



Economia Aziendale Online

Economia Aziendale Online

Business and Management Sciences
International Quarterly Review

Creazione di valore e Value Based Management

Michela Pellicelli

Pavia, Aprile 2020
Volume 11 - N. 1/2020

www.ea2000.it
www.economiaaziendale.it



PaviaUniversityPress

Creazione di Valore e Value Based Management

Michela Pellicelli

*Associate Professor
Department of Economics and
Management, University of Pavia,
Italy*

Corresponding Author:

*Michela Pellicelli
University of Pavia, Via S. Felice 5,
27100 Pavia, Italy
Email: michela.pellicelli@unipv.it*

ABSTRACT

Value Based Management (VBM) is described in the literature as a set of management methods that aims to maximize value for shareholders. VBM offers a reference framework to unify the principles that guide choices in critical areas of the company: strategies, finance, resource allocation, performance measurement, management incentives. In the years of greatest diffusion, a substantial number of companies have declared that they have obtained through the VBM method a significant increase in the value created for the shareholders thus contributing to the spread of this technique. The successes came in conjunction with growing stock markets and national economies that absorbed the restructuring dictated by drastic rules, such as the abandonment of companies or projects that destroyed shareholder value, without profound shocks. However, when the market trend underwent a drastic reversal (2000-2001), the principles on which VBM is based were questioned and in particular the objective of maximizing value for shareholders. This work aims to examine the various proposals by academics and consultants for the realization of Value Based Management, identifying the reasons for its partial failure. First of all, it should be noted that most of the literature on Value Based Management has neglected this topic.

Il Value Based Management (VBM) é descritto in letteratura come un insieme di metodi di gestione che ha come obiettivo la massimizzazione di valore per gli azionisti. VBM offre uno schema di riferimento per unificare i principi che guidano le scelte nelle aree critiche dell'impresa: strategie, finanza, allocazione delle risorse, misura delle performance, incentivi al management. Negli anni di maggiore diffusione, un numero consistente di imprese ha dichiarato di aver ottenuto attraverso il metodo del VBM un aumento rilevante del valore creato per gli azionisti contribuendo così alla diffusione di questa tecnica. I successi sono venuti in concomitanza con mercati azionari in crescita e con economie nazionali che assorbivano senza scosse profonde le ristrutturazioni dettate da regole drastiche, come l'abbandono di imprese o progetti che distruggevano valore per gli azionisti. Tuttavia, quando la tendenza dei mercati ha subito una drastica inversione (anni 2000-2001) sono stati messi in discussione i principi sui quali VBM si basa ed in particolare l'obiettivo della massimizzazione del valore per gli azionisti. Questo lavoro ha lo scopo di esaminare le varie proposte da parte di accademici e consulenti per la realizzazione del Value Based Management, individuando le ragioni del suo parziale insuccesso. Anzitutto occorre rilevare che la maggior parte della letteratura in materia di Value Based Management ha trascurato questo argomento.

Cite as:

*Pellicelli, M. (2020). Creazione di Valore e Value Based Management. *Economia Aziendale Online*, 11(1), pp. 55-68.*

Section: *Refereed papers*

Received: 14-07-2019

Published: 28-04-2020

Keywords: creazione di valore, value based management, value drivers, value metrics.

1 - Introduzione

Il Value Based Management rappresenta: *“la consapevole, sistematica, prevalente applicazione di un insieme di metodi tradizionali specificatamente diretti, nel loro complesso, a rendere massimo il valore creato per gli azionisti, orientando le scelte non tanto verso la produzione di profitto quanto verso la produzione di redditività, controllando contemporaneamente sia i processi di trasformazione economica di costi in prezzi sia i processi di investimento del capitale”* (Pellicelli, 2007a).

La sua caratteristica distintiva, rispetto al management orientato al profitto, è quella di considerare ogni decisione, strategica, tattica, di routine, ogni relazione con l’ambiente esterno e interno, ogni tecnica per misurare e intervenire sulle fondamentali variabili economiche e finanziarie finalizzata alla creazione di valore per gli azionisti. Il Value Based Management non adotta nuove tecniche, ma sviluppa il calcolo economico (Mella, 1992, Capitolo 15) secondo gli schemi razionali collaudati dalla management science nella “consapevolezza” che la gestione debba produrre un effetto misurabile in termini di incremento di valore del capitale di equity, in generale, e del valore delle azioni, in particolare (Mella, 2019).

Alcune rilevanti definizioni di VBM chiariscono la logica e la tecnica del metodo.

Value Based Management is the recognition that shareholder value is the result of the thousands of decisions made by individuals in an enterprise every day. Shareholder value is created, or destroyed, one decision at a time. This is the critical perspective that is necessary for corporations to consistently grow shareholder value (Serven, 1988, p. 10).

Secondo Mc Taggart, Kontes e Mankins (1994, p. 345),

[Value Based Management] is a formal, or systematic approach to managing companies to achieve the governing objective of maximizing wealth creation and shareholder value over time.

Per Arnold (2000, p. 9),

Value-based management is a managerial approach in which the primary purpose is long-term shareholder wealth maximization. The objective of a firm, its systems, strategy, processes, analytical techniques, performance measurements and culture have as their guiding objective shareholder wealth maximization.

In termini ancor più operativi, Morin e Jarrel (2001, p. 28) ribadiscono la doppia interpretazione del Value Based Management, da loro individuato come:

... is both a philosophy and a methodology for managing companies. As a philosophy, it focuses on the overriding objective of creating as much value as possible for the shareholders. ... As a methodology, VBM provides an integrated framework for making strategic and operating decisions.

