



UNIVERSITÀ
DEGLI STUDI
DI PADOVA

Università degli Studi di Padova

Dipartimento di Scienze Storiche, Geografiche e dell'Antichità

Corso di Laurea Magistrale in Scienze Storiche

Dal capitalismo manageriale alla finanziarizzazione: il caso
Nestlé S.A. nell'era neo-liberale (1970-2025)

Relatore:

Ch.mo Prof. Marco Bertilorenzi

Laureando:

Matteo Bernard

Matricola: 2130878

ANNO ACCADEMICO 2025/2026

Indice

Introduzione.....	5
1 L'ascesa del neoliberismo, la <i>second wave</i> della globalizzazione e la finanziarizzazione dell'economia mondiale	13
1.1 Dalla crisi di Bretton Woods all'affermazione del paradigma neoliberale	16
1.2 Rapporti auto-rinforzanti: la globalizzazione e la finanziarizzazione contemporanea	26
1.2.1 Dal GATT al WTO: l'istituzionalizzazione della globalizzazione.....	27
1.2.2 Dall' <i>Euromarket</i> alla finanziarizzazione.....	32
2 L'evoluzione dell'impresa moderna attraverso il caso di Nestlé S.A.: dal capitalismo manageriale alla finanziarizzazione.....	45
2.1 La «Nestlé manageriale» e il modello <i>retain and reinvest</i>	49
2.2 La «Nestlé finanziarizzata» e il modello <i>downsize and distribute</i>	63
2.2.1 La riorganizzazione strategica e strutturale di fronte alla globalizzazione.....	67
2.2.2 Le pressioni e gli adattamenti di fronte alla finanziarizzazione	75
3 Ricerca e risultati.....	85
3.1 Obiettivi e metodologia	88
3.1.1 Ipotesi	88
3.1.2 Approcci alla finanziarizzazione d'impresa	89
3.1.3 Metodi.....	92
3.1.4 Fonti e limiti	94
3.1.5 Voci raccolte.....	96
3.1.6 Costruzione delle variabili.....	106
3.2 Risultati delle ipotesi	115
3.2.1 Risultati delle analisi descrittive.....	115
3.4 Analisi integrative.....	122
3.4.1 Ulteriori evidenze emerse dai risultati delle variabili.....	122

3.4.2 Piano delle analisi.....	129
3.4.3 Risultati delle analisi statistiche integrative	132
4 Discussioni e conclusioni	143
Tabelle e grafici.....	167
Fonti.....	181
Bibliografia.....	187
Appendice.....	205

Introduzione

A partire dagli anni Settanta, l'economia internazionale è stata interessata da una profonda trasformazione dell'assetto istituzionale, produttivo e finanziario affermatosi nel secondo dopoguerra. La progressiva crisi del sistema di Bretton Woods, l'aumento dell'instabilità macroeconomica e la successiva affermazione di politiche orientate alla liberalizzazione dei mercati, alla deregolamentazione e alla mobilità internazionale dei capitali modificarono le condizioni entro cui operavano gli agenti economici. In questo processo, la globalizzazione e la crescente rilevanza dei mercati finanziari contribuirono a ridefinire il ruolo e le strategie delle grandi imprese multinazionali. L'apertura dei mercati offrì loro nuove possibilità di espansione geografica, accesso a nuovi mercati e diversificazione delle fonti di finanziamento, ma comportò al contempo una maggiore esposizione alla concorrenza internazionale e alle pressioni esercitate dai mercati finanziari sulla performance aziendale e sulla remunerazione degli azionisti.

È all'interno di questa trasformazione che si colloca il fenomeno della finanziarizzazione delle imprese non finanziarie. La letteratura ha individuato diverse modalità attraverso cui la crescente centralità della finanza può manifestarsi all'interno delle imprese: dalla modificazione della composizione degli attivi e delle fonti di finanziamento all'aumento delle distribuzioni agli azionisti, al maggiore ricorso agli strumenti finanziari derivati e alla crescente rilevanza dei redditi di natura non operativa.

Tali dimensioni non sono necessariamente presenti contemporaneamente né evolvono secondo una traiettoria uniforme. La finanziarizzazione costituisce pertanto un fenomeno complesso, la cui manifestazione concreta dipende dalle caratteristiche delle singole imprese e dalle trasformazioni intervenute nel contesto istituzionale e competitivo nel quale esse operano.

La presente ricerca si propone di indagare tale processo attraverso l'analisi di Nestlé S.A., una delle principali multinazionali non finanziarie a livello mondiale, osservandone l'evoluzione economico-finanziaria lungo un arco temporale compreso tra il 1970 e il 2025. Nel quadro delle trasformazioni dell'economia internazionale precedentemente descritte, la

domanda di ricerca principale è volta a verificare se e in quale misura la progressiva affermazione della finanza abbia modificato la struttura e il comportamento economico-finanziario di Nestlé. A questa domanda generale sono stati affiancati interrogativi più specifici, riferiti alle diverse dimensioni attraverso cui la finanziarizzazione delle imprese non finanziarie viene generalmente osservata.

La scelta di Nestlé come caso studio risponde a diverse ragioni. Innanzitutto, è una società di lungo corso, leader nell'industria alimentare e caratterizzata fin dalle sue origini da una consolidata proiezione internazionale. La sua natura non finanziaria consente di osservare il fenomeno della finanziarizzazione al di fuori del settore propriamente finanziario, analizzando le modalità attraverso cui la crescente centralità della finanza può riflettersi nella struttura e nelle decisioni di una grande impresa multinazionale. Al tempo stesso, la società è quotata presso la borsa di Zurigo e, in quanto tale, direttamente esposta alle dinamiche dei mercati finanziari e alle aspettative degli investitori, che possono incidere sulle modalità di allocazione del capitale e sulle politiche di remunerazione degli azionisti.

La dimensione multinazionale costituisce inoltre un ulteriore elemento di interesse. La presenza produttiva e commerciale in numerosi paesi espone infatti Nestlé alle trasformazioni dell'economia internazionale e, in particolare, ai rischi derivanti dalla volatilità dei tassi di cambio e dalle variazioni dei prezzi delle materie prime. Tale esposizione assume particolare rilevanza a partire dagli anni Settanta, quando il progressivo superamento del sistema dei cambi fissi e il passaggio a regimi di cambi flessibili accrebbero l'incertezza associata alle transazioni internazionali. La necessità di gestire tali esposizioni può tradursi nel ricorso a strumenti finanziari, tra cui i derivati, introducendo un ulteriore punto di connessione tra l'attività caratteristica dell'impresa e i mercati finanziari.

La lunga evoluzione della società, la sua proiezione internazionale e la sua esposizione ai mercati finanziari rendono pertanto Nestlé un caso di particolare interesse per analizzare il rapporto tra le trasformazioni dell'economia internazionale e la crescente influenza delle logiche finanziarie sulle decisioni aziendali. Le grandi imprese non finanziarie rappresentano infatti un osservatorio privilegiato per esaminare l'interazione tra queste dinamiche, poiché sono al contempo esposte ai cambiamenti derivanti dalla crescente centralità della finanza e,

attraverso le proprie decisioni di investimento, finanziamento e allocazione del capitale, incorporano tali trasformazioni nelle proprie strategie aziendali.

A tal fine, la presente ricerca combina una ricostruzione qualitativa dell'evoluzione dell'impresa con un'analisi quantitativa delle sue principali grandezze economiche e finanziarie. La prima è volta a ricostruire le trasformazioni intervenute nella struttura, nella strategia e nelle modalità di gestione della società, nonché il progressivo mutamento dei suoi rapporti con gli azionisti e con i mercati finanziari. La seconda consente invece di verificare empiricamente se tali trasformazioni trovino riscontro nell'evoluzione delle diverse dimensioni attraverso cui la finanziarizzazione delle imprese non finanziarie può essere osservata.

Su questa base sono state formulate quattro ipotesi principali, volte a indagare, rispettivamente, la crescente rilevanza della dimensione finanziaria nella struttura economico-patrimoniale, l'evoluzione delle distribuzioni agli azionisti, il ruolo assunto dagli strumenti finanziari derivati e la crescente importanza dei redditi di natura non operativa. Alcune di queste ipotesi sono state ulteriormente articolate in sottoipotesi, con l'obiettivo di distinguere le diverse componenti dei fenomeni osservati e di approfondire le relazioni tra le grandezze economiche e finanziarie ad essi associate.

Per verificare tali ipotesi è stato costruito un dataset storico annuale relativo al gruppo Nestlé per il periodo 1970–2025. La ricostruzione si basa principalmente sulla documentazione finanziaria pubblicata dalla società: gli *Annual Reports* per il periodo 1970–1993, i *Management Reports* per gli anni 1994–2000 e i *Financial Statements* dal 2001 al 2025.

La documentazione relativa al periodo 2001–2025 è disponibile sul sito istituzionale di Nestlé, nella sezione *Investors*, alla voce *Publications*. La documentazione riferita al periodo 1970–2000, invece, è conservata presso il Nestlé Research Centre a Losanna in Svizzera. L'archivio storico di Nestlé prevede un periodo di embargo di 25–30 anni e l'accesso alla documentazione è subordinato a una valutazione effettuata caso per caso. Tuttavia, a seguito di un primo contatto con il responsabile degli archivi storici di Nestlé, Guy-Lionel Loew, e successivamente sotto la supervisione della storica e archivista Lisane Lavanchy, è stato possibile accedere alla documentazione e procedere alla sua consultazione. Si desidera pertanto esprimere un sentito ringraziamento a Guy-Lionel Loew e, soprattutto, a Lisane

Lavanchy per il prezioso supporto e per aver reso possibile l'accesso alla documentazione archivistica utilizzata nella presente ricerca.

Da tali documenti sono state raccolte e armonizzate le principali voci economiche, patrimoniali e finanziarie, successivamente utilizzate per costruire le variabili impiegate nell'analisi.

L'analisi quantitativa si articola in tre fasi successive. In primo luogo, sono state condotte analisi descrittive preliminari volte a ricostruire l'andamento nel tempo delle principali voci economiche e patrimoniali incluse nel database, con l'obiettivo di individuare le principali tendenze e le fasi di maggiore cambiamento. In secondo luogo, sono state condotte analisi descrittive finalizzate alla verifica delle ipotesi formulate, attraverso l'osservazione dell'evoluzione delle variabili individuate per ciascuna dimensione della finanziarizzazione e il confronto tra le relative grandezze. In terzo luogo, sono state condotte analisi statistiche integrative, finalizzate ad approfondire alcune delle relazioni emerse nella verifica delle ipotesi e a scomporre i fenomeni aggregati nelle loro principali componenti. Tali analisi hanno utilizzato principalmente coefficienti di correlazione lineare e monotona e non sono finalizzate a stimare effetti causali, ma a individuare e interpretare la presenza, la direzione e la consistenza delle associazioni osservabili nelle serie storiche della società.

Nel complesso, i risultati restituiscono un quadro articolato, che non consente di ricondurre l'evoluzione di Nestlé a un processo uniforme di finanziarizzazione, ma evidenzia trasformazioni riconducibili ad alcune delle dimensioni individuate dalla letteratura.

