formulate dagli attori del sistema competitivo con quelle formulate dagli attori del mercato dei capitali, e viceversa.

Troppo frequentemente, ad esempio, i piani aziendali tendono a trascurare — o ad esaminare solo approssimativamente — le implicazioni che le scelte in essi indicate producono sulla dimensione qualitativa delle risorse finanziarie aziendali. L'attenzione è tutta rivolta all'attrattività del *business* ed alla competitività di impresa, come se da ciò debbano necessariamente trarre autonoma e naturale soddisfazione le legittime richieste, in tema di remunerazione e sicurezza del finanziamento, di azionisti e istituti di credito.

Una impostazione strategica non preoccupata di rispettare le regole del mercato dei capitali corre il rischio di esasperare gli squilibri aziendali attraverso il perseguimento di obiettivi non coerenti con la quantità e la qualità delle risorse finanziarie reperibili. Specie in presenza di politiche ambiziose, le aziende che muovono su questa strada possono trovarsi a fronteggiare ricorrenti situazioni di tensione

monetaria, aggravate da una disaffezione degli azionisti non più disponibili ad apportare ulteriore capitale di rischio. Oltre al danno economico sono evidenti le conseguenze sul piano della forza concorrenziale di impresa e della credibilità degli esponenti della direzione.

Parimenti sgradite e pericolose sono le conseguenze di un approccio specularmente opposto. Allora le richieste degli interlocutori che agiscono nel sistema competitivo sono fisiologicamente subordinate a quelle formulate dagli attori che agiscono nel mercato dei capitali. Gli obiettivi economico-finanziari riflettono una visione affetta da una sorta di *miopia strategica*, che li rende del tutto insensibili a considerazioni di ordine strategico-competitivo.

Da una siffatta impostazione sembra derivare una formula imprenditoriale caratterizzata da scarsa attenzione all'innovazione, da politiche conservative e, in genere, da un orientamento strategico di fondo eccessivamente focalizzato sul breve termine. Le attese del mercato dei capitali sono per definizione assunte come prioritarie ed inderogabili. Il rispetto incondizionato di severe regole finanziarie opprime la flessibilità delle politiche aziendali. Le conseguenze sulla competitività prospettica, e quindi sulle opzioni di crescita e di continuità di azienda, sono altrettanto manifeste.

4. LA CARENZA DELLE RISORSE VINCOLO COSTANTE NELLA DEFINIZIONE DEGLI OBIETTIVI ECONOMICO-FINANZIARI

È la penuria delle risorse finanziarie a disposizione dell'impresa a determinare la rigida interdipendenza che lega gli obiettivi economico-finanziari e dalla quale viene a dipendere la frequente impossibilità di fare coesistere distinti traguardi.

D'altro canto, qualora le fonti delle risorse finanziarie non fossero soggette a limiti o vincoli di sorta, verrebbero meno anche i presupposti primi della reciprocità e della correlazione. Per ogni obiettivo, espressivo di impiego di fondi aziendali, sarebbe automaticamente assicurata la relativa copertura finanziaria. Le diverse aspettative convergenti nell'impresa non subirebbero, nei piani aziendali, una selezione tanto rigida quanto indispensabile.

Solo riconoscendo la interdipendenza fra tutti gli obiettivi economico-finanziari, la direzione dell'impresa apprende come le variazioni o le modifiche introdotte in un obiettivo (espressivo di precise attese) si riflettono, necessariamente, nella possibilità di realizzare un al-

tro obiettivo (espressivo di altre attese). L'equilibrio del sistema, che richiede il bilanciamento fra la domanda e l'offerta dei fondi aziendali, implica di conseguenza la definizione di priorità di intervento, anche attraverso dolorosi criteri di « scrematura » e « taglio ».

Detti criteri, è interessante rilevare, non sono sempre oggettivamente. Il processo di scelta tra obiettivi alternativi deve rispondere a considerazioni composite che, per loro natura, non sono necessariamente riconducibili a valutazioni di carattere meramente tecnico-quantitativo proprie, ad esempio, della disciplina finanziaria.