Le società di consulenza hanno avuto un ruolo determinante nella diffusione del Value Based Management. Ognuna presenta questa impostazione con una propria “ricetta”. Anche gli accademici propongono vie diverse.

In generale si possono individuare quattro approcci che focalizzano diversi aspetti di come passare da una strategia di introduzione del Value Based Management alla sua realizzazione:

1. il Value Based Management è considerato come un progetto di grande respiro;

2. il Value Based Management ha il fulcro nelle strategie e nelle strutture organizzative, dalle quali occorre partire e tramite le quali si gioca il successo dell'iniziativa;

3. il Value Based Management trae la propria giustificazione operativa nei "Key Performance Indicators" (KPI) quindi nelle attività di base della gestione;

4. il Value Based Management rappresenta un Integrated Performance Management (IPM) in quanto integra le strategie con i processi di realizzazione delle stesse.

In questo lavoro saranno approfonditi le caratteristiche fondamentali del VBM e i principali metodi che sono stati utilizzati per implementare tale approccio nelle imprese. Infine saranno osservati e discussi i limiti del suo successo in concomitanza con la crisi dei mercati azionari.

2 - Le fonti della creazione di valore. Il Value Based Management e la sua diffusione

Se si accetta la creazione di valore come primo obiettivo dell'impresa, si accetta anche il principio che gli azionisti assegnino valore a quanto otterranno dal loro investimento attraverso un flusso di dividendi e diano valore anche alla misura in cui i dividendi compensano il rischio da essi accettato con l'investimento (Pellicelli, 2007c). La teoria della creazione di valore si basa sul riconoscimento di remunerazioni a chi conferisce capitale. Questo principio, da tempo comunemente accettato, era presente già negli scritti di Adamo Smith (1776) e Marshall (1947) e in seguito di vari altri autori.

Per gestire l'impresa con l'obiettivo della creazione di valore per gli azionisti occorre definire quali siano le fonti del valore. Partendo dall'equazione:

$$\text{Shareholder value} = \text{Valore dell'impresa} - \text{Valore dei debiti}$$

Rappaport (1998) individua cinque "value drivers" finanziari fondamentali:

- 1) capitale investito nell'impresa,
- 2) rendimento del capitale ottenuto,
- 3) ritmo di crescita del capitale investito,
- 4) costo medio ponderato del capitale (WACC),
- 5) durata del vantaggio competitivo.

L'impresa crea valore quando l'investimento produce un rendimento superiore a quello che l'investitore potrebbe ottenere da un investimento alternativo di pari rischio, cioè se consegue un "performance spread" positivo tra il rendimento del capitale effettivamente ottenuto e quello atteso dagli investitori (WACC). La creazione di valore dipende anche dall'ammontare del capitale iniziale investito e dalla durata del vantaggio competitivo rispetto ai rivali (Arnold e Davies, 2000; Mella e Pellicelli, 2008, Pellicelli, 2016, 2007a; Porter, 1996; Rappaport, 1998).

Arnold e Davies (2000) propongono il pentagono delle azioni (Figura 1) con cui l'impresa crea valore: 1) aumentare il rendimento ottenuto dal capitale investito; 2) investire altro capitale nelle attività che danno un rendimento superiore a quello atteso dagli investitori; 3) abbandonare (disinvestire) le attività che danno un rendimento inferiore a quello atteso ed investe il capitale ottenuto in attività con un rendimento che supera quello atteso dagli investitori; 4) prolungare il periodo di tempo in cui il rendimento ottenuto è superiore a quello atteso; 5) ridurre il costo del capitale.

Le società di consulenza hanno avuto un ruolo importante nella diffusione del VBM, nel tradurre in pratica e nel portare tra le tecniche del management principi di finanza esistenti da tempo (Carter e Conwey, 2000). I metodi principali adottati nel Value Based Management per

misurare la creazione di valore sono stati in effetti elaborati da società di consulenza, così come evidenziato in Tabella 1. Tuttavia, è importante 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 CFROI. Gestire per creare valore nasce con le scelte strategiche e finisce con i risultati finanziari. Il management ha la responsabilità di legare la strategia a tali risultati.



Fig. 1 – Il pentagono della creazione di valore (Fonte: adattato da Arnold e Davies, 2000, p. 23).

3 - Evoluzione in tre stadi

Morin e Jarrel (2001) distinguono tre fasi di evoluzione del Value Based Management.

Fase 1) *Pura finanza*. A metà anni '80, VBM era basato quasi esclusivamente su analisi e valutazioni di tipo finanziario. Era la fase dei raiders. Essi confrontavano il valore dato ad un'impresa dal mercato azionario con ciò che avrebbero potuto ottenere dopo una ristrutturazione (taglio dei costi, smembramenti, cessioni di business unit in perdita, investimenti nelle business unit con il maggior potenziale). In pratica stimavano il valore attuale di futuri cash flows scontati ad un tasso che rifletteva il rischio che avrebbero corso con l'acquisto. I vantaggi del Value Based Management erano notevoli, ma di breve durata. Dopo la ristrutturazione raramente VBM rappresentava un metodo consolidato di gestione ed entrava a far parte della "cultura" dell'impresa.

Fase 2) *Dalla finanza alla strategia*. In una seconda fase i principi del VBM sono stati estesi alla valutazione delle strategie: "dal lato destro dello stato patrimoniale al lato sinistro" per usare un'espressione di Morin e Jarrel (2001). Questa integrazione della finanza con l'analisi strategica non portava, tuttavia, ancora ad applicazioni del VBM nell'attività operativa secondo l'interpretazione più recente di questa tecnica.