L'analisi della struttura patrimoniale evidenzia una progressiva ricomposizione degli impieghi e delle fonti di finanziamento, caratterizzata da un maggiore peso delle componenti a lungo termine. Tale trasformazione non è di per sé riconducibile alla finanziarizzazione, anche perché non emerge un aumento del peso delle componenti finanziarie sul totale degli attivi. Al suo interno emergono tuttavia due dinamiche di particolare interesse: la crescente rilevanza delle attività intangibili e il maggiore ricorso al debito, entrambe riconducibili, seppur secondo modalità differenti, alle trasformazioni associate alla finanziarizzazione delle imprese non finanziarie.

Un'evidenza più netta emerge invece rispetto alla distribuzione di valore agli azionisti: dividendi e, soprattutto, riacquisti di azioni proprie assumono nel corso del periodo una

rilevanza crescente, in particolare nelle fasi più recenti, e le analisi integrative permettono di individuare alcune delle grandezze economiche associate alla capacità di finanziare tali distribuzioni.

L'evoluzione degli strumenti derivati mostra una crescente integrazione di tecniche finanziarie nella gestione del gruppo, ma non può essere interpretata di per sé come espressione di finanziarizzazione. Il loro utilizzo appare infatti legato in misura significativa alla gestione dei rischi finanziari e alla copertura delle esposizioni del gruppo. Allo stesso modo, anche l'ipotesi relativa alla crescente rilevanza dei redditi non operativi non trova conferma nel suo complesso: la composizione di tali redditi cambia nel corso del periodo, ma l'evoluzione osservata non corrisponde alla traiettoria prevista dall'ipotesi.

Nel loro insieme, questi risultati suggeriscono quindi che la trasformazione di Nestlé presenti caratteristiche riconducibili alla finanziarizzazione, ma che tali caratteristiche si manifestino in modo differenziato tra le diverse dimensioni considerate.

Tuttavia, l'interpretazione di questi risultati deve essere accompagnata da alcune precisazioni. Per quanto riguarda la ricostruzione qualitativa dell'evoluzione di Nestlé, la ricerca si è avvalsa principalmente di due opere dedicate alla storia della società, entrambe commissionate e pubblicate dalla stessa Nestlé. Sebbene tali opere costituiscano una fonte di particolare utilità per ricostruire l'evoluzione storica, strategica e organizzativa del gruppo e consentano di accedere a una documentazione altrimenti difficilmente disponibile, la loro origine aziendale impone una particolare cautela interpretativa. Non si tratta infatti di ricostruzioni pienamente indipendenti rispetto alla società oggetto di analisi, poiché la selezione e la disponibilità della documentazione sono legate anche all'iniziativa della stessa Nestlé. Il problema assume ulteriore rilevanza considerando la relativa scarsità di opere indipendenti dedicate specificamente alla storia dell'impresa e il fatto che le ricostruzioni disponibili tendano, in parte, a fare riferimento alle medesime fonti aziendali di base.

Un secondo ordine di limiti riguarda le fonti utilizzate per la ricostruzione quantitativa e per le successive analisi descrittive e statistiche. Il database è stato costruito principalmente a partire dagli *Annual Reports*, dai *Management Reports* e dai *Financial Statements* pubblicati da Nestlé nel periodo considerato. La natura storica di questa documentazione comporta alcune discontinuità nella comparabilità delle informazioni. Nel corso di oltre cinquant'anni

sono infatti cambiati gli standard contabili, i criteri di classificazione e presentazione delle poste e le modalità di rendicontazione adottate dalla società.

La costruzione del database ha pertanto richiesto un processo di raccolta, riclassificazione e armonizzazione delle informazioni, necessario per rendere confrontabili, per quanto possibile, grandezze rilevate secondo criteri contabili e livelli di dettaglio differenti. Tale processo ha comportato anche alcune scelte interpretative nella selezione delle voci da includere, nella loro riclassificazione e nella costruzione delle variabili derivate. Sebbene tali scelte siano state effettuate sulla base della coerenza economica delle grandezze considerate e della continuità delle serie storiche, esse non costituiscono l'unica modalità possibile di costruzione del dataset. Dataset elaborati sulla base delle medesime fonti potrebbero pertanto adottare criteri di classificazione o di ricostruzione differenti e produrre, in alcuni casi, risultati parzialmente diversi.

Lo stesso database costituisce inoltre la base per le analisi statistiche condotte nella ricerca. Poiché la disponibilità delle singole voci contabili non è uniforme lungo l'intero periodo considerato, per alcune analisi la numerosità delle osservazioni disponibili risulta necessariamente più contenuta. Ciò limita la potenza statistica dei relativi test e impone particolare cautela nell'interpretazione dei risultati. Per verificare la consistenza delle relazioni osservate al variare del metodo statistico adottato, le analisi sono state pertanto condotte, ove appropriato, attraverso più metodologie, affiancando differenti test di associazione e verifiche di robustezza. Tali procedure non eliminano i limiti derivanti dalla ridotta numerosità campionaria, ma consentono di valutare se le evidenze risultino coerenti attraverso differenti approcci statistici.

Nonostante tali limiti, l'ampiezza temporale dell'analisi, la numerosità delle voci contabili raccolte e l'utilizzo sistematico della documentazione societaria consentono di osservare l'evoluzione di Nestlé attraverso diverse fasi della trasformazione dell'economia internazionale e della stessa impresa. In questo senso, la ricerca mira a mettere in relazione la discussione teorica sulla finanziarizzazione delle imprese non finanziarie con l'osservazione empirica di una grande multinazionale, verificando non soltanto la presenza di determinate caratteristiche riconducibili al fenomeno, ma anche le modalità attraverso cui

esse si sono sviluppate nel tempo e in rapporto ai cambiamenti del contesto economico e istituzionale.

La tesi è articolata in quattro capitoli. Il primo ricostruisce le principali trasformazioni dell'ordine economico internazionale dagli anni Settanta, soffermandosi sull'affermazione del paradigma neoliberale, sulla seconda ondata della globalizzazione e sulla progressiva finanziarizzazione dell'economia. Tale ricostruzione fornisce la cornice teorica e interpretativa entro cui leggere il caso Nestlé e consente inoltre di richiamare, seppur brevemente, il crescente ruolo politico assunto dalle grandi imprese multinazionali nel nuovo ordine economico internazionale.

Il secondo capitolo ricostruisce l'evoluzione storica della società. Una prima parte ripercorre la formazione e il consolidamento di Nestlé come grande impresa multinazionale, dalla sua fondazione fino agli anni Settanta, soffermandosi sulle principali strategie di crescita e sulle trasformazioni intervenute nella struttura dell'impresa. Una seconda parte analizza invece la successiva ristrutturazione organizzativa e strategica adottata dalla società per far fronte ai cambiamenti dell'economia internazionale e alla crescente globalizzazione, esaminandone al contempo le implicazioni rispetto all'evoluzione dei rapporti con gli azionisti e con i mercati finanziari e ai processi di finanziarizzazione.

Il terzo capitolo presenta la metodologia, le fonti e i risultati dell'analisi quantitativa. Dopo aver illustrato la costruzione del database e le modalità di elaborazione delle variabili, vengono presentati i risultati relativi alle quattro ipotesi formulate e alle relative sottoipotesi. Il capitolo comprende inoltre una serie di analisi statistiche integrative, finalizzate ad approfondire e scomporre le relazioni emerse dalla verifica delle ipotesi.

Il quarto capitolo, infine, interpreta complessivamente i risultati della ricerca e ne discute le implicazioni rispetto alla domanda di ricerca e alla letteratura sulla finanziarizzazione delle imprese non finanziarie.

1 L'ascesa del neoliberismo, la *second wave* della globalizzazione e la finanziarizzazione dell'economia mondiale

Se a partire dagli anni Trenta il keynesismo riuscì a imporsi come risposta alla crisi economica e alla disoccupazione di massa, trovando successivamente una parziale istituzionalizzazione nell'assetto definito dagli accordi di Bretton Woods, negli anni Settanta le difficoltà incontrate dalle politiche keynesiane di fronte alla stagflazione favorirono l'affermazione di approcci alternativi, in particolare del monetarismo sviluppatosi presso l'Università di Chicago e associato soprattutto a Milton Friedman. In questo contesto vennero recuperati alcuni elementi della tradizione della teoria quantitativa della moneta, già presenti nelle riflessioni di Irving Fisher agli inizi del XX secolo. Si sviluppò così una progressiva svolta verso politiche economiche orientate alla stabilità monetaria, al contenimento dell'inflazione e a una riduzione dell'intervento pubblico nell'economia¹. La svolta neoliberista, rimasta in secondo piano durante il periodo degli accordi di Bretton Woods, sfruttò la crisi degli anni Settanta e, più in generale, la crisi del sistema keynesiano per affermarsi progressivamente come paradigma alternativo, individuando nel modello precedente una delle principali cause delle difficoltà economiche e proponendo un diverso assetto dei rapporti tra Stato e mercato. In un primo momento, questo orientamento si tradusse nella crescente attenzione alla stabilità monetaria e nel ricorso a politiche restrittive volte al contenimento dell'inflazione; successivamente, si estese a un più ampio insieme di riforme economiche e istituzionali volte a rafforzare il ruolo del mercato, ridurre i vincoli all'attività economica e modificare i rapporti tra capitale e lavoro. Questo più ampio sistema di riforme neoliberali, inserito in un processo di trasformazione già in corso, trovò negli anni Ottanta un importante elemento di consolidamento nelle politiche adottate dai governi

¹ Milton Friedman, "The Role of Monetary Policy", *American Economic Review*, 58, n. 1, 1968.

nazionali: tra i casi più rappresentativi, sebbene non esclusivi, vi furono quelli del governo di Margaret Thatcher nel Regno Unito e dell'amministrazione di Ronald Reagan negli Stati Uniti².

La progressiva affermazione di questi orientamenti contribuì alla liberalizzazione dei mercati e, parallelamente, dei movimenti di capitale, favorendo la formazione di un nuovo assetto dell'economia mondiale, caratterizzato tanto da una nuova ondata di globalizzazione quanto da un'inedita intensificazione dell'integrazione finanziaria, processi che modificarono il contesto nel quale operavano le grandi imprese non finanziarie.

Per questo motivo, il primo capitolo è dedicato alla ricostruzione dei cambiamenti intervenuti nel panorama economico internazionale, considerati non soltanto come la cornice entro cui si è sviluppata la finanziarizzazione delle imprese non finanziarie, ma anche come una chiave interpretativa per comprenderne le condizioni e i meccanismi di affermazione. La prima sezione ricostruisce l'affermazione della svolta neoliberista, soffermandosi sia sulle trasformazioni che essa produsse nel contesto economico e istituzionale nel quale operavano le grandi imprese multinazionali, sia sul ruolo che queste ultime assunsero, a loro volta, nel processo di affermazione del nuovo assetto.