Un investimento, si osserva in proposito, è accettabile se promette un rendimento superiore al costo medio ponderato del capitale impiegato, ovvero se è positivo il suo flusso di cassa attualizzato. Gli azionisti, per definizione, finanziano l'azienda se essa è in grado di generare un saggio di ritorno che, apprezzato il coefficiente intrinseco di rischio, risulta superiore a quello di mercato. Il modello, dunque, sembra porre in secondo piano il vincolo della limitatezza delle risorse finanziarie aziendali. Si insiste piuttosto sulla esistenza di progetti che, tenuto conto della incertezza, soddisfino i predetti requisiti di redditività « differenziale » positiva.

Alla scarsità delle risorse a disposizione d'impresa può fare seguito la concreta impossibilità di dare attuazione a tutte le iniziative che pure passano la soglia minima di accettazione, dettata dal predetto modello quantitativo.

In tale contesto, la soluzione più ovvia parrebbe essere quella di dare attuazione ai progetti che, a parità di condizioni di rischio, offrono i ritorni più elevati in termini di flussi differenziali di redditività o di cassa.

La definizione degli obiettivi economico-finanziari seguirebbe dunque un unico criterio: quello basato sul massimo ritorno economico per l'azienda. Questo modo di procedere, tuttavia, ignora come il processo di formulazione degli obiettivi risenta anche del livello gerarchico secondo cui il vertice colloca le articolate richieste, avanzate all'impresa, dai portatori di particolari interessi. Le priorità rispondono in primo luogo all'interesse sovraordinato di impresa poiché sono attribuite in relazione ai contributi richiesti, sovente implicitamente, alle principali categorie di partecipanti.³ I contributi, cruciali per il destino dell'impresa, dipendono a loro volta dal grado di

³ Cfr. CODA V, §§ 1, 2 e 7 di, *L'orientamento strategico dell'impresa*, Torino, UTET, 1988.

consenso che l'azienda, con le sue politiche (di prodotto, di generazione di ricchezza per gli azionisti, di crescita, di remunerazione del personale, di contenimento del rischio finanziario) è in grado di suscitare fra gli interlocutori che, in prevalenza, agiscono nel sistema competitivo, nel mercato dei capitali e, naturalmente, all'interno del proprio organismo personale.

Il processo di contemperamento di tali attese richiede una sostanziale libertà di giudizio da parte degli esponenti massimi della direzione. La necessità di privilegiare, *pro tempore*, specifiche categorie di interessi non deve compromettere la visione di sostanziale unitarietà e complementarietà degli elementi e dei rapporti di cui si compone l'impresa, ovvero limitare il suo carattere di autonomia sebbene, come esposto in precedenza, trattasi sempre di autonomia relativa.

Il fatto poi che l'ordine gerarchico degli obiettivi aziendali non risponda sempre a rigidi criteri volti ad una assottigliamento del profitto, che è cosa diversa da una intensa e costante attenzione verso obiettivi di redditività di lungo periodo, è condizione già nota; perfettamente conosciuta e coerente con quanto da tempo enunciato dalla dottrina aziendalistica. Scrive in merito Carlo Masini « Al lettore si pone in una nuova luce critica il "principio della massimizzazione del profitto" accolto dalla dottrina economica in prima approssimazione come fondamento della determinazione delle posizioni di equilibrio nella "teoria di impresa". Quando l'impresa ha fatto tutto il possibile per massimizzare i suoi profitti, si dice che è in posizione di equilibrio. Quanto di valido e quanto di incongruente col reale si trovi negli sviluppi teorici che discendono dal ricorso al soggetto principio, può essere definito dalla verifica delle previsioni avanzate negli svolgimenti successivi della dottrina anche con riferimento all'economia di settore economico, di Paese e internazionale ».⁴

5. LA MASSIMIZZAZIONE DEL VALORE AZIONARIO È CARATTERE UNIFICANTE I DIVERSI OBIETTIVI ECONOMICO-FINANZIARI?

A ben vedere si giunge a conclusioni non distanti qualora, seguendo una diffusa impostazione di matrice culturale anglosassone che sta

⁴ *Lavoro e Risparmio*, op. cit., p. 261. Tra gli altri v. ONIDA P. in, pp. 90 e ss. di *Economia d'azienda*, Torino, UTET, 1965 « La non effimera prosperità di impresa, pur tenuta ad operare nel mercato secondo criteri di economicità aziendale, esige,