Fase 3) *Integrazione*. Lo stadio attuale del VBM - secondo i suoi sostenitori - è un approccio integrato di analisi strategica, selezione delle strategie, allocazione delle risorse, incentivi al

management. Gli stessi sostenitori riconoscono però che poche imprese hanno raggiunto questo livello.

Metodi	Società di Consulenza che li utilizzano
• Cash flow return on investment	Boston Consulting Group, Holt Value
• (CFROI)	Associates, Braxton Associates
• Economic profit (EP)	Mc Kinsey, Marakon
• Economic value added (EVA)	Stern Stewart & Co.
• Market value added (MVA)	Stern Stewart & Co.
• Shareholder value added (SVA)	LEK/ Alcar
• Total business return (TBR)	Braxton Associates

Tabella 1 – I metodi elaborati da alcune società di consulenza per la misura della creazione di valore (Fonte: adattamento da Davies, 2000).

La logica del VBM è al centro di contrasti e contrappone due interpretazioni.

1 – Secondo l'interpretazione detta della "*economic view*", il mercato azionario quantifica il valore di mercato alle azioni quale valore attuale dei cash flows attesi scontati ad un tasso che riflette il rischio secondo la percezione dell'investitore.

2 – Ciò contrasta con l'interpretazione della "*accounting view*" secondo la quale il management, gli analisti e gli investitori valutano le azioni, e quindi l'impresa, principalmente sulla base degli utili di bilancio in rapporto al valore nominale dell'azione (EPS: Earnings per share).

Morin e Jarrel (2001) fanno notare che gestire secondo i principi del VBM è un compito assai difficile. In un'economia basata sulla competizione, se un'impresa crea valore, e non esistono barriere all'entrata di nuove imprese, i suoi vantaggi competitivi sono presto imitati ed i profitti presto o tardi si riducono e finiscono con l'annullarsi. Anche se l'impresa riesce ad alzare barriere la sua posizione di forza è destinata ad indebolirsi.

Esiste anche un'altra spinta che agisce in modo inesorabile sul valore delle azioni: poichè il mercato azionario "sconta" i risultati positivi e li incorpora nel prezzo delle azioni, l'impresa deve continuamente creare nuovo valore.

4 - Quattro motivi per adottare VBM

Vari fattori dell'ambiente spingono il management ad adottare il VBM. In particolare, per avere successo, l'impresa deve produrre performance elevate in quattro "mercati":

1) *Prodotti e servizi*. Il ciclo di vita utile dei prodotti si accorcia costantemente. La competizione è crescente. Nuovi concorrenti entrano nel mercato con prodotti nuovi e nuovi processi. Le nuove tecnologie dell'informazione hanno dato al potenziale cliente maggiore potere di scelta (più informazioni e più rapidamente). Per mantenere uno spread (tra "economic profit" e costo del capitale) il management deve costantemente individuare opportunità che diano prezzi più alti dei costi; deve dare risultati, deve prendere le migliori decisioni.

2) *Controllo delle imprese* (acquisizioni). In una economia in cui le imprese siano “contendibili” (possono cambiare proprietari) gli azionisti/investitori che non chiedono creazione di valore sono sostituiti da quelli che invece la considerano obiettivo principale. I “raiders” individuano le imprese che pur avendo un potenziale positivo distruggono valore o non lo creano in misura adeguata. Incorporazioni, scalate ostili, ristrutturazioni, smembramenti e vendita di parti sono frequenti nella storia recente. Si giunge a suggerire che il management dovrebbe guardare alla propria impresa con le stesse prospettive di un “raider”.

3) *Capitali*. Non meno intensa è la pressione che viene dal mercato dei capitali. I grandi investitori (banche, fondi, assicurazioni) intervengono sempre più frequentemente per chiedere sostituzioni del management o dei consigli di amministrazione. La “rivolta” degli azionisti degli ultimi anni è un'altra dimostrazione di questa tendenza. Di fronte ad opportunità di investimento sempre più numerose crescono le attese degli investitori.

4) *Lavoro* (management skills). *Management*. Il successo di un'impresa dipende dalla qualità del management. I migliori sono attratti dalle imprese che creano valore, che danno opportunità di avanzamenti di carriera e danno compensi più alti. Si avvia così un “circolo virtuoso”.

5 - Due livelli di analisi

La letteratura in tema di realizzazione del VBM segue due orientamenti principali: quello strategico e quello operativo. Il primo mette in evidenza che il Value Based Management ha una *forza unificante*, contribuisce a formare una nuova cultura. Nella sostanza però questo orientamento della letteratura tratta il VBM come un grande progetto, cercando di evidenziare quali siano le fasi principali, quali i *fattori di successo* e quali *resistenze* si incontrino nell'avviare un cambiamento. Molte di queste considerazioni sono applicabili a qualsiasi progetto che mira a cambiare la struttura organizzativa, la cultura, i sistemi di procedura avendo come meta l'affermazione di nuovi principi incentrati sulla creazione di valore come obiettivo primo dell'impresa.

Mentre il primo orientamento resta a livello di strategia, strutture organizzative e cultura del cambiamento, quello operativo cala i principi nella gestione corrente (Pellicelli, 2005b). Questa letteratura nella sostanza non innova ma ripresenta vecchi strumenti di gestione (WACC ad esempio) e vecchi indicatori (come i *key performance indicators*), dando ad essi l'obiettivo del cash flow che invece dell'utile di esercizio.

Esaminiamo dapprima l'orientamento strategico.

6 - VBM: la forza unificante della strategia e della cultura

Un primo gruppo di autori mette in evidenza come VBM sia un potente strumento per unificare gli obiettivi delle varie funzioni dell'impresa che spesso tendono a divergere ed inevitabilmente entrano in conflitto tra loro.

