

di Marino Lizza

Shareholder or stakeholder capitalism e la governance delle utilities

La recente crisi finanziaria ha posto all'attenzione della classe dirigente mondiale il tema della adeguatezza della tipologia di capitalismo che ha imperato negli scorsi decenni rispetto al modello di sviluppo che si intende perpetuare.

Il sistema economico occidentale è imperniato sull'impresa. La patologia è incorsa quando due dinamiche – una fisiologica ed una patologica – hanno cumulato i loro effetti: in alcuni mercati strategici i consumi hanno ampiamente superato i redditi disponibili e le logiche della finanza hanno determinato le regole del gioco, arrivando ad invadere quelle dell'imprenditorialità ed a fuorviare l'azione dei controllori, tramite l'impiego di strumenti finanziari utili a nascondere la dimensione della leva finanziaria che si stava producendo. Le prime riflessioni sull'onda del panico che si diffondeva nell'autunno del 2008 non sono state in grado di fornire un organico modello alternativo che rappresentasse la piattaforma concettuale a cui i *policy makers* mondiali potessero attingere per elaborare una risposta strutturale alla crisi.

L'azione dei governi è stata rapida e generalmente corposa, ma pienamente ancorata agli schemi di politica economica che avevano contribuito al cedimento del sistema. Così facendo si è evitato il tracollo, ma si è persa "l'occasione". L'occasione storica – e che si ripresenterà solo al prossimo "crack" – era quella di affrontare, in parallelo a quanto fatto, le vere cause della crisi.

L'azione condotta in tal senso è stata sin dall'inizio fragile, ed ha perso ul-

teriore capacità di impatto man mano che la paura si allontanava; la debolezza risiede tanto nella carenza di portata sistemica, quanto nella mancanza di uniformità di regole a livello mondiale. Nel campo della vigilanza e dei modelli finanziari internazionali ci si è limitati – per ora – ad un impegno dei Capi di Stato e di governo del G20 "a proseguire le iniziative di riforma della regolamentazione finanziaria internazionale", inclusi il "rafforzamento del quadro di regolamentazione ed il miglioramento del funzionamento dei mercati dei derivati over-the-counter"¹.

L'iniziativa del Presidente Obama, nei giorni in cui questa riflessione prende forma, va nella direzione di dare corpo a questi impegni. In Europa il tema non è posto con ugual forza nelle agende politiche e di governo, men che meno in Italia. Tale dicotomia potrebbe condurre ad un ulteriore elemento di discontinuità nel sistema di regole a livello internazionale. Due esempi su tutti. Mentre in Europa si ragiona di "Basilea 3" (la discussione è ancora in alto mare!), il sistema finanziario americano non ha regole comparabili con i principi contabili di "Basilea 2". Non è parimenti marginale che Europa e Stati Uniti concordino sulla definizione di "banche": se infatti l'Amministrazione americana tende a superare la distinzione tra Banche Commerciali ed Investment Bank, in quanto le annunciate restrizioni alle operazioni di trading si rivolgono indistintamente a tutti gli opera-

tori², in Europa il tema è ancora fortemente dibattuto³.

MJ I diversi modelli di capitalismo: gli azionisti al centro

Per quanto sopra, se non ci si può verosimilmente attendere a breve una risposta di politica economica ai temi posti, può essere utile tentare un ragionamento di tipo micro, limitato alle dinamiche delle imprese nel loro quotidiano. Azionisti e manager, anche in assenza di normative internazionali vincolanti, possono efficacemente assumersi l'onere di correggere le perniciose distorsioni che hanno condotto ad una crisi che aziende e lavoratori subiscono pesantemente.

Discutere intorno al modello di capitalismo partendo dal *fare impresa* significa mettere a fuoco il tema nodale: quale dovrebbe essere la missione primaria delle aziende? Qualche ipotesi alternativa:

- a) accrescere il valore dell'investimento dell'azionista;
- b) aumentare l'utile a fine esercizio;
- c) rafforzare la posizione competitiva sul mercato;
- d) contribuire alla crescita sana del

(2) "Volcker rule", discorso del Presidente degli USA Obama, 21 gennaio 2010.

(3) Report *Gruppo de Larosière*, raccomandazione n. 233: "(...) Se il sistema non evolve verso una netta separazione fra l'attività di mera banca commerciale (e alcune attività di investimento svolte per la clientela) e le banche che operano essenzialmente come fondi di investimento, allora il mondo si dirigerà verso una situazione più complessa in cui entrambe le attività saranno mischiate".