La seconda sezione, bipartita, si concentra invece sulle principali dimensioni attraverso cui i principi della controrivoluzione neoliberista si tradussero nella trasformazione dell'economia internazionale. La prima parte analizza i processi di liberalizzazione e istituzionalizzazione del commercio internazionale che contribuirono alla formazione di una nuova fase della globalizzazione e alla progressiva integrazione delle grandi imprese in un mercato mondiale sempre più esteso. La seconda parte affronta invece la progressiva liberalizzazione dei movimenti di capitale e dei mercati finanziari, processo che contribuì alla straordinaria espansione della finanza e alla crescente integrazione dei mercati finanziari internazionali, creando le condizioni entro cui si sviluppò il fenomeno della finanziarizzazione delle economie capitalistiche. La progressiva integrazione dei mercati finanziari ampliò infatti le possibilità di mobilitazione e impiego del capitale finanziario, favorendo una crescente

² Jeremy Green, "Anglo-American Development, the Euromarkets, and the Deeper Origins of Neoliberal Deregulation", *Review of International Studies*, 42, 3 (2016), pp. 425–49.

estensione delle logiche finanziarie oltre il settore finanziario in senso stretto³. All'interno di questo processo si colloca la finanziarizzazione, intesa come una trasformazione strutturale delle economie capitalistiche caratterizzata dalla crescente centralità della finanza nei processi di accumulazione, nelle modalità di allocazione del capitale e nella formazione dei profitti. Tale processo interessò progressivamente anche le grandi imprese non finanziarie, modificandone le strategie, le modalità di gestione e i criteri di allocazione delle risorse⁴.

³ Natascha van der Zwan. 2014. "Making Sense of Financialization." *Socio-Economic Review* 12, 1 (2014), pp. 99–129.

⁴ Gerald A. Epstein, "Introduction and Distributional Implications", in Gerald A. Epstein (a cura di), *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, Cheltenham, 2005, pp. 1–16; Greta R. Krippner, "The Financialization of the American Economy", *Socio-Economic Review*, 3, 2 (2005), pp. 173–208.

1.1 Dalla crisi di Bretton Woods all'affermazione del paradigma neoliberale

La fine del sistema di Bretton Woods inaugurò una fase di profondi cambiamenti nell'economia internazionale. Sul piano monetario si affermò progressivamente il regime dei cambi fluttuanti, mentre sul piano macroeconomico gli shock petroliferi degli anni Settanta si inserirono in un contesto già caratterizzato da elevata inflazione e stagnazione economica, contribuendo a mettere in crisi la validità empirica della Curva di Phillips⁵ e, più in generale, la fiducia nel paradigma keynesiano⁶. Parallelamente, l'*Euromarket*, nato negli anni Sessanta come mercato offshore dei capitali in dollari volto ad aggirare i controlli sui movimenti di capitale, si trasformò nel principale circuito di riciclo dei petrodollari e di finanziamento internazionale dei paesi emergenti. La successiva crisi del debito rappresentò quindi un *turning point* sia per il FMI — che assunse progressivamente il ruolo di *crisis manager* globale — sia per l'ordine economico internazionale, segnando l'avvio di un nuovo paradigma destinato a condizionare l'economia mondiale nei decenni successivi⁷.

Per comprendere le origini di questa crisi è tuttavia necessario fare riferimento alla svolta di politica monetaria avviata nel 1979 da Paul Volcker, nominato da Jimmy Carter alla presidenza della Federal Reserve. Per far fronte all'elevata inflazione, la FED adottò una politica monetaria fortemente restrittiva, ispirata, almeno in parte, alle teorie monetariste di Friedman e caratterizzata da un temporaneo orientamento al controllo degli aggregati monetari, che determinò un marcato aumento dei tassi d'interesse⁸. Questa stretta monetaria, se da un lato contribuì a innescare una recessione negli Stati Uniti e, soprattutto, una crisi del debito nei paesi in via di sviluppo fortemente indebitati in dollari a tasso variabile, dall'altro

⁵ Alban W. Phillips, "The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861–1957", *Economica*, 25, 100 (1958), pp. 283–299.

⁶ Robert J. Gordon, "Friedman and Phelps on the Phillips Curve Viewed from a Half Century's Perspective", *Review of Keynesian Economics*, 6, 4 (2018), pp. 425–436.

⁷ James M. Boughton, "From Suez to Tequila: The IMF as Crisis Manager", *IMF Working Paper*, 97/090, International Monetary Fund, Washington, D.C., (1997).

⁸ Alexandre Reichart e Abdelkader Slifi, "The Influence of Monetarism on Federal Reserve Policy During the 1980s", *Cahiers d'économie politique*, 70, 1 (2016), pp. 107–150.

contribuì a ridurre l'inflazione, a rafforzare il dollaro e ad attrarre flussi di capitale verso i mercati finanziari statunitensi, favoriti dall'elevato livello dei tassi di interesse⁹.

Oltre agli effetti economici immediati, il *Volcker shock* assunse un ruolo significativo anche sul piano ideologico, segnando di fatto una fase di transizione dal sistema keynesiano a quello neoliberista. La scelta di politica economica adottata da Volcker fu influenzata, almeno in parte, dalle teorie della «contro-rivoluzione monetarista», che in quegli anni si stavano affermando in risposta alla crisi della stagflazione. Tale influenza, tuttavia, non fu riconosciuta da Friedman e dallo *Shadow Open Market Committee* (SOMC) come pienamente coerente con un'impostazione monetarista, sia perché la politica della Federal Reserve continuava, secondo la loro interpretazione, a reagire ai tassi d'interesse, sia perché l'instabilità della velocità di circolazione della moneta ne metteva in discussione l'efficacia. Nonostante ciò, è possibile comunque individuare un'influenza del monetarismo all'interno del *Federal Open Market Committee* (FOMC), che si manifestò sia sul piano teorico sia in relazione alle pressioni politiche e culturali del periodo¹⁰.

Secondo James Tobin, il successo politico del monetarismo negli anni Settanta fu legato al fatto che venne rapidamente adottato da banche centrali, esponenti politici conservatori, media e opinione pubblica, in quanto offriva sia una spiegazione relativamente semplice delle cause dell'inflazione — identificata come fenomeno essenzialmente monetario — sia una risposta altrettanto lineare, basata sul controllo della crescita della moneta¹¹. Inoltre, il monetarismo individuava nel keynesismo uno dei principali responsabili delle distorsioni macroeconomiche del periodo e, al contempo, si mostrava coerente con l'orientamento ideologico liberista che, già nel secondo dopoguerra, aveva cercato di riaffermarsi, pur trovando limiti nell'architettura del sistema di Bretton Woods e nella crisi del gold standard¹². Tuttavia, nonostante il successo politico iniziale del monetarismo, la letteratura economica successiva evidenziò i limiti del controllo degli aggregati monetari come strumento di politica monetaria. A partire dagli anni Ottanta si affermò così la *New Keynesian Economics*,

⁹ Ivi.

¹⁰ Ivi.

¹¹ James Tobin, "The Monetarist Counter-Revolution Today: An Appraisal", *The Economic Journal*, 91, 361 (1981), pp. 29–42.

¹² Ivi.

corrente macroeconomica che, pur mantenendo i fondamenti dell'approccio neoclassico, sostiene l'esistenza di rigidità dei prezzi e dei salari nel breve periodo¹³. Le banche centrali abbandonarono progressivamente il controllo diretto della quantità di moneta, adottando invece il tasso d'interesse nominale di breve periodo come principale strumento operativo di politica monetaria. Il tasso d'interesse reale invece, rilevante per le decisioni di consumo e investimento, dipende dalle aspettative di inflazione e dalle condizioni macroeconomiche generali¹⁴. In tale contesto, la legge di Taylor descrive il comportamento tipico delle banche centrali: aumentare i tassi d'interesse quando l'inflazione supera il livello obiettivo e ridurli nelle fasi di rallentamento economico¹⁵. Di conseguenza, l'obiettivo principale della politica monetaria divenne il mantenimento di un tasso d'inflazione stabile attorno a un valore prefissato, l'*inflation targeting*¹⁶. Nei modelli teorici *New Keynesian*, la stabilità dell'inflazione contribuisce inoltre a ridurre le distorsioni derivanti dalle rigidità dei prezzi, favorendo un funzionamento più efficiente del sistema economico. In questo modo, la gestione dei tassi d'interesse si affermò come elemento centrale della politica monetaria contemporanea¹⁷.

Tutto ciò trovò ulteriore conferma nel fatto che, dopo il *Volcker shock*, la FED osservò come la restrizione monetaria avesse progressivamente indirizzato il credito verso le attività finanziarie piuttosto che verso l'economia reale. Si affermò così l'idea che il controllo dell'inflazione potesse essere ottenuto senza un controllo diretto degli aggregati monetari, ma attraverso la gestione dei tassi d'interesse e delle aspettative degli operatori, secondo la cosiddetta *monetary policy without money*. In questa prospettiva, l'adozione di schemi di *inflation targeting* e di politiche basate sulle aspettative implicava però la necessità di mercati monetari sviluppati e di una liquidità elastica, rafforzando il legame tra politica monetaria e

¹³ Richard Clarida, Jordi Galí e Mark Gertler, "The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective", *Journal of Economic Literature*, 37, 4 (1999), pp. 1661–1707.

¹⁴ Ivi.

¹⁵ John B. Taylor, "Discretion versus Policy Rules in Practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39 (1993), pp. 195–214.

¹⁶ Richard Clarida, Jordi Galí e Mark Gertler, "The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective", *Journal of Economic Literature*, 37, 4 (1999), pp. 1661–1707.

¹⁷ Marvin Goodfriend e Robert G. King, "The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy", in Ben S. Bernanke e Julio J. Rotemberg (a cura di), *NBER Macroeconomics Annual 1997*, vol. 12, MIT Press, Cambridge, MA, (1997), chap. 5.

funzionamento dei mercati finanziari. Ne derivò che l'efficacia dell'azione delle banche centrali tendeva a essere massima in contesti caratterizzati da mercati finanziari profondi, liquidi e fortemente integrati, nei quali le condizioni di mercato divennero il principale canale di trasmissione delle decisioni di politica monetaria. In questo senso, la stabilità dei mercati finanziari finì per costituire una preconditione della stabilità monetaria stessa, rendendo l'azione delle banche centrali strutturalmente intrecciata con le dinamiche della finanziarizzazione¹⁸.

Se il dibattito economico si è concentrato soprattutto sulla natura della svolta monetaria introdotta da Volcker, la storiografia economica ha invece evidenziato il suo significato più ampio all'interno della transizione verso il neoliberismo e della crescente finanziarizzazione dell'economia internazionale. Duménil e Lévy considerano il *Volcker shock* come un punto di origine della svolta neoliberista¹⁹, Panitch e Gindin lo interpretano invece come un momento di ristrutturazione del rapporto tra lavoro e capitale finanziario all'interno dello sviluppo del neoliberismo²⁰; Krippner lo analizza come una risposta del governo statunitense alla crisi fiscale, attraverso lo spostamento della finanziarizzazione verso i mercati²¹; infine, Duncan e Konings lo individuano come un punto di svolta nello sviluppo della capacità finanziaria degli Stati Uniti e nella loro attrazione di capitali internazionali²².