Knight (1998) ad esempio divide le attività del management in cinque livelli principali: obiettivi, strategie, misure, processi e decisioni operative. In ciascuno di questi livelli il valore può essere creato o distrutto. Affinché sia creato occorre siano radicati alcuni principi.

- 1) Il management deve essere convinto che l'obiettivo primo dell'impresa è la creazione di valore.
- 2) Deve sviluppare strategie per raggiungere l'obiettivo della creazione di valore.
- 3) 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 VBM è nei processi di gestione. 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. Il VBM 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, tra obiettivi delle varie funzioni dell'impresa.

Cornelius e Davis (1997) propongono due azioni per introdurre VBM nella gestione (Figura 2).



Fig. 2 – Prima azione: verso uno schema di riferimento (Fonte: adattato da Cornelius e Davies, 1997, p. 62).

La prima mira a costruire uno schema di riferimento per obiettivi, cultura e struttura organizzativa:

a) *Obiettivi*. La creazione di valore è l'obiettivo primario. Sono noti i "value drivers" che orientano le scelte e le "value metrics".

b) *Cultura organizzativa*. Affinché VBM sia efficace, occorre che i suoi principi siano accettati dai collaboratori di ogni livello e siano la spinta delle loro motivazioni. Cambiare la cultura ed i criteri di decisione non è facile soprattutto se i nuovi valori sono molto lontani da quelli precedenti.

c) *Struttura organizzativa*. Autorità e responsabilità della creazione di valore devono essere chiaramente definite nella struttura organizzativa. Ciò è particolarmente importante nelle strutture articolate per divisioni e per business units.

La seconda ha come obiettivo lo sviluppo di un sistema integrato di pianificazione strategica, allocazione delle risorse, misura delle performance ed incentivi al management.

Mc Taggart, Kontes e Mankins (1994) hanno trattato ampiamente la distinzione tra responsabilità del corporate e responsabilità delle business units nella creazione di valore. Il corporate deve gestire un portafoglio di business units attraverso strutture organizzative, processi e sistemi che spingano verso la creazione di valore. Deve inoltre allocare le risorse alle varie business units e coordinare le loro strategie verso il raggiungimento degli obiettivi di ciascuna dell'intero gruppo. Il management delle singole business units ha la responsabilità di sviluppare le strategie che creano valore ed utilizzare le risorse con la maggiore efficienza ed efficacia possibili.

Esaminiamo in breve le fasi del secondo stadio proposto da Cornelius e Davies (1997), indicate nella Figura 3. Su ciascuna fase del sistema integrato esiste una vastissima letteratura,

in gran parte prodotta dalle società di consulenza. Ritengo, comunque, importante qualche sintetica osservazione.

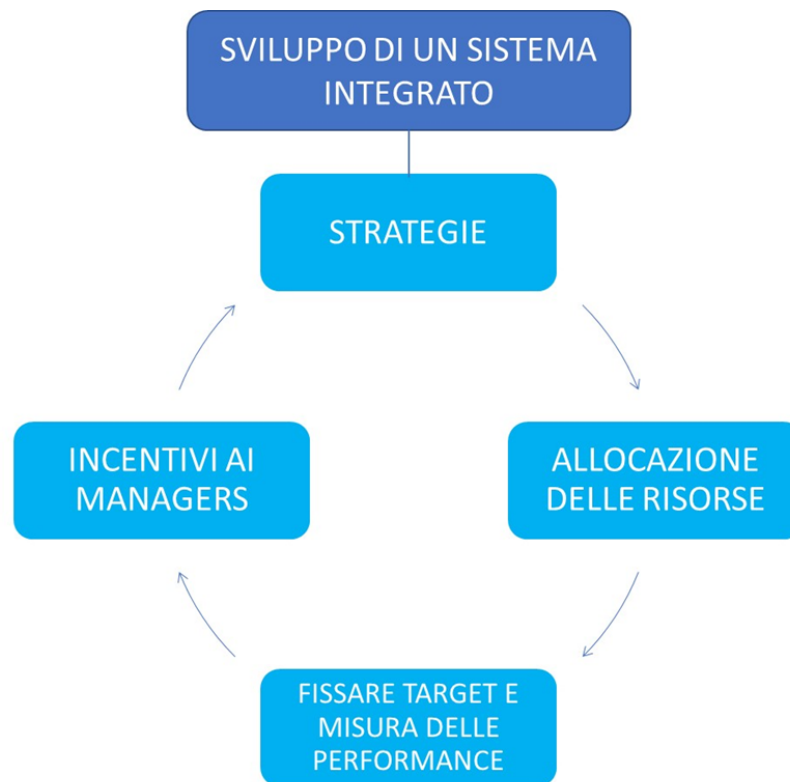


Fig. 3 – Seconda azione: verso un sistema integrato (Fonte: adattato da Cornelius e Davies, 1997, p. 62).

Fase 1 – *Scelta delle strategie*. E' la fase più importante. Evidentemente non basta enunciare obiettivi e principi. Occorre anzitutto capire il business, conoscere i "financial drivers" del business e costruire vantaggi competitivi sostenibili a lungo. La qualità dell'informazione è vitale. Senza misure affidabili anche le idee migliori hanno difficoltà a tradursi in risultati.

Fase 2 – *Allocazione delle risorse*. Dopo aver individuato le strategie occorre allocare le risorse necessarie. In un portafoglio di business units occorre destinare risorse a quelle che generano valore e disinvestire da quelle che distruggono valore.