(1) Fonte: BANCA D'ITALIA, Relazione Annuale sul 2009, 31 maggio 2010.

modello economico e sociale di cui l'azienda si alimenta.

Non sfugge che optare per una o un'altra significa, in ultima analisi, privilegiare gli interessi diretti degli *shareholder* (azionisti), o di quelle degli *stakeholder*⁴ (i soggetti "portatori di interessi" nei confronti dell'impresa, come gli impiegati, clienti, fornitori, ma anche gruppi di interesse esterni).

Con la formula *shareholders capitalism* si intende un modello aziendale che mira essenzialmente ad accrescere il valore dell'investimento dell'azionista; questo obiettivo però viene conseguito in maniera molto diversificata, e ciò principalmente a seconda della tipologia di azionisti. In particolare, la condotta aziendale cambia radicalmente a seconda che la proprietà sia di matrice prevalentemente finanziaria, industriale o pubblica. Tale diversa natura dell'azionariato comporta conseguenze rilevanti sull'organizzazione aziendale, sulla relazione tra impresa e contesto esterno, sulle priorità del management, sull'orizzonte temporale medio degli scenari strategici. Partiamo dalla prima tipologia. Negli scorsi due decenni il rapporto tra finanza e tessuto produttivo e industriale ha subito un'evoluzione copernicana. Sostanzialmente si è consolidato un progressivo ingresso di operatori finanziari nel capitale di rischio delle grandi aziende, multinazionali e non, americane ed europee. Le grandi corporations statunitensi, britanniche, olandesi, svizzere, sono oggi largamente in mano ai grandi fondi pensione internazionali. I maggiori 300 fondi pensione mondiali nel 2006 avevano partecipazioni in portafoglio per 10.4 trilioni di US \$⁵.

Questo comporta aziende i cui vertici decisionali sono lontani e i cui interessi sono subordinati a logiche di sviluppo su scala globale. Due le conseguenze principali: per un verso i fallimenti di specifici progetti industria-

li sono valutati in termini di fisiologica "percentuale di insuccesso" degli impieghi di capitale; per altro verso i profitti sono reinvestiti principalmente sui mercati azionari, e non per ricapitalizzare l'azienda in caso di fabbisogno. Un investitore finanziario considera la proprietà del pacchetto di controllo di un'azienda alla stregua di tutti gli altri *asset* in portafoglio. Il suo mandato non è di garantire la competitività di lungo periodo dell'azienda controllata, ma è di investire al meglio il denaro affidatogli. È un investimento che rafforza, diversificandola, la strategia complessiva di allocazione di risorse finanziarie che è chiamato a gestire per farle fruttare al meglio. Evidentemente le dinamiche finanziarie sono condizionate da una volatilità non paragonabile ai trend del comparto industriale, conducendo ad un'ottica necessariamente di breve – o brevissimo – periodo. Tale condotta, legittimamente finalizzata ad assicurare un continuo flusso di dividendi per gli azionisti del fondo, non si fa carico delle esigenze dell'economia reale, in termini di accumulazione del capitale fisso, sviluppo tecnologico, occupazione. Non a caso i modelli di *Hedge Fund*, *Leverage Buyout* e *Private Equity* sono finiti sul banco degli imputati, a mio avviso frettolosamente ed indistintamente (tra loro ed al loro interno).

Cosa accade se il controllo del capitale societario è nelle mani di attori industriali?

Quando la proprietà di un'azienda è espressa da individui abituati a gestire processi produttivi, è il miglioramento della performance aziendale la leva per creare valore per gli azionisti. Ciò può essere conseguito attraverso vari modi: un mix di azioni tese a migliorare il rapporto tra costi e ricavi, una politica di focalizzazione sul "core business" e sull'*outsourcing* delle attività non strategiche, innovazione di prodotto/processo. Il denominatore comune è sempre la prospettiva di medio-lungo respiro, che non sacrifica la competitività a lungo termine sull'altare dei rientri a breve. Conseguentemente, i manager sono chiamati a gestire proces-

si produttivi che devono competere nel tempo, investendo su capitale e risorse umane, costruendo dinamiche che consentano di conseguire gli obiettivi senza esasperare i conflittuali interni all'azienda ed in seno alla filiera.

Per quanto sopra, azionisti industriali o finanziari qualificano in maniera molto diversa la condotta aziendale.