Nel complesso, sebbene non sia possibile individuare un anno preciso che segni il passaggio dal sistema keynesiano a quello neoliberale, tali interpretazioni, pur con differenti accenti analitici, evidenziano come la manovra di Volcker — al pari del *Nixon shock* e degli shock petroliferi che la precedettero — rappresenti un punto di convergenza tra trasformazioni della

¹⁸ Timo Walter e Leon Wansleben, "How Central Bankers Learned to Love Financialization: The Fed, the Bank, and the Enlisting of Unfettered Markets in the Conduct of Monetary Policy", *Socio-Economic Review*, 18, 3 (2020), pp. 625–653.

¹⁹ Gérard Duménil e Dominique Lévy, *Capital Resurgent: Roots of the Neoliberal Revolution*, Harvard University Press, Cambridge, MA, (2004).

²⁰ Leo Panitch e Sam Gindin, "Finance and American Empire", in Leo Panitch e Martijn Konings (a cura di), *American Empire and the Political Economy of Global Finance*, Palgrave Macmillan, London, (2009), pp. 25–44.

²¹ Greta R. Krippner, *Capitalizing on Crisis: The Political Origins of the Rise of Finance*, Harvard University Press, Cambridge, MA, (2011).

²² Richard Duncan, *The Dollar Crisis: Causes, Consequences, Cures*, John Wiley & Sons, Hoboken, NJ, (2011); Martijn Konings, *The Development of American Finance*, Cambridge University Press, Cambridge, (2011).

politica monetaria, processi di finanziarizzazione e affermazione del paradigma neoliberale. Nonostante le origini teoriche del pensiero neoliberista risalgano a diversi decenni precedenti²³, la sua progressiva affermazione iniziò a manifestarsi concretamente nel corso degli anni Settanta, in seguito al fallimento del sistema dei cambi fissi, alla crisi della curva di Phillips e al rallentamento della crescita economica, fattori che contribuirono a mettere in discussione la validità delle teorie keynesiane.

In questo contesto, i vincoli e i meccanismi di controllo introdotti a Bretton Woods, a trent'anni dalla loro istituzione, iniziavano a risultare sempre meno sostenibili per le élite economiche e politiche internazionali. Tale processo fu favorito anche dal fatto che la crisi economica — caratterizzata da elevata inflazione, aumento della disoccupazione, riduzione dei profitti delle imprese, crescita della concorrenza internazionale e diffusione di importazioni a basso costo —, unitamente alla crisi sociale — segnata dalle proteste contro la guerra in Vietnam, dai movimenti per i diritti civili, dagli scioperi politici e dalla crescente sfiducia nei confronti del governo e del capitalismo —, contribuì alla cosiddetta «mobilitazione capitalista»²⁴.

La percezione, da parte delle élite economiche, che la libera impresa fosse sempre più minacciata da un'eccessiva regolamentazione statale e dalla crescente forza contrattuale dei lavoratori e dei movimenti sociali favorì una reazione orientata alla promozione della deregolamentazione, della riduzione della tassazione, del contenimento del welfare e di politiche monetarie restrittive. In particolare, le classi detentrici di capitale finanziario risultavano tra i soggetti maggiormente penalizzati dall'elevata inflazione, poiché essa riduceva il valore reale sia dei crediti sia delle rendite finanziarie. Secondo questa interpretazione, la svolta neoliberista successiva alla crisi degli anni Settanta rappresentò quindi una sorta di controffensiva di classe, nella quale il settore finanziario — attraverso la crescente estrazione di valore dalle imprese non finanziarie e l'influenza esercitata sulla

²³ Philip Mirowski e Dieter Plehwe (a cura di), *The Road from Mont Pèlerin: The Making of the Neoliberal Thought Collective*, Harvard University Press, Cambridge, MA, (2009).

²⁴ Thomas Volscho, "The Revenge of the Capitalist Class: Crisis, the Legitimacy of Capitalism and the Restoration of Finance from the 1970s to Present", *Critical Sociology*, 43, 2 (2017), pp. 249–266.

governance aziendale — emerse a scapito dei lavoratori salariati, dei sindacati, di una parte del settore industriale e di una quota significativa delle classi medie²⁵.

Sulla base di quanto esposto finora, emerge come, nel contesto della crisi del compromesso keynesiano e socialdemocratico del secondo dopoguerra, le dottrine neoliberiste acquisirono una crescente influenza nel dibattito sulle politiche economiche statunitensi. Tale evoluzione fu accompagnata dal rafforzamento dell'influenza di settori delle élite economiche e finanziarie favorevoli a una riduzione dell'intervento pubblico nell'economia e a una maggiore centralità dei meccanismi di mercato, contribuendo a orientare il successivo processo di ridefinizione delle politiche economiche e monetarie statunitensi. La stessa influenza si manifestò anche nei confronti dei governi occidentali tra la fine degli anni Settanta e i primi anni Ottanta, sotto forma sia di una progressiva liberalizzazione dei movimenti di capitale e dei mercati finanziari — ai quali veniva ora attribuito un ruolo centrale nell'allocazione delle risorse economiche, a discapito dell'intervento statale — sia nell'affermazione di politiche orientate alla disciplina fiscale e monetaria, alle privatizzazioni e alla deregolamentazione economica, accompagnate da una riduzione dell'intervento pubblico in ambito sociale e del ruolo del *welfare state*²⁶. In questo contesto, gli obiettivi di piena occupazione tipici del paradigma keynesiano vennero progressivamente sostituiti da politiche orientate alla stabilità monetaria e al contenimento dell'inflazione, coerentemente con la teoria del “tasso naturale di disoccupazione” elaborata da Milton Friedman²⁷. È opportuno precisare, tuttavia, che l'applicazione delle dottrine neoliberiste, in particolare quelle relative al *welfare state*, non avvenne in modo uniforme né simultaneo nei diversi paesi occidentali ma dipese in larga misura dalle modalità con cui le élite politiche interpretarono la crisi economica degli anni Settanta²⁸.

²⁵ Ivi.

²⁶ David Vines e Paola Subacchi, “From the Bretton Woods System to the Global Non-System: The Trials and Tribulations of Slow Learning”, *Oxford Review of Economic Policy*, 39, 2 (2023), pp. 195–209.

²⁷ Milton Friedman, “The Role of Monetary Policy”, *American Economic Review*, 58, 1 (1968).

²⁸ Basak Kus, “Neoliberalism, Institutional Change and the Welfare State: The Case of Britain and France”, *International Journal of Comparative Sociology*, 47, 6 (2006), pp. 488–525.

In questo quadro, il ruolo esercitato dalle élite imprenditoriali internazionali, attraverso l'intensificazione delle forme di coordinamento transnazionale, fu significativo nell'orientare il processo di integrazione economica.

In una nazione come la Svizzera, caratterizzata dalla forte e consolidata presenza delle multinazionali, la prima associazione volta a rappresentare gli interessi delle imprese svizzere attive sui mercati internazionali nacque nel 1942, con la fondazione della *Industrie-Holding*. L'associazione, impegnata in particolare nella tutela degli investimenti e dei movimenti internazionali di capitale e, più in generale, nella difesa degli interessi delle multinazionali svizzere, sviluppò forme di lobbying diretto e indiretto attraverso la partecipazione al dibattito pubblico e l'intervento nel processo di elaborazione delle politiche economiche²⁹. Successivamente, nel 1950, *Industrie-Holding* entrò a far parte del *Vorort*, rafforzando il coordinamento tra la rappresentanza degli interessi specifici delle multinazionali e quella più generale dell'economia svizzera³⁰. L'Unione Svizzera del commercio e dell'industria, comunemente nota come *Vorort*, esercitò un'influenza rilevante anche nel dibattito sugli orientamenti dell'integrazione europea, sebbene la Svizzera non facesse parte della CEE³¹. In tale contesto, il *Vorort*, intellettualmente vicino agli ambienti dell'ordoliberalismo tedesco, si alleò con le organizzazioni maggiormente favorevoli alla liberalizzazione, in particolare il BDI tedesco e il VNO olandese, per contrastare le posizioni più protezionistiche del patronato francese (CNPF). Tale collaborazione risultò determinante nel processo che condusse alla conclusione dell'Accordo di libero scambio del 1972 e nella difesa di regole di matrice più liberale³². Successivamente, questa cooperazione contribuì alla formazione di un nucleo stabile di collaborazione transnazionale, che raggiunse il suo apice nelle Conferenze di Interlaken del 1978³³.

²⁹ Sabine Pitteloud, *Les multinationales suisses dans l'arène politique (1942–1993)*, Librairie Droz, Genève, (2022).

³⁰ Sabine Pitteloud, "Industrie-Holding: Creating a Community of Interest among Swiss 'Multinationals'", *Schweizerische Zeitschrift für Geschichte*, 69, 3 (2019), pp. 410–411.

³¹ Comunità Economica Europea.

³² Ivi.

³³ Ivi.

La crescente influenza di questa rete di associazioni imprenditoriali, sviluppatasi tra i paesi della CEE e dell'EFTA³⁴, non si limitò a sostenere la liberalizzazione degli scambi, ma si estese più ampiamente al processo di svolta neoliberale dell'integrazione europea (*neoliberal turn*). Ispirandosi alle idee di autori quali Hayek e Friedman e, più in generale, all'ambiente intellettuale della Mont Pèlerin Society³⁵, queste organizzazioni parteciparono alla formazione di quello che Pitteloud definisce un «bastione liberale»³⁶. In questo senso, le Conferenze di Interlaken costituirono uno spazio di coordinamento volto a rafforzare la cooperazione tra le élite economiche europee e a promuovere orientamenti più favorevoli alla liberalizzazione all'interno di organizzazioni imprenditoriali internazionali quali UNICE, ICC e BIAC^{37,38}.

Il progressivo consolidamento di queste reti transnazionali favorì, nel 1983, la nascita della *European Round Table of Industrialists* (ERT), che, pur perseguendo obiettivi analoghi a quelli delle organizzazioni imprenditoriali coinvolte nelle *Interlaken Conferences*, adottava una modalità di coordinamento differente³⁹.

Fondata nel 1983, l'ERT riuniva i vertici delle principali multinazionali industriali europee⁴⁰ e si proponeva di rilanciare l'industria europea e rafforzarne la competitività a livello globale⁴¹. Dopo una fase iniziale caratterizzata dalla compresenza di orientamenti neo-mercantili e globalisti, l'ERT indirizzò progressivamente la propria azione verso il completamento del mercato unico europeo e il rafforzamento del processo di integrazione. Successivamente, la sua agenda si estese al sostegno dell'attuazione del Trattato di Maastricht e, più in generale, alla promozione di politiche orientate alla liberalizzazione dei

³⁴ *European Free Trade Association*, un'organizzazione intergovernativa fondata nel 1960 con la Convenzione di Stoccolma, nata come alternativa alla Comunità Economica Europea (CEE) per promuovere il libero scambio tra i suoi membri. La Svizzera fu uno dei membri fondatori.

³⁵ Cfr. Philip Mirowski e Dieter Plehwe (a cura di), *The Road from Mont Pèlerin: The Making of the Neoliberal Thought Collective*, Harvard University Press, Cambridge, MA, (2009).