Fase 3 – *Targeting e misura delle performance*. Per realizzare le strategie occorre definire gli obiettivi per ogni livello dell'organizzazione (targeting) e disporre di un sistema di misure per controllare se ed in che misura gli obiettivi sono raggiunti. In questo caso la scelta delle misure rappresenta uno scoglio. Per controllare sono necessarie misure di breve periodo, ma queste difficilmente collimano con i "financial drivers" e quindi con la creazione di valore.

Fase 4 – *Incentivi al management*. Il passo successivo consiste nell'agire sulle motivazioni che guidano il comportamento del management. L'obiettivo è far in modo che le decisioni del management siano in linea con le attese degli azionisti. Questo punto è particolarmente controverso quando si passa dai principi alla realizzazione pratica. E' certo che legare i risultati alla remunerazione induce a prendere in serio esame VBM ed il suo potenziale. E' anche certo, però, che se gli obiettivi non sono condivisi il legame con la remunerazione può alienare ulteriormente i consensi.

7 - VBM come progetto

Introdurre il VBM è come avviare un progetto di grande respiro secondo regole note: definire chiaramente e con precisione gli obiettivi che si vogliono raggiungere; verificare le capacità dell'organizzazione di avviare un cambiamento; individuare e rimuovere gli ostacoli; stimare le risorse necessarie; definire i criteri per valutare i risultati (Casalegno et al., 2017, 2012, 2009a, 2009b; Pellicelli, 2005a).

Nel caso specifico del VBM, per aumentare le possibilità di successo occorre adottare alcuni principi.

1 – *Impegno dei vertici*. Senza il sostegno chiaro dei vertici dell'organizzazione un progetto tanto articolato quanto il Value Based Management difficilmente ha successo. Non bisogna dimenticare che VBM è strettamente connesso con la scelta delle strategie prima che con i processi di gestione. La scelta delle strategie indica come il management deve costruire i vantaggi competitivi sui rivali. I risultati finanziari migliori possono essere raggiunti attraverso il vantaggio competitivo (Porter, 1996) mediante una strategia vincente fondata sui costi o sulla qualità (Mella, 2018). I vantaggi sostenibili a lungo sono la fonte del valore dell'impresa.

2 – *Allineare con gli obiettivi generali*. Come VBM contribuisce a raggiungere gli obiettivi generali dell'impresa? Come sostiene la scelta delle strategie, l'allocazione delle risorse e la misura dei risultati? Il management deve essere convinto che la creazione di valore è l'obiettivo primo e che il Value Based Management è lo strumento per raggiungerlo. VBM, attraverso l'individuazione dei "value drivers", fissa in pratica gli obiettivi per ciascun livello dell'organizzazione.

3 – *Realizzazione modulare*. VBM ha un'articolazione molto ampia, agisce su tutte le funzioni e su tutti i livelli dell'organizzazione. Richiede necessariamente tempo, in genere due-tre anni per essere realizzato. Una tecnica usata per qualsiasi progetto molto articolato e complesso consiste nel dividerlo in moduli che possono avanzare anche in tempi diversi ed essere in una prima fase relativamente indipendenti.

4 – *Risorse adeguate*. VBM richiede risorse cospicue sia finanziarie che umane. Una regola è non avviare il progetto se non si hanno le risorse necessarie. Il rischio è di cominciare sotto la spinta di fatti rilevanti (una crisi, la "rivolta" degli azionisti, aspirazioni del management per remunerazioni più alte) per poi rallentare perché le risorse non sono adeguate. In queste condizioni la qualità del risultato peggiora e peggiora anche l'immagine del progetto all'interno dell'organizzazione.

5 – *Recettività al cambiamento*. La cultura dell'organizzazione ed in particolare la capacità di accettare il cambiamento è un elemento da tenere in particolare considerazione. Ogni struttura organizzativa è diversa dalle altre. Un piano di VBM valido per una struttura non è detto sia valido per un'altra. Alcune sono aperte al cambiamento e chiedono di conoscere ed interpretare ogni nuova proposta. Altre resistono e pongono ostacoli difficili da sormontare. Un piano di formazione è indispensabile per convincere che creare valore per gli azionisti non va a detrimento degli interessi di altri stakeholder (tra i quali il management stesso) e per illustrare come si intende procedere.

6 – *Comunicazione*. Per calare i principi del VBM nell'intera organizzazione occorre una campagna di comunicazione. Alcuni concetti sono complessi e se non sono adeguatamente compresi il messaggio va perduto. La comunicazione è diversa a seconda dei livelli dell'organizzazione.

7 – Per quanto riguarda i vertici dell'organizzazione non si può parlare a rigore di comunicazione. Qui infatti sono prese le decisioni più importanti, tra le quali le misure delle

performance e gli incentivi. Più che di comunicazione si dovrebbe parlare di coinvolgimento. Un programma di Value Based Management ha successo soltanto se i vertici credono nel VBM.

8 – Dopo aver deciso le linee generali del VBM, occorre presentare il programma ai livelli più alti delle business units. È determinante ottenere l'appoggio di costoro. Soltanto se condividono la logica del VBM ed in particolare le misure dei risultati il programma può procedere.

9 – Il *processo di informazione* diventa più diffuso quando si passa agli altri livelli dell'organizzazione. Gli strumenti della comunicazione sono seminari, workshops, multimedia, programmi computer based. Lo scopo è integrare VBM nella cultura dell'organizzazione.

10 – Un *metodo per valutare lo stato di avanzamento* ed il *successo* della campagna di comunicazione consiste nel verificare tre aspetti. Il primo è chiedersi se l'organizzazione condivide la necessità di cambiare e quali sono i potenziali vantaggi del VBM. Il secondo consiste nel domandarsi se le tecniche del VBM sono state comprese ed anch'esse condivise. Il terzo, infine, consiste nel verificare se è radicato l'impegno di riuscire nel programma di introduzione del VBM.