Lo schema è ancora un'altro se la proprietà è pubblica? Rinvio l'analisi dell'ultima tipologia di *shareholder* al paragrafo del "modello utilities".

MJ La teoria degli *stakeholder*

Il modello di business che pone al centro gli *stakeholder* comporta una grande innovazione, potenzialmente in grado di correggere alcune rilevanti alterazioni del sistema capitalistico (attenzione eccessiva ai ritorni a breve, sfruttamento indiscriminato delle risorse naturali, inquinamento ambientale, deterioramento dell'etica economica), senza mettere in discussione le fondamenta di un modello economico che ha consentito crescita, innovazione, miglioramento delle condizioni di vita.

Per affrontare correttamente il tema non si deve sfuggire da un assunto: l'azienda agisce essenzialmente sulla base delle direttive degli azionisti. Pertanto, la questione di un modello di capitalismo fondato sulla soddisfazione delle attese degli *shareholder* o degli *stakeholder* non si pone in termini di alternativa, ma si gioca sul campo della visione di cui la proprietà permea il fare impresa. Il timone resta sempre nelle mani degli azionisti, i quali virano la gestione aziendale nella convinzione che un particolare *modus operandi* sia più efficace per tutelare i loro interessi rispetto ad altri.

Sulla base di questa premessa, proviamo a ragionare intorno al modello dello *stakeholder capitalism*, evitando di cadere subito nell'equivoco secondo cui questa versione del capitalismo sia più etica. A mio avviso esiste una distinzione netta tra la *teoria degli stakeholder* e la responsabilità sociale d'impresa: con

(4) Letteralmente: avere posta in gioco (*stake*) nelle attività dell'impresa.

(5) Fonte: *Pensions & Investments/Watson Wyatt Global 300 survey*.

la prima si resta nell'ambito della convenienza, quale modello strumentale al raggiungimento della finalità imprenditoriale; con la seconda si attiva la dimensione etica del fare impresa, subordinando – o almeno ponendo in parallelo – gli interessi particolari dell'azionista a quelli collettivi. Concettualmente la responsabilità sociale d'impresa è un tema di cui tutti gli imprenditori dovrebbero farsi carico, a prescindere dall'ambito e dalla formula del business.

Gli *stakeholder* sono “qualsiasi gruppo o individuo che può avere un influsso o è influenzato dal raggiungimento dello scopo dell'organizzazione”⁶. Se ne individuano due sottogruppi: quelli “interni” (azionisti, management ed impiegati), e quelli “esterni” (fornitori, clienti, finanziatori, creditori, autorità pubbliche di governo e di regolazione, ma anche portatori di interessi diffusi, come i residenti di aree limitrofe all'azienda o gruppi di interesse locali).

È evidente come la globalizzazione e lo sviluppo delle reti ICT hanno esteso in maniera smisurata la portata di queste definizioni. Per fare alcuni esempi: tramite processi di outsourcing gli impiegati possono soffrire la concorrenza di risorse umane lontane migliaia di chilometri, le collettività locali subiscono la perdita di pezzi di economia del territorio in ragione della delocalizzazione delle produzioni, l'e-procurement spiazza i fornitori di prossimità. Conseguentemente, il modello sotto analisi è avulso da una dimensione geografica, e va correttamente incanalato sul terreno della tutela degli interessi di questi soggetti quale leva di sviluppo dell'azienda, ovunque essi siano.

La logica è quella di creare valore tramite un processo che, riallocando parte dei benefici economici sugli *stakeholder*, consente di mantenere alto il livello di competitività, ottimizzare la catena del valore esterna all'azienda, conseguire il pieno supporto dei lavoratori, allineare l'impresa con le *politics* pubbliche.

(6) *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, di Edward Freeman, 1984.

Paul Polman, capo della Unilever, la ben nota multinazionale operante nei beni di largo consumo, asserisce: “È facile essere un eroe di breve termine. È facile per me conseguire risultati straordinari nel medio termine”. Tuttavia “se mi focalizzo nel fare la cosa giusta che migliora la vita del cliente nel lungo periodo, i risultati economici arriveranno”. “Io non lavoro per gli azionisti, io lavoro per il consumatore, il cliente”⁷.

Tuttavia, perché sia tale, il modello di *stakeholder capitalism* deve avere un respiro ampio, ossia essere inclusivo della tutela di interessi di una gamma significativa dei soggetti indicati. Limitarsi al “customer oriented model” rischia di essere riduttivo, in quanto trattasi di una strategia di business che si tramuta principalmente in una specifica organizzazione aziendale che pone l'Area marketing quale settore cardine dell'azienda.