³⁶ Sabine Pitteloud, "Let's Coordinate! The Reinforcement of a 'Liberal Bastion' within European Industrial Federations, 1978–1987", *Business History*, 65, 2 (2023), pp. 345–365.

³⁷ UNICE (*Union of Industrial and Employers' Confederations of Europe*), ICC (*International Chamber of Commerce*) e BIAC (*Business and Industry Advisory Committee to the OECD*).

³⁸ Ivi.

³⁹ Bastiaan van Apeldoorn, "Transnational Class Agency and European Governance: The Case of the European Round Table of Industrialists", *New Political Economy*, 5, 2 (2000), pp. 157–181.

⁴⁰ Sia Helmut Maucher dal 1983 al 1999, come presidente 1996–1999, che successivamente Peter Brabeck, dal 1999 in poi, furono parte dell'ERT.

⁴¹ Ivi.

mercati, alla flessibilizzazione del mercato del lavoro, alla disciplina fiscale e a una maggiore integrazione dell'economia europea nel regime globale di libero scambio⁴².

Tuttavia, sebbene questi processi fossero principalmente orientati alla dimensione internazionale e transnazionale, interessarono, con risultati meno incisivi, anche quella nazionale. Sempre in Svizzera, tra gli anni Ottanta e i primi anni Novanta, gli autori dei *White Books* – economisti di orientamento neoliberale, esponenti della grande impresa, tra cui anche Nestlé, ed editori di giornali di tradizione liberale – riuscirono infatti a influenzare il dibattito pubblico nazionale, promuovendo un programma di riforme radicali che comprendeva una maggiore apertura ai mercati internazionali, la privatizzazione del settore pubblico, una più intensa competizione tra i cantoni e il mantenimento di un sistema fiscale privo dell'imposta sul valore aggiunto⁴³. Il recepimento di tali proposte in concrete riforme istituzionali risultò però più limitato: il sistema politico svizzero, caratterizzato dal federalismo, dal frequente ricorso agli strumenti di democrazia diretta e da un sistema multipartitico, contribuì a frenare l'adozione delle proposte più radicali, mentre le riforme effettivamente introdotte risultarono generalmente più moderate rispetto al programma delineato nei *White Books*, nonostante le successive revisioni e riedizioni di tali documenti⁴⁴.

Il contesto appena delineato permette di comprendere come l'emersione dei gruppi imprenditoriali e delle grandi imprese multinazionali, non più soltanto come attori economici ma anche come attori politici, capaci di esercitare un'influenza crescente sulla definizione delle politiche economiche, si intrecciò con l'affermazione di una forma di «nuovo costituzionalismo» neoliberale all'interno dell'Unione Europea, attraverso la quale alcune scelte di politica economica venivano progressivamente sottratte alla discrezionalità dei governi e ricondotte entro vincoli istituzionali coerenti con le esigenze dell'integrazione dei mercati e del capitale transnazionale⁴⁵.

La diversa capacità delle grandi imprese e delle multinazionali di incidere sui processi di integrazione economica europea e di tradurre le proprie istanze in trasformazioni dell'assetto

⁴² Ivi.

⁴³ Yuta Kakegai, "The Neoliberal Reforms and the Resistant against Them in Contemporary Swiss Fiscal Policies: The Effects and Limitations of 'White Books'", *Public Finance Studies*, 14 (2018), pp. 228–246.

⁴⁴ Ivi.

⁴⁵ Ivi.

economico suggerisce quindi di ripensare il ruolo dei singoli Paesi all'interno della più ampia trasformazione che caratterizzò l'affermazione del neoliberismo, non tanto come il risultato di esperienze esclusivamente nazionali, quanto come l'esito di una più generale riorganizzazione dell'ordine economico internazionale. In questa prospettiva, la ricostruzione di Quinn Slobodian consente di interpretare l'affermazione del neoliberismo non semplicemente come un processo di riduzione dell'intervento statale, ma come la progressiva costruzione di un ordine istituzionale volto a proteggere il funzionamento dei mercati. Secondo l'autore, gli stessi neoliberali della prima generazione⁴⁶ non perseguivano la creazione di mercati completamente autoregolati né la semplice riduzione dello Stato, bensì la costruzione di un ordine istituzionale capace di proteggere il funzionamento dei mercati dalle pressioni esercitate dagli Stati democratici⁴⁷. Attraverso quello che l'autore definisce *encasement*, ossia un processo di incapsulamento e protezione giuridico-istituzionale dell'economia di mercato, lo Stato non viene eliminato, ma diviene parte integrante del dispositivo istituzionale volto a preservare il funzionamento dei mercati su scala globale. In questa prospettiva, il successo del neoliberismo non risiede nell'uniformità delle politiche adottate dai singoli Paesi, spesso caratterizzate da profonde differenze, quanto piuttosto nella progressiva costruzione di un sistema internazionale di istituzioni e regole volto a tutelare e consolidare l'economia di mercato⁴⁸. Tale processo trovò una delle sue prime e più significative espressioni nell'istituzione del GATT⁴⁹ e, successivamente, nella creazione della WTO^{50,51}.

⁴⁶ Nella ricostruzione di Quinn Slobodian, un ruolo centrale nella formazione del pensiero neoliberale fu assunto dagli esponenti della cosiddetta *Geneva School*, tra cui Ludwig von Mises, Wilhelm Röpke, Friedrich A. Hayek, Gottfried Haberler e Lionel Robbins, accomunati dall'attenzione alla costruzione di un ordine economico internazionale fondato su regole e istituzioni sovranazionali.

⁴⁷ Quinn Slobodian, *Globalists: The End of Empire and the Birth of Neoliberalism*, Harvard University Press, Cambridge, MA, (2018).

⁴⁸ *Ivi*.

⁴⁹ *General Agreement on Tariffs and Trade*.

⁵⁰ *World Trade Organization*.

⁵¹ Quinn Slobodian, *Globalists: The End of Empire and the Birth of Neoliberalism*, Harvard University Press, Cambridge, MA, (2018).

1.2 Rapporti auto-rinforzanti: la globalizzazione e la finanziarizzazione contemporanea

La transizione dall'ordine economico internazionale di Bretton Woods all'affermazione del paradigma neoliberale segnò quindi un punto di svolta anche per le grandi imprese, poiché contribuì a modificare profondamente il contesto istituzionale ed economico nel quale esse operavano. La progressiva apertura dell'economia mondiale si articolò infatti lungo due direttrici tra loro strettamente interconnesse: sul piano commerciale, attraverso la progressiva istituzionalizzazione della liberalizzazione degli scambi mediante un sistema di regole e accordi volto a ridurre gli ostacoli al commercio internazionale; sul piano finanziario, attraverso la progressiva apertura e integrazione dei mercati finanziari e la rimozione di numerosi vincoli alla circolazione internazionale dei capitali. Sul primo versante, tali trasformazioni contribuirono all'affermazione di quella che è stata definita come la seconda ondata della globalizzazione, caratterizzata da una crescente integrazione dei mercati e dall'intensificazione dei flussi internazionali di beni, servizi e capitali⁵². Sul secondo versante, la progressiva liberalizzazione e integrazione dei mercati finanziari contribuì invece alla formazione delle condizioni entro cui si affermò un nuovo fenomeno, definito come finanziarizzazione, caratterizzato dalla crescente rilevanza della finanza nel funzionamento dell'economia⁵³. Questi due processi, pur distinguibili sul piano analitico, concorsero a ridefinire l'ambiente economico nel quale le grandi imprese si trovarono a operare, modificandone tanto le condizioni della competizione internazionale quanto il rapporto con i mercati finanziari e con gli investitori.

⁵² Richard Baldwin e Philippe Martin, "Two Waves of Globalisation: Superficial Similarities, Fundamental Differences", *NBER Working Paper* n. 6904, (1999).

⁵³ Gerald A. Epstein, "Introduction and Distributional Implications", in Gerald A. Epstein (a cura di), *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, Cheltenham, 2005, pp. 1–16; Greta R. Krippner, "The Financialization of the American Economy", *Socio-Economic Review*, 3, 2 (2005), pp. 173–208.

1.2.1 Dal GATT al WTO: l'istituzionalizzazione della globalizzazione

Le premesse istituzionali del processo di globalizzazione economica possono essere ricondotte all'istituzione del GATT, mentre la successiva svolta neoliberalista contribuì a rafforzarne e ampliarne alcune delle principali direttrici. Avviato nel 1947 con il Round di Ginevra, il processo negoziale proseguì con i Round di Annecy (1949), Torquay (1950-1951), Ginevra (1955-1956), Dillon (1960-1962), Kennedy (1964-1967) e Tokyo (1973-1979), tutti condotti nell'ambito del medesimo quadro istituzionale del GATT⁵⁴. Nel corso di questi sette cicli di negoziazione, il GATT si trasformò progressivamente da accordo provvisorio in uno dei principali pilastri del commercio internazionale, pur senza assumere la forma di una vera e propria organizzazione internazionale. Inizialmente concepiti per evitare il ritorno al protezionismo degli anni Trenta e sostenere la ricostruzione economica dell'Europa e del Giappone, i primi Round fino agli anni Cinquanta produssero risultati relativamente limitati in termini di liberalizzazione commerciale, anche a causa della debolezza delle economie europee nel periodo immediatamente successivo alla guerra. Con il secondo Round di Ginevra del 1955-1956 e l'ingresso della Germania Ovest e del Giappone come attori pienamente reintegrati nell'economia mondiale emersero i primi segnali di una ricostruzione ormai avanzata, cui fecero seguito i Dillon Round, volti anche a gestire le implicazioni commerciali derivanti dalla nascita della Comunità Economica Europea⁵⁵. Pertanto, mentre la prima fase del GATT fu prevalentemente orientata alla ricostruzione economica, con il Kennedy Round si aprì una nuova fase, volta a governare una crescente concorrenza internazionale. In tale occasione venne concordata una riduzione media delle tariffe industriali di circa il 30 per cento e fu adottato il primo codice antidumping⁵⁶. Anche il negoziato successivo, il Tokyo Round, fu altrettanto significativo. In un contesto caratterizzato dalle crisi petrolifere, dalla crescente instabilità economica internazionale, dal crollo del sistema di Bretton Woods e da una fase di rallentamento della crescita mondiale, i

⁵⁴ Thomas W. Zeiler, "The Expanding Mandate of the GATT: The First Seven Rounds", in Martin Daunt, Amrita Narlikar e Robert M. Stern (a cura di), *The Oxford Handbook on the World Trade Organization*, Oxford University Press, Oxford, (2012), pp. 102-121.

⁵⁵ Ivi.

⁵⁶ Ivi.

partecipanti riuscirono a concordare importanti riduzioni tariffarie e ad adottare una serie di codici destinati a regolamentare le barriere non tariffarie⁵⁷.

Al contempo, nonostante il GATT fosse sopravvissuto alla fine del sistema di Bretton Woods, all'inizio degli anni Ottanta i suoi limiti apparivano sempre più evidenti, poiché non disciplinava ambiti destinati ad assumere un'importanza crescente nell'economia globale, quali i servizi, la proprietà intellettuale e gli investimenti internazionali. Si trattava di questioni particolarmente rilevanti per le grandi imprese multinazionali che, in una fase caratterizzata da una forte espansione internazionale, richiedevano un quadro di regole e garanzie più ampio e stabile nei diversi Paesi in cui operavano⁵⁸.