8 - VBM nella gestione operativa

La Figura 4 illustra il progetto del Value Based Management in cui i principi della creazione di valore sono "calati" nella gestione operativa. Le strategie sono la risultante di scelte che riguardano i processi, la gestione delle risorse umane, la finanza e le relazioni con i clienti (parte superiore del grafico). La *Balanced scorecard* è lo strumento usato per coordinare le varie scelte. Le "*value metrics*" maggiormente usate per la misura della creazione di valore sono il *Total shareholder return* (TSR) e il *Total business return* (TBR) per il corporate ed EVA per le business unit (Ashworth e James, 2001; Pellicelli, 2007a).

La figura evidenzia i quattro "value drivers" adottati da Unilever sono: margine di profitto, volumi, capitale circolante ed attività fisse. Gli indicatori chiave delle performance sono indicati nella parte inferiore del grafico: prezzo di vendita e costi per il "value driver" margine di profitto; quote di mercato e sviluppo di mercato per il "value driver" volumi; rotazione delle scorte, giorni creditori e giorni debitori per il "value driver" capitale circolante; utilizzo ed investimenti per il "value driver" attività fisse. E' evidente come gli indicatori dei "value driver" siano strumenti ben noti.

9 - Conclusioni

Il VBM rappresenta un progresso indiscutibile a livello di strategie, strutture organizzative e gestione del cambiamento. VBM ha un'evidente forza unificante. Quando, tuttavia, si passa alla sua realizzazione pratica, VBM ripropone in veste rinnovata regole di gestione ben note.

Essendo stato proposto dalle società di consulenza, sempre alla ricerca di innovazioni per attrarre nuova domanda, ha legato il suo destino ad un ciclo di vita come qualsiasi altro prodotto. Il boom dei mercati azionari di fine anni '90 ha creato valore per gli azionisti, ha dato un forte incentivo al management remunerato con *stock options* ed ha dato risposte anche alle attese degli altri stakeholder (Copeland et al, 2000; Damodaran, 2012).

Tuttavia, quando i mercati azionari hanno invertito la tendenza, il Value Based Management non è riuscito a contrastare la distruzione di valore, la chiusura di impianti, il fallimento di intere imprese e i licenziamenti. In questa fase si è assistito alla "rivolta degli azionisti", il management è spesso accusato di incapacità, modelli di sviluppo economico (come quelli scandinavi) basati sulla solidarietà tra stakeholder sono nuovamente indicati come obiettivi da raggiungere (Davies, 2017; Koller, 2015; Pellicelli 2005b, 2007a; 2007b; 2007c).

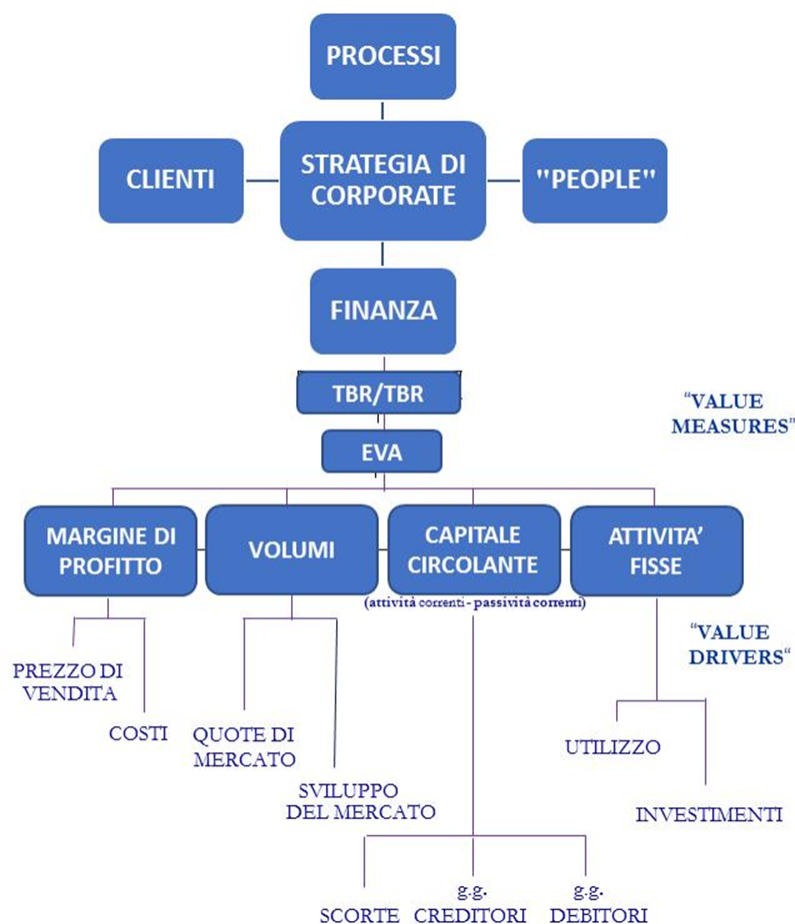


Fig. 4 - La struttura del value based management (Fonte: adattato da Ashworth e James, 2001, p. 68).

Sono stati messi in discussione i principi sui quali VBM si basa e in particolare l'obiettivo della massimizzazione del valore per gli azionisti. L'attrattività del VBM è stata così ridimensionata.