Vineet Nayar, capo della HCL Technologies, una multinazionale indiana dei servizi IT (secondo *Business Week* una delle venti aziende più influenti al mondo) pone le risorse umane al centro della creazione del valore: trasparenza dei processi di comunicazione ed informazione, assunzione di responsabilità reciproca tra management ed impiegati, decentralizzazione del processo decisionale, contribuiscono a creare cultura della fiducia e diffusione di spirito imprenditoriale. Il risultato è un processo di accelerazione endogena e continua che crea competitività per l'azienda⁸.

Il dibattito sullo *stakeholder capitalism* è ancora in atto. Il tema critico è quello di elaborare un modello aziendale in grado di farsi carico di una gamma di interessi, partendo dalla ponderazione del peso che i vari attori esterni ed interni esercitano sull'organizzazione. L'azione deve essere inoltre capace di assorbire la dinamicità del contesto, adattandosi tanto alle pressioni competitive del mercato mondiale quanto alle evoluzioni sociali.

(7) Intervista di Paul Polman al *Financial Times*, 4 aprile 2010.

(8) *Employees First, Customers Second*, di Vineet Nayar, 2010.

MJ Il “modello” utilities

In seno a questo ragionamento le utilities sono un caso degno di attenzione, in quanto la dicotomia tra *shareholder* e *stakeholder* si pone su di un piano diverso. L'azionariato di riferimento prevalentemente pubblico (nazionale o locale) e la particolare missione di servizio di interesse collettivo determinano un modello imprenditoriale diverso da quelli precedentemente descritti, con una cultura aziendale e risultati organizzativi che sono interessanti da leggere alla luce dei parametri di riferimento finora indagati.

Scattando un'istantanea che abbraccia il complesso delle utilities appare evidente come sia rilevante il peso esercitato sulle scelte aziendali da interessi di soggetti non azionisti: la qualità ed universalità dei servizi, il pieno rispetto delle regole delle concessioni, l'attenzione all'ambiente – per fare alcuni esempi – sono parametri critici dell'attuale modello di business di questo comparto, e non sfugge a nessuno come ciò possa comprimere sensibilmente i ritorni economici delle aziende.

Partendo da questa fotografia, si può sostenere che ci troviamo dinanzi ad un modello di business in cui gli azionisti non sono interessati al mero ritorno economico sugli investimenti, ma pongono fortemente l'accento della creazione di valore imprenditoriale sulla soddisfazione degli *stakeholder*. Tuttavia, il mondo delle utilities è talmente variegato che per mettere bene a fuoco il tema è necessario procedere all'analisi del modello di governance di queste aziende.

Innanzitutto va osservato che sono identificabili con chiarezza due tipi di azionisti: il Ministero del Tesoro, per le ex aziende di stato, e gli Enti locali, per le ex municipalizzate. Secondariamente, va considerata la reale dimensione imprenditoriale di queste aziende rispetto alla pressione competitiva di altri attori del mercato.

È interessante notare come quando l'azionista sia un Ente locale, il radicamento territoriale di queste impre-

se produca una fortissima pressione da parte degli *stakeholder*. È innegabile come in questo caso la *corporate governance* delle *local utilities* costituisca una leva fondamentale a disposizione degli Enti locali per rafforzare la loro capacità di governo. Il risultato è un rapporto diretto e solido tra Azionista-amministratore locale e top management aziendale. È il modello legislativo attuale a forzare il sistema verso questa direzione, principalmente in ragione tanto delle sovrapposizioni in capo all'Ente locale delle funzioni di proprietà, committenza, e controllo, quanto della brevità della catena di potere politico-amministrativo che conduce rapidamente al vertice dell'autorità locale.

Tale rapporto mette in crisi il ruolo del Consiglio di Amministrazione (CdA) quale organo di direzione aziendale, anche nella sua dimensione di sede di rappresentanza degli interessi dei diversi *stakeholder*. Il risultato è la consacrazione dell'azienda alla sua missione di strumento di welfare e di governo del territorio, quale scelta diretta e consapevole dell'azionista-amministratore locale. La soddisfazione degli interessi degli *stakeholder* interni ed esterni è sicuramente importante tanto quanto le dinamiche economico/finanziarie dell'azienda. La priorità di essere una realtà al servizio del territorio non è scardinata neanche quando si tratta di imprese quotate, benché il valore di borsa rappresenti un parametro di riferimento rilevante nella gestione aziendale.