In questo contesto, se fino ai Tokyo Round la logica del sistema non era stata sostanzialmente modificata, dopo la crisi del debito degli anni Ottanta le esperienze di Maastricht e del NAFTA diedero origine ai primi blocchi regionali neoliberali. Questi, consolidando i processi di liberalizzazione, creando nuovi precedenti istituzionali, rafforzando i vincoli imposti agli Stati membri e accrescendo il potere del capitale internazionale, posero le basi per la successiva estensione di tale modello su scala globale⁵⁹.

Infatti, nel 1986 venne avviato a Punta del Este l'ottavo e più ambizioso ciclo negoziale del GATT: l'Uruguay Round. La decisione di aprire un nuovo round maturò nel contesto delle criticità emerse dal Tokyo Round, tra cui l'assenza di regole chiare in materia di misure di salvaguardia, il sistema di quote bilaterali nel settore tessile e dell'abbigliamento e la debolezza dei meccanismi di risoluzione delle controversie. A ciò si aggiungevano nuove tensioni nell'economia internazionale, quali il crescente deficit commerciale degli Stati Uniti, il sostegno garantito dalla Politica Agricola Comune (PAC) europea ai produttori agricoli e le differenti strategie adottate dai paesi in via di sviluppo tra apertura commerciale e protezionismo⁶⁰. Tuttavia, la necessità di un nuovo ciclo negoziale non si tradusse immediatamente in un accordo tra le parti. In particolare, la richiesta statunitense di una significativa riduzione dei sussidi agricoli incontrò una forte opposizione da parte dei paesi

⁵⁷ Ivi.

⁵⁸ Ivi.

⁵⁹ David Harvey, *A Brief History of Neoliberalism*, Oxford University Press, Oxford, 2005.

⁶⁰ Ernest H. Preeg, "The Uruguay Round Negotiations and the Creation of the WTO", in Martin Daunt, Amrita Narlikar e Robert M. Stern (a cura di), *The Oxford Handbook on the World Trade Organization*, Oxford University Press, Oxford, (2012), pp. 122–138.

europei, trasformando l'agricoltura nel principale nodo negoziale dell'intero Round. Tale contrasto contribuì prima al sostanziale fallimento della *Mid-Term Review* di Montréal del 1988 e successivamente al mancato accordo nella conferenza ministeriale di Bruxelles del 1990⁶¹.

La situazione di stallo venne superata grazie all'iniziativa del direttore generale del GATT, Arthur Dunkel, che nel dicembre 1991 presentò un testo unico, noto come *Dunkel Draft*, contenente una sintesi degli accordi già raggiunti, delle questioni ancora aperte e delle possibili soluzioni negoziali. Sebbene il tema agricolo rimanesse irrisolto, il documento contribuì a rilanciare le trattative. La svolta arrivò nel novembre 1992 con la firma del *Blair House Agreement* tra Stati Uniti e Comunità Europea che, dopo la minaccia statunitense di imporre dazi del 200% su alcuni prodotti agricoli europei, consentì di raggiungere un compromesso sulla riduzione dei sussidi agricoli e di rimuovere il principale ostacolo alla conclusione dell'Uruguay Round. L'accordo finale determinò una profonda revisione del sistema commerciale multilaterale: sul fronte dell'accesso ai mercati furono inclusi per la prima volta nel quadro negoziale settori tradizionalmente esclusi come l'agricoltura – attraverso l'introduzione di limiti ai sussidi e di misure volte ad aumentare l'apertura dei mercati – e il comparto tessile e dell'abbigliamento, per il quale venne prevista la progressiva eliminazione del precedente sistema di quote. Parallelamente, furono concordate ulteriori riduzioni delle tariffe industriali e rafforzate le discipline sulle barriere tecniche al commercio, al fine di evitare che standard e procedure di certificazione potessero essere utilizzati come forme indirette di protezionismo. Le norme del GATT vennero inoltre aggiornate mediante nuovi accordi in materia di salvaguardie, pratiche antidumping e sussidi, introducendo procedure più trasparenti e vincoli più stringenti⁶².

Un aspetto particolarmente rilevante dell'Uruguay Round fu l'estensione del sistema commerciale multilaterale a tre ambiti fino ad allora sostanzialmente esclusi dalla disciplina del GATT: il commercio dei servizi attraverso il *General Agreement on Trade in Services* (GATS), la tutela della proprietà intellettuale mediante l'accordo *Trade-Related Aspects of*

⁶¹ Ivi.

⁶² Ivi.

Intellectual Property Rights (TRIPS) e le misure sugli investimenti connesse al commercio attraverso l'accordo *Trade-Related Investment Measures* (TRIMs)⁶³.

L'inclusione di nuovi ambiti negoziali, quali i servizi e la proprietà intellettuale, non fu casuale. Prima dell'Uruguay Round, i servizi non rientravano nel tradizionale ambito del commercio internazionale disciplinato dal GATT e venivano generalmente ricondotti alla categoria degli *invisibles*, che comprendeva le transazioni internazionali non legate al commercio di beni materiali. Ancora una volta, l'azione coordinata delle multinazionali, tra cui in particolare American Express, riunite nella *Coalition of Service Industries*, contribuì a spingere il governo statunitense a promuovere l'avvio di negoziati specifici sui servizi, dai quali sarebbe successivamente scaturito il *General Agreement on Trade in Services* (GATS)⁶⁴. In modo analogo, un gruppo ristretto ma particolarmente influente di imprese operanti nei settori farmaceutico, informatico e dell'intrattenimento, organizzate nell'*Intellectual Property Committee*, esercitò pressioni sul governo statunitense affinché fosse istituito un regime internazionale più rigoroso di tutela della proprietà intellettuale. Questo processo sfociò nell'inclusione del *Trade-Related Aspects of Intellectual Property Rights* (TRIPS) nell'architettura della WTO, segnando una vera e propria «rivoluzione» rispetto ai precedenti standard internazionali⁶⁵.

Diversamente, le imprese non ottennero risultati comparabili nel campo degli investimenti. Nonostante il forte lobbying a favore di un accordo ambizioso sui *Trade-Related Investment Measures* (TRIMs), i negoziati incontrarono significative difficoltà a causa della mancata convergenza tra gli attori chiave: le divergenze tra il governo statunitense e le imprese, l'assenza di una posizione comune tra gli Stati dell'OCSE e l'opposizione dei Paesi in via di sviluppo limitarono infatti la portata dell'accordo finale, che risultò molto più circoscritto rispetto alle aspettative delle imprese⁶⁶.

⁶³ Muhammad Ijaz Latif, "Uruguay Round of GATT and Establishment of the WTO", *Pakistan Horizon*, 65, 1 (2012), pp. 53–70.

⁶⁴ Cornelia Woll, "Global Companies as Agenda Setters in the World Trade Organization", in J. Mikler (a cura di), *The Handbook of Global Companies*, (2013); Juan A. Marchetti e Petros C. Mavroidis, "The Genesis of the GATS (General Agreement on Trade in Services)", *European Journal of International Law*, 22, 3 (2011), pp. 689–721.

⁶⁵ Ivi.

⁶⁶ Ivi.

La conclusione sostanziale dei negoziati nel dicembre 1993 e la successiva firma degli Accordi di Marrakech nell'aprile 1994 portarono alla costituzione della *World Trade Organization* (WTO), divenuta operativa il 1° gennaio 1995. Rispetto al precedente sistema del GATT, il nuovo assetto comportò un significativo rafforzamento dell'istituzionalizzazione del commercio multilaterale, attraverso la creazione di un'organizzazione internazionale dotata di una struttura istituzionale permanente, di procedure di monitoraggio e di un sistema multilaterale di risoluzione delle controversie. Gli Accordi di Marrakech introdussero inoltre il principio del *single undertaking*, in base al quale l'insieme degli accordi multilaterali conclusi nell'ambito dell'Uruguay Round divenne vincolante per tutti i membri della nuova organizzazione⁶⁷. Tuttavia, la costituzione della WTO rappresentò non soltanto il consolidamento del sistema commerciale multilaterale, ma anche l'ampliamento del suo ambito di intervento a settori precedentemente disciplinati solo marginalmente o non inclusi nel GATT, tra cui il commercio dei servizi, gli aspetti dei diritti di proprietà intellettuale connessi al commercio e alcune misure relative agli investimenti. Gli accordi raggiunti nell'ambito dell'Uruguay Round possono quindi essere interpretati come un punto di discontinuità rispetto ai precedenti Round negoziali, non tanto perché determinarono una ulteriore riduzione delle barriere tariffarie, quanto perché ampliarono considerevolmente gli ambiti sottoposti alla disciplina commerciale multilaterale. La nuova agenda rifletteva infatti l'emergere di interessi e attori differenti rispetto a quelli che avevano caratterizzato le prime fasi del GATT, in particolare nei settori dei servizi, della proprietà intellettuale e degli investimenti. La progressiva estensione delle regole multilaterali a tali ambiti contribuì a ridefinire il rapporto tra politiche commerciali, regolamentazione nazionale e attività delle imprese operanti su scala internazionale. In questa prospettiva, la nascita della WTO può essere collocata nel più ampio processo di trasformazione dell'ordine economico internazionale che accompagnò l'affermazione del paradigma neoliberale⁶⁸.

⁶⁷ Ivi.

⁶⁸ Serdar Altay, "The Rise and Decline of the Liberal World Order and the Multilateral Trade System: A Critical-Constructivist Synthesis to International Regime Analysis", *Uluslararası İlişkiler / International Relations*, 21, 82 (2024), pp. 97–115.

1.2.2 Dall'*Euromarket* alla finanziarizzazione

Parallelamente alle spinte per una maggiore liberalizzazione commerciale, seppur secondo modalità differenti, si diffuse ben presto, soprattutto tra gli operatori finanziari, l'interesse per una maggiore apertura alla circolazione internazionale dei capitali. Un primo passaggio in questa direzione fu rappresentato dalla nascita dell'*Euromarket*, sviluppato a Londra negli anni Sessanta come mercato *offshore* di depositi e prestiti denominati in dollari, al di fuori della regolamentazione statunitense. Attraverso questo circuito, le banche internazionali raccoglievano dollari detenuti al di fuori degli Stati Uniti e li reimpiegavano mediante operazioni di finanziamento internazionale. Ben presto però, il mercato si estese progressivamente anche ad altre valute, trasformandosi in un circuito creditizio *offshore* e transnazionale⁶⁹.