Recentemente, in parte anche a causa delle difficoltà incontrate durante la crisi dei mercati azionari, gli obiettivi delle imprese sono stati sempre più orientati verso interessi sociali, ambientali e di sostenibilità rispetto al passato (Mella, Gazzola, 2006, 2015; Gazzola, Pellicelli, 2010; Pellicelli, 2007a). Di fronte alla distruzione di valore, da più parti è stata invocata la responsabilità sociale dell'impresa (si veda ad esempio: Carroll 2004, 2008; Carroll, Shabana, 2010; Garriga, Melé, 2004; Gazzola, Pellicelli, 2010; Godfrey, Hatch, 2007; Hillman, Keim, 2001; Mella, 2014; Mella, Gazzola, 2004; Porter, Kramer, 2006, 2011) ed è stata chiesta a gran voce una maggiore attenzione da parte delle autorità economiche sull'operato del management.

È convinimento diffuso che la creazione di valore non possa essere il primo obiettivo dell'impresa. Non possono essere ignorati gli interessi degli altri stakeholder. Il problema è come trovare un equilibrio tra i vari interessi senza minare la capacità dell'impresa di attrarre risorse di capitale e risorse umane professionalmente preparate (Pellicelli, 2007c).

Un contributo è stato dato con l'introduzione di regole da parte delle autorità economiche e dall'introduzione di principi contabili generalmente accettati. La rendicontazione integrata che attesti, oltre ai dati economico-finanziari, l'impegno sociale e ambientale ha trovato ampia diffusione come prassi consolidata, in particolare per le imprese quotate sui mercati azionari.

Alcuni studi recenti evidenziano come la co-creazione e la sinergia tra i diversi stakeholders siano strumenti indispensabili per espandere creazione di valore e vantaggio competitivo sostenibile:

Co-creation is the process by which products, services, and experiences are developed jointly by companies and their stakeholders, opening up a whole new world of value" ... "Co-creation is the most efficient and productive paradigm for any organization to strengthen its current practices, innovate new ones, and translate those practices into enduring value" (Ramaswamy, 2009, p.1, p.10); "the value creation process centers on individuals and their co-creation experiences" .. "co-creation experiences are the basis of value" (Prahalad, Ramaswamy, 2004, p. 14, p. 15).

The stakeholder synergy perspective extends stakeholder theory further into the strategy realm, and offers insights for realizing broader value creation that is more likely to produce sustainable competitive advantage" (Tantalo e Priem, 2014, p. 1).

Responsabilità sociale e sviluppo sostenibile, per garantire condizioni di vita accettabili alle generazioni future, sono considerati obiettivi sempre più importanti e imprescindibili dello strategic management.

"By integrating CSR into the corporate strategy and stakeholder management, organizations can ensure that the increasing of shareholder value" (Gazzola, Colombo, 2014).

In the case of an integration of sustainable development into the strategic planning of a company, sustainability aspects have to be taken into account in the analysis of external developments and internal strengths and weaknesses. A sustainability strategy integrates the social and environmental dimension into the strategic management process of a company" (Baumgartner, 2014; Baumgartner e Ebner, 2010).

Per le imprese di alcuni settori, e in particolare quelle in cui la creazione di valore è sempre stata considerata il fulcro dell'attività aziendale, potrebbe così divenire di crescente importanza il raggiungimento di un maggiore equilibrio tra i diversi obiettivi aziendali.

9 - References

- Arnold G. and Davies M. (2000). *Value-based Management: Context and Application*, John Wiley & Sons.
- Ashworth G. and James P. (2001). Value based management. Delivering superior shareholder value, *Financial Times*, Prentice Hall.
- Baumgartner R. J. (2014). Managing corporate sustainability and CSR: A conceptual framework combining values, strategies and instruments contributing to sustainable development. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 21(5), pp. 258-271.
- Baumgartner R. J. and Ebner D. (2010). Corporate sustainability strategies: Sustainability profiles and maturity levels. *Sustainable Development*, 18(2), pp. 76-89.
- Carter R. and Conway S. (2000). *A manifesto for corporate myopia*. In Arnold G., Davies M., Value-based Management: Context and Application, John Wiley & Sons.
- Casalegno C., Cerruti E. and Pellicelli M. (2009a). Human Resource Management as Value Creation Lever in Leisure Sector. An Empirical Analysis from Italian Firms. *Annamalai International Journal of Business Studies and Research*, vol. 1, pp. 60-75.
- Casalegno C., Cerruti E. and Pellicelli M. (2009b). Measuring People Management and Shareholder Value Creation Relationship. An Empirical Approach from Italian Firms, *Economia Aziendale 2000 Online*, 1, pp. 1-35.
- Casalegno C., Civera C. and Pellicelli M. (2012). Social Values and Ethics for Communicating the Corporate Identity, *Chinese Business Review*, vol. 11, pp. 656-671.
- Casalegno C., Pellicelli M. and Civera C. (2017). CSR and human capital as levers for enhancing shareholder value creation. An early investigation of the largest European companies, *International Journal Global Business and Economics Review*, 19(4). pp. 448-467.