Va tuttavia rilevato che se l'influenza è il potere di uno *stakeholder* di modificare le scelte di un'organizzazione, nel caso descritto la misura di tale potere, la bontà e la solidità del rapporto sono in larga parte indiretti e mediati dall'Ente locale, che facendosi interprete dei bisogni degli *stakeholder* esercita di conseguenza il suo potere di indirizzo.

Quando l'azionista è il governo nazionale la "presa" sull'azienda è sicuramente meno salda. Stante il rapporto fiduciario tra vertice aziendale e vertice del dicastero di competenza, l'au-

tonomia delle utilities nelle decisioni strategiche è ampia. Il sistema di governance è chiaramente improntato ad una logica di bilanciamento tra capacità operativa e regole di controllo e la composizione del CdA è tale da rispettare la sua funzione di rappresentanza dell'azionariato. Il risultato è una dimensione imprenditoriale più spinta, segnata da politiche aggressive di marketing ed apertura alle iniziative internazionali. Se l'azionista pubblico è interessato alla funzione strumentale di erogazione di un servizio strategico per il Paese, gli interessi degli investitori, per lo più istituzionali, sono accuratamente tutelati. La reale influenza degli *stakeholder* sulla condotta aziendale è limitata, e per lo più incanalata su logiche di comunicazione e trasparenza di una sana gestione aziendale.

MJ Conclusioni. Il difficile mestiere di azionista delle *utilities*

Il modello utilities non è univoco nella sua capacità di elaborare gli interessi degli *stakeholder*. Le *local utilities* rappresentano sicuramente, nelle loro esperienze più virtuose, un prototipo di capitalismo pubblico capace di combinare qualità del servizio e sostegno allo sviluppo del territorio. A soffrirne però è la dimensione imprenditoriale, la capacità di disegnare strategie di lungo periodo ed assumere rischi in grado di far fronte alla pressione competitiva che utilities nazionali e grandi Gruppi esteri hanno portato sui loro mercati di riferimento, un tempo blindati.

Le utilities nazionali, pur mantenendo una chiara missione pubblica, sono impostate su di un modello che pone l'azionista al centro, secondo cui l'attenzione al cittadino tiene ampiamente conto della sua dimensione di cliente-utente, in grado di optare all'interno del ventaglio di forniture alternative, realtà conseguente alle recenti politiche di liberalizzazione di molti settori del comparto.

Per quanto sopra, il ragionamento si sposta sul "mestiere di azionista", un mestiere poco definito e la cui portata è sovente sintetizzata nei momenti topici della vita aziendale, quale la nomina dei vertici e l'approvazione degli atti di straordinaria amministrazione. Se è corretto attendersi che la proprietà sia scissa dalla gestione d'impresa, è altrettanto auspicabile che gli azionisti svolgano un consapevole e costante ruolo di indirizzo e controllo delle attività del management. Non basta la managerializzazione delle aziende per assicurare una buona imprenditorialità. Nelle utilities, soprattutto locali, il mestiere di azionista è difficile: proprietario, controllore e "beneficiario". Il salto di qualità deve essere sia culturale, rinunciando alla tentazione di ridurre le utilities a "*longa manus*" del potere pubblico, sia gestionale, dotando le amministrazioni – locali e nazionali – di centrali di controllo ed indirizzo definite ed autorevoli.

Un'ultima riflessione. Lo *stakeholder capitalism* si basa anche sul senso di responsabilità degli *stakeholder* stessi. Il rischio è l'effetto "Vaso di Pandora", scivolando su dinamiche di contrapposizione tra interessi di parte, esigendo che le aziende se ne facciano carico. Un esempio su tutti: la finanziarizzazione dell'economia è una realtà culturale diffusa. Invito il lettore a fare un test: si provi a digitare le parole "investimento" o "rendimento" su di un qualsiasi motore di ricerca web, e si scoprirà che la risposta fornita dalla rete sarà "borsistica": come far rendere i soldi sui mercati di borsa! Tutto ciò con buona pace delle visioni per cui il denaro serve a finanziare produzione ed investimenti⁹. Partendo dall'assunto che Internet fornisce le informazioni selezionandole in base a parametri di significatività ed attrattività, è evidente che l'audience mondiale... vuol fare soldi sui mercati di borsa, curandosi poco degli interessi dei terzi!

(9) John Maynard Keynes, *Teoria Generale*, 1936.