La sua crescita fu favorita anche dalle restrizioni presenti nei mercati finanziari nazionali: in particolare, l'*Interest Equalization Tax*, introdotta dagli Stati Uniti nel 1963, incentivò numerose banche statunitensi ad aprire affiliate a Londra per operare al di fuori dei vincoli fiscali e regolamentari domestici⁷⁰. La crescita di questo mercato proseguì negli anni Settanta e fu ulteriormente alimentata, dopo la quadruplicazione del prezzo del petrolio nel 1973-1974, dall'accumulo di ingenti surplus in dollari da parte dei paesi dell'OPEC. Una parte di tali fondi venne infatti depositata sull'*Euromarket* e successivamente reimpiegata dalle banche attraverso prestiti internazionali. L'espansione del credito contribuì così ad alimentare l'indebitamento dei paesi in via di sviluppo; tuttavia, quando l'aumento dei tassi dopo il *Volcker Shock* rese più oneroso il servizio del debito e i paesi OPEC ridussero parte dei propri depositi sull'*Euromarket*, la contrazione della liquidità internazionale contribuì allo scoppio della crisi del debito⁷¹.

La vicenda dell'*Euromarket* evidenziava, quindi, come una crescente mobilità internazionale dei capitali non solo si manifestò in un periodo in cui i movimenti di capitale erano ancora

⁶⁹ Eric Helleiner, *States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s*, Cornell University Press, Ithaca, NY, (1994).

⁷⁰ Christopher Kopper, "The Recycling of Petrodollars", *Revue d'économie financière* (English ed.), hors-série (2009), pp. 37–46.

⁷¹ Ivi.

fortemente regolamentati, ma contribuì anche a modificare il funzionamento del sistema finanziario, ampliando la capacità degli operatori di raccogliere e trasferire fondi al di fuori dei tradizionali circuiti finanziari nazionali.

Tuttavia, la sua peculiarità non riguardava soltanto la sua dimensione internazionale, ma anche la natura del meccanismo monetario e creditizio che si sviluppò al suo interno. Poiché le banche operanti sull'*Euromarket* non erano soggette a obblighi di riserva analoghi a quelli previsti nei sistemi bancari nazionali, la distinzione tra moneta e credito divenne più labile e la liquidità internazionale poté essere moltiplicata attraverso l'attività delle banche *offshore*. In questa prospettiva, Amato e Fantacci interpretano l'*Euromarket* come un meccanismo capace di assorbire il crescente deflusso di dollari dagli Stati Uniti e di consentire al debito estero americano di circolare indefinitamente come moneta internazionale⁷².

Queste caratteristiche consentono di collocare l'esperienza dell'*Euromarket* all'interno della più ampia trasformazione della finanza internazionale che si sarebbe sviluppata nei decenni successivi. Infatti, pur essendosi affermato prima della piena diffusione del paradigma neoliberista, l'*Euromarket* anticipò alcuni dei processi che, a partire dagli anni Settanta e soprattutto dagli anni Ottanta, sarebbero stati progressivamente istituzionalizzati attraverso riforme volte alla liberalizzazione e alla deregolamentazione dei mercati finanziari⁷³.

Più nello specifico, la crisi britannica del 1976 e la successiva abolizione dei controlli sui capitali nel 1979, la svolta monetaria e la deregolamentazione finanziaria avviate negli Stati Uniti e il cambiamento di politica economica della Francia nel 1983 evidenziarono il crescente peso della mobilità internazionale dei capitali e dei vincoli imposti dai mercati finanziari⁷⁴. Questi processi contribuirono al progressivo superamento dell'impostazione

⁷² Massimo Amato e Luca Fantacci, *Fine della finanza. Da dove viene la crisi e come si può pensare di uscirne*, Donzelli Editore, Roma, (2009).

⁷³ Barry Eichengreen, *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*, 2^a ed., Princeton University Press, Princeton, 2008; Hélène Rey, "Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence", *NBER Working Paper*, n. 21162, (2015).

⁷⁴ Eric Helleiner, *States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s*, Cornell University Press, Ithaca, NY, (1994); Olivier J. Blanchard, "Reaganomics", *Economic Policy*, 2, 5 (1987), pp. 15–56.

keynesiana e alla diffusione di un nuovo paradigma fondato sulla stabilità monetaria, sulla liberalizzazione dei movimenti di capitale e sulla deregolamentazione finanziaria.

La trasformazione non rimase tuttavia circoscritta ai principali paesi occidentali, ma si estese progressivamente ad altre aree dell'economia mondiale attraverso percorsi differenti. In Europa, la liberalizzazione dei movimenti di capitale e la crescente integrazione finanziaria contribuirono al processo di integrazione monetaria; parallelamente, Giappone, America Latina, Africa ed Europa Orientale intrapresero, con modalità e tempi diversi, percorsi di apertura dei mercati, privatizzazione e liberalizzazione, spesso sostenuti o condizionati dalle istituzioni economiche internazionali⁷⁵. Anche la Cina avviò dal 1978 un processo di apertura e progressiva integrazione nell'economia mondiale, pur mantenendo un ruolo centrale dello Stato⁷⁶. Queste riforme crearono il quadro giuridico e istituzionale che permise l'espansione e la progressiva integrazione dei mercati finanziari. Essi progressivamente si sostituirono al sistema bancario come principale fonte di liquidità internazionale, ampliarono le possibilità di finanziamento e investimento, favorendo al contempo la diffusione di intermediari professionali e la progressiva istituzionalizzazione degli investimenti. Inoltre, la concentrazione di ingenti masse di risparmio presso fondi pensione, fondi comuni di investimento e *hedge funds* contribuì a modificare la struttura della proprietà azionaria delle imprese, accrescendo il peso degli investitori istituzionali accanto alla tradizionale presenza degli azionisti individuali⁷⁷.

⁷⁵ Eric Helleiner, *States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s*, Cornell University Press, Ithaca, NY, (1994); Emmanuel Murlon-Druol, "History of an Incomplete EMU", in Fabian Amtenbrink e Christoph Herrmann (a cura di), *EU Law of Economic and Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford, (2020), pp. 13–36; J. Barry Riddell, "Things Fall Apart Again: Structural Adjustment Programmes in Sub-Saharan Africa", *The Journal of Modern African Studies*, 30, 1 (1992), pp. 53–68; Karin Fisher, "The Influence of Neoliberals in Chile before, during, and after Pinochet", in Philip Mirowski e Dieter Plehwe (a cura di), *The Road from Mont Pèlerin: The Making of the Neoliberal Thought Collective*, pp. 306–346; Marion Fourcade-Gourinchas e Sarah L. Babb, "The Rebirth of the Liberal Creed: Paths to Neoliberalism in Four Countries", *American Journal of Sociology*, 108, 3 (2002), pp. 533–579; Hilary Appel e Mitchell A. Orenstein, "Why Did Neoliberalism Triumph and Endure in the Post-Communist World?", *Comparative Politics*, 48, 3 (2016), pp. 313–331.

⁷⁶ David Harvey, *A Brief History of Neoliberalism*, Oxford University Press, Oxford, (2005); Chunlai Chen, "The Liberalisation of FDI Policies and the Impacts of FDI on China's Economic Development", in Ross Garnaut et al. (a cura di), *China's 40 Years of Reform and Development: 1978–2018*, ANU Press, Canberra, (2018), pp. 595–618.

⁷⁷ Massimo Amato e Luca Fantacci, *Fine della finanza. Da dove viene la crisi e come si può pensare di uscirne*, Donzelli Editore, Roma, (2009); Ronald Dore e Annalisa Pontieri, "La finanziarizzazione dell'economia globale", *Stato e Mercato*, 84, 3 (2008), pp. 373–394.

Parallelamente, l'ampliamento della partecipazione ai mercati finanziari favorì la diffusione di nuovi strumenti e tecniche finanziarie. Le borse merci avevano assunto la loro configurazione moderna tra il XIX e il XX secolo, attraverso la standardizzazione dei contratti e lo sviluppo dei mercati dei futures. Un ruolo centrale fu svolto dalla *Chicago Board of Trade*, fondata nel 1848, che contribuì all'istituzionalizzazione dei contratti a termine sulle commodities agricole, cui si affiancarono progressivamente borse specializzate per il cotone, altre merci e i metalli, tra cui la *London Metal Exchange*, fondata nel 1877⁷⁸. Grazie al loro contributo alla riduzione dell'incertezza nei mercati internazionali, attraverso la standardizzazione delle merci, la formazione centralizzata dei prezzi e l'offerta di strumenti per la gestione del rischio derivante dalla volatilità dei prezzi, le borse merci rappresentarono infrastrutture fondamentali della prima globalizzazione⁷⁹.

L'esigenza di coprirsi dalla volatilità dei prezzi, inizialmente concentrata soprattutto sulle commodities agricole, non era casuale: la produzione agricola era infatti esposta a rischi climatici che potevano compromettere i raccolti, ridurre l'offerta e, conseguentemente, determinare aumenti dei prezzi del sottostante. In questo contesto, i futures svolgevano principalmente una funzione di copertura del rischio associato alla variabilità dei prezzi delle merci. Tale assetto rimase sostanzialmente invariato fino alla metà del XX secolo, anche perché il sistema di Bretton Woods contribuiva, sul versante monetario, a contenere la volatilità dei tassi di cambio, limitando l'esposizione di imprese e banche a questo tipo di rischio. Con la crisi del sistema negli anni Settanta e il passaggio ai cambi flessibili, tuttavia, la maggiore volatilità dei tassi di cambio, cui si aggiunse quella dei tassi d'interesse, accrebbe la necessità di strumenti di copertura anche per questi rischi. La domanda proveniente dagli operatori economici favorì così l'estensione dei contratti futures a nuove attività sottostanti

⁷⁸ Geoffrey Poitras, "From Antwerp to Chicago: The History of Exchange-Traded Derivative Security Contracts", *Revue d'Histoire des Sciences Humaines*, 20, n. 1, (2009), pp. 11–50.

⁷⁹ Olivier Accominotti e Stefano Ugolini, "International Trade Finance from the Origins to the Present: Market Structures, Regulation, and Governance", in Eric Brousseau, Jean-Michel Glachant e Jérôme Sgard (a cura di), *The Oxford Handbook of Institutions of International Economic Governance and Market Regulation*, Oxford University Press, Oxford, (2020).

e contribuì alla progressiva trasformazione delle borse merci in mercati capaci di offrire strumenti per la gestione di rischi di natura finanziaria⁸⁰.

L'estensione della funzione di copertura oltre le commodities agricole si inserì, a sua volta, nel più ampio processo di trasformazione dei mercati finanziari seguito alla crisi degli anni Settanta. Questo processo fu particolarmente evidente durante le crisi petrolifere, quando la crescente volatilità dei prezzi dell'energia contribuì a legittimare, all'interno della nuova visione neoliberale, un maggiore ricorso agli strumenti finanziari per la gestione del rischio. In questa prospettiva, i mercati futures venivano presentati non soltanto come strumenti di copertura, ma anche come meccanismi capaci di favorire una formazione dei prezzi più efficiente e di attenuare le distorsioni attribuite al potere dell'OPEC. La crisi energetica degli anni Settanta può quindi essere interpretata anche attraverso una lente finanziaria, nella quale la volatilità dei prezzi delle materie prime divenne progressivamente un problema da gestire attraverso strumenti e mercati finanziari⁸¹.