- Carroll A. B. (2004). Managing ethically with global stakeholders: A present and future challenge, *Academy of Management Perspectives*, 18(2), pp. 114-120.
- Carroll A. B. (2008). A history of corporate social responsibility: Concepts and practices, *The Oxford handbook of corporate social responsibility*, pp. 19-46.
- Carroll A. B. and Shabana, K.M. (2010). The business case for corporate social responsibility: A review of concepts, research and practice, *International Journal of Management Reviews*, 12(1), pp. 85-105.
- Copeland T. and Koller T. and Murrin J. (2000). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, 3rd ed, John Wiley & Sons.
- Cornelius I. and Davies M. (1997). Shareholder Value, *Financial Times*, Pearson Professional.
- Damodaran A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of any Asset*, University Edition, Wiley Finance.
- Davies M., *Value-based Management in Practice: A critical Review*, in Arnold G., Davies M. (2000). *Value-based Management: Context and Application*, John Wiley & Sons.
- Davies M. (2017). *Infinite Value: Accelerating Profitable Growth Through Value-Based Selling*, Bloomsbury Publishing.
- Gazzola P. and Colombo G. (2014). CSR integration into the corporate strategy. *Cross-Cultural Management Journal*, 16(2), pp. 331-338.
- Gazzola P. and Pellicelli M. (2010). The corporate responsibility report between private interest and collective welfare, *Economia Aziendale Online*, 1(1), pp. 139-150.
- Garriga E. and Melé D. (2004). Corporate social responsibility theories: Mapping the territory, *Journal of Business Ethics*, 53(1-2), pp. 51-71.
- Godfrey P. C and, Hatch N. W. (2007). Researching corporate social responsibility: An agenda for the 21st century, *Journal of Business Ethics*, 70(1), pp. 87-98.
- Hillman A. J. and Keim G. D. (2001). Shareholder value, stakeholder management, and social issues: what's the bottom line? *Strategic Management Journal*, 22(2), pp. 125-139.
- Koller T., Goedhart M. and Wessels D. (2015). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, Mc Kinsey & Company.
- Knight J. A. (1998). *Value Based Management. Developing a Systematic Approach to Creating Shareholder Value*, Mc Graw-Hill.
- Marshall A. (1947). *Principles of Economics*, 8th ed., MacMillan, New York.
- Mc Taggart J.M., Kontes P.W. and Mankins M.C. (1994), *The Value Imperative, Managing for superior shareholder returns*, The Free Press.
- Mella P. (1992). *Economia aziendale*, UTET, Torino.
- Mella P. (2014). *The Magic Ring: Systems Thinking Approach to Control Systems*, Springer. New York, Dordrecht, London.
- Mella P.(2018). Quality a Key Value Driver in Value Based Management. *Economia Aziendale Online*, 9(4) pp. pp. 439-462.
- Mella P. and Gazzola P. (2004). From values to "value" - From the creation of the value of firms to sustainable growth, *Economia Aziendale 2000 Online*, 3, pp. 1- 18.
- Mella P. and Gazzola P. (2006). Corporate Performance and Corporate Social Responsibility (CSR). A necessary choice? *Economia Aziendale 2000 Online*, 3, pp.1- 22.
- Mella P. and Gazzola P. (2015). Ethics builds reputation, *International Journal of markets and Business Systems*, 1(1), pp. 38-52.
- Mella P. and Pellicelli M. (2008). The origin of value based management: Five interpretative models of an unavoidable evolution, *International Journal of Knowledge, Culture and Change Management*, 8(1), pp. 23-32.
- Morin R. and Jarrel S. (2001). *Driving Shareholder Value*, McGraw-Hill.
- Pellicelli M. (2005a). Value Based Management: the managerial approach that changes the organizations' culture, *International Journal of Knowledge, Culture and Change Management*, 5(5), pp. 49-58.
- Pellicelli M. (2005b). Value based management: ottima teoria, difficile pratica, *Budget*, vol. 44, pp. 50-62.
- Pellicelli, M. (2007a). *Creazione di valore e Value Based Management*, Giappichelli, Turin.
- Pellicelli M. (2007b). Light and shadow on value based management, *International Journal of Knowledge, Culture and Change Management*, VI, pp. 1-10.
- Pellicelli M. (2007c). *Shareholder value theory*. In: AA.VV., *Creazione di valore, corporate governance e informativa societaria*, Giuffrè, Milano, pp. 183-203.

- Pellicelli M. (2008). The methods for measuring corporate value: an analysis of the pharmaceutical industry, *International Journal of Knowledge, Culture and Change Management*, VII, pp. 39-48.
- Pellicelli M. (2016). Dall'Impresa Padronale al Value Based Management. Sei Modelli Interpretativi di un'Inevitabile Evoluzione, *Economia Aziendale Online*, 7(1), pp. 43-60.
- Porter M. E. (1996). What is Strategy, *Harvard Business Review*, 74(6), pp. 61-78.
- Porter M. E. and Kramer, M. R. (2006). Strategy and society: the link between corporate social responsibility and competitive advantage. *Harvard business review*, 84(12), pp. 78-92.
- Porter M. E. and Kramer M. R. (2011). The big idea: Creating shared value, *Harvard Business Review*, 89(1-2), pp. 1-17.
- Prahalad C. K. and Ramaswamy V. (2004). Co-creation experiences: The next practice in value creation, *Journal of interactive marketing*, 18(3), pp. 5-14.
- Ramaswamy V. (2009). Co-creation of value—towards an expanded paradigm of value creation. *Marketing Review St. Gallen*, 26(6), pp. 11-17.
- Rappaport A. (1998). *Creating Shareholder Value*, 2nd ed, The Free Press.
- Sousa Filho J. M .D., Wanderley L. S. O., Gómez C. P. and Farache F. (2010). Strategic corporate social responsibility management for competitive advantage, *Brazilian Administration Review*, 7(3), pp. 294-309.
- Serven L (1998). *Value planning. The New Approach to Building Value Every Day*, John Wiley & Sons, New York.
- Smith A. (1776). *The Wealth of Nations*, riprodotto da J.M. DENT, Londra, 1910.
- Tantalo C. and Priem R. L. (2016). Value creation through stakeholder synergy. *Strategic Management Journal*, 37(2), pp. 314-329.