La crescente domanda di questi strumenti si accompagnò inoltre a importanti cambiamenti nel quadro regolamentare, particolarmente evidenti negli Stati Uniti. Con il *Commodity Futures Trading Commission Act* del 1974 venne istituita la *Commodity Futures Trading Commission* (CFTC), cui fu affidata la vigilanza sui mercati futures. La normativa ampliò significativamente la nozione di commodity, consentendo la negoziazione di contratti futures aventi come sottostante non solo beni agricoli, ma anche valute, tassi d'interesse e strumenti finanziari. Questo ampliamento istituzionale della categoria dei futures rese quindi possibile l'estensione di una tecnica originariamente sviluppata soprattutto per la gestione del rischio relativo alle merci a una gamma sempre più ampia di attività finanziarie. Allo stesso tempo, il nuovo quadro regolamentare consentì ai derivati finanziari di operare in un regime relativamente permissivo rispetto a quello dei mercati azionari, caratterizzato da requisiti di margine contenuti e da un ampio ricorso alla leva finanziaria. La successiva fase di elevata volatilità macroeconomica, accentuata dal cosiddetto *Volcker Shock*, accrebbe ulteriormente la domanda di strumenti di copertura contro i rischi di cambio e di tasso d'interesse,

⁸⁰ Ranald C. Michie, "Commodities, Futures, Options, and Swaps, 1970–92", in *Banks, Exchanges, and Regulators: Global Financial Markets from the 1970s*, Oxford University Press, Oxford, (2020).

⁸¹ Caleb Wellum, "Energizing Finance: The Energy Crisis, Oil Futures, and Neoliberal Narratives", *Enterprise & Society*, 21, n. 1, (2020), pp. 2–37.

contribuendo all'espansione dei derivati finanziari. Sebbene la *U.S. Securities and Exchange Commission* (SEC) cercasse di estendere la propria competenza su parte di questi strumenti, il clima politico favorevole alla deregolamentazione e alla liberalizzazione finanziaria limitò tali tentativi, consolidando il ruolo della CFTC e favorendo l'ulteriore sviluppo del mercato dei derivati⁸².

L'ampliamento dei mercati dei derivati non seguì tuttavia un percorso uniforme nei diversi centri finanziari. Se negli Stati Uniti l'estensione della categoria dei futures a valute, tassi d'interesse e strumenti finanziari avvenne attraverso l'introduzione di un nuovo organo di supervisione pubblica, la CFTC, nel Regno Unito si scelse invece di non istituire un'autorità specificamente preposta al controllo dei derivati. Le borse londinesi conservarono così il tradizionale modello di autoregolamentazione, facendo leva sul controllo indiretto della *Bank of England* e, dopo l'ingresso nella CEE, sulle procedure di *negative clearance* e sulla frammentazione delle competenze europee in materia finanziaria. Tale assetto consentì alle istituzioni finanziarie britanniche di evitare l'introduzione di una supervisione pubblica più stringente e contribuì a creare condizioni favorevoli alla progressiva espansione delle attività in derivati⁸³.

L'ampliamento dei sottostanti e la progressiva liberalizzazione dei mercati ebbero conseguenze anche sulla composizione degli operatori e sulle modalità di utilizzo dei futures. Se in precedenza la maggior parte delle posizioni aperte era detenuta da operatori commerciali e piccoli trader, nel nuovo contesto una quota crescente dell'*open interest* venne assunta da *index traders*, *swap dealers* e *hedge funds*⁸⁴. L'allargamento della platea degli operatori modificò così la funzione economica dei futures: se la loro giustificazione tradizionale risiedeva nella copertura (*hedging*) contro le oscillazioni dei tassi di cambio, dei tassi d'interesse e dei prezzi delle materie prime, il crescente coinvolgimento di operatori

⁸² Chris Muellerleile, "Speculative Boundaries: Chicago and the Regulatory History of US Financial Derivative Markets", *Environment and Planning A: Economy and Space*, 47, n. 9, (2015), pp. 1805–1823.

⁸³ Marco Bertilorenzi, "Futures of Europe: The City of London's Commodity Exchanges, the European Economic Community, and the Global Regulation of Futures Trading (1960s–1980s)", *Enterprise & Society*, 24, n. 3, (2023), pp. 731–758.

⁸⁴ Scott H. Irwin e Dwight R. Sanders, "Index Funds, Financialization, and Commodity Futures Markets", *Applied Economic Perspectives and Policy*, 33, 1 (2011), pp. 1–31; Scott H. Irwin e Dwight R. Sanders, "Financialization and Structural Change in Commodity Futures Markets", *Journal of Agricultural and Applied Economics*, 44, 3 (2012), pp. 371–396.

finanziari ne favorì anche l'impiego per finalità speculative e di incremento dei rendimenti finanziari.

Questa trasformazione non riguardò soltanto i nuovi sottostanti finanziari, ma investì progressivamente anche i mercati delle commodities agricole, dai quali il mercato dei futures aveva avuto origine. L'indicizzazione di tali mercati e il crescente afflusso di capitali da parte degli investitori istituzionali contribuirono infatti a trasformare progressivamente i futures da strumenti prevalentemente orientati alla copertura del rischio in attività sempre più integrate nelle strategie di investimento finanziario. L'afflusso di capitali verso fondi e prodotti indicizzati favorì inoltre una crescente correlazione tra diverse commodities, che iniziarono a muoversi con maggiore sincronia poiché acquistate e vendute congiuntamente all'interno di panieri d'investimento sottoposti a periodici ribilanciamenti⁸⁵. In questo senso, anche mercati originariamente legati alla gestione del rischio derivante dalla produzione e dalla commercializzazione di beni fisici vennero progressivamente incorporati nelle dinamiche dell'investimento finanziario.

L'ingresso di nuovi operatori e l'estensione delle funzioni dei futures contribuirono infine a un processo più ampio di diversificazione ed espansione dei derivati finanziari nel loro complesso. Gli strumenti derivati si diffusero progressivamente tra una platea sempre più ampia di operatori, comprendente non soltanto gli intermediari finanziari, ma anche imprese non finanziarie, banche, fondi pensione, fondi di investimento e *hedge funds*. La crescente diffusione di tali strumenti ampliò quindi il ricorso a tecniche e logiche finanziarie al di fuori degli originari mercati delle commodities, contribuendo alla progressiva estensione della sfera finanziaria all'interno dell'economia contemporanea⁸⁶.

Nel loro insieme, la diffusione di politiche sempre più liberalizzanti, la crescita degli operatori finanziari e l'espansione degli strumenti finanziari contribuirono ad accrescere il peso e la pervasività della finanza nell'economia, creando alcune delle condizioni attraverso cui si affermò la finanziarizzazione. Divenuto particolarmente evidente negli ultimi decenni

⁸⁵ Ke Tang e Wei Xiong, *Index Investment and Financialization of Commodities*, NBER Working Paper n. 16385, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA, (2010).

⁸⁶ Ronald Dore e Annalisa Pontieri, "La finanziarizzazione dell'economia globale", *Stato e Mercato*, n. 84, (2008), pp. 373–394.

del Novecento e progressivamente esteso su scala globale, tale fenomeno favorì lo sviluppo di un'ampia letteratura accademica, anche alla luce dell'impatto delle crisi finanziarie⁸⁷, dando luogo, al contempo, a definizioni tra loro eterogenee.

Da una prospettiva interpretativa ampia, la finanziarizzazione può essere definita come una specifica fase del capitalismo contemporaneo, sviluppatasi a partire dagli anni Ottanta e caratterizzata dal «ruolo crescente delle motivazioni finanziarie, dei mercati finanziari, degli attori finanziari e delle istituzioni finanziarie nel funzionamento delle economie nazionali e internazionali»⁸⁸. A partire da questa definizione generale, la classificazione proposta da van der Zwan consente di distinguere tre principali approcci attraverso cui la letteratura ha analizzato la finanziarizzazione, corrispondenti a differenti livelli di analisi: come trasformazione del regime di accumulazione, come crescente orientamento delle imprese alla valorizzazione per gli azionisti (*shareholder value*) e come progressiva integrazione della vita quotidiana nei circuiti finanziari⁸⁹. Relativamente alla finanziarizzazione come regime di accumulazione, Arrighi la inserisce nella dinamica di lungo periodo del capitalismo, caratterizzata dall'alternanza tra fasi di espansione materiale e finanziaria, individuando negli anni Settanta il passaggio del capitalismo statunitense verso una crescente centralità della finanza. Sawyer, riprendendo Epstein, distingue invece tra la finanziarizzazione come processo generale di espansione della sfera finanziaria e come specifica fase del capitalismo contemporaneo. In quest'ultima accezione, Krippner la definisce come un modello di accumulazione nel quale i profitti derivano in misura crescente dalle attività finanziarie anziché dalla produzione e dal commercio. Tale trasformazione, secondo l'autrice, fu favorita dai cambiamenti istituzionali e regolamentari intervenuti dagli anni Settanta, mentre Stein ne collega l'affermazione anche alla crisi della produttività, alla crescente concorrenza

⁸⁷ Massimo Amato e Luca Fantacci, *Fine della finanza. Da dove viene la crisi e come si può pensare di uscirne*, Donzelli Editore, Roma, (2009); Christopher L. Gilbert, *Speculative Influences on Commodity Futures Prices, 2006–2008*, Working Paper, Department of Economics, University of Trento, Trento, (2009); Christopher L. Gilbert, "How to Understand High Food Prices", *Journal of Agricultural Economics*, 61, 2 (2010), pp. 398–425.

⁸⁸ Gerald A. Epstein, "Introduction and Distributional Implications", in Gerald A. Epstein (a cura di), *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, Cheltenham, 2005, pp. 1–16; Malcolm Sawyer, "What Is Financialization?", *International Journal of Political Economy*, 42, 4 (2013), pp. 5–18.

⁸⁹ Natascha van der Zwan, "Making Sense of Financialization", *Socio-Economic Review*, 12, 1 (2014), pp. 99–129.

internazionale e alla deindustrializzazione. Nel complesso, la finanziarizzazione può quindi essere intesa come una trasformazione del capitalismo nella quale la crescente centralità della finanza modifica i rapporti tra accumulazione produttiva, mercati finanziari e comportamento degli operatori economici⁹⁰.

Accanto alla crescente centralità della finanza nei processi di accumulazione, van der Zwan ha individuato un'altra dimensione della finanziarizzazione, relativa alla progressiva integrazione delle famiglie nei mercati finanziari. Tale processo, definito da Aitken come «finanza popolare» e descritto anche come “finanziarizzazione di massa”, comportò l'estensione dell'accesso agli strumenti finanziari oltre le tradizionali classi *rentier*. Attraverso fondi pensione, credito al consumo e mutui immobiliari, esigenze legate al consumo, alla previdenza e alla sicurezza economica vennero progressivamente integrate nei circuiti finanziari e mediate da banche, assicurazioni e investitori istituzionali. Parallelamente, il ridimensionamento del *welfare* e la crescente flessibilità del lavoro contribuirono a trasferire una quota maggiore della gestione del rischio dagli istituti collettivi agli individui. La responsabilizzazione individuale nella gestione dell'incertezza favorì così una crescente dipendenza dai mercati finanziari, nei quali il rischio venne progressivamente concepito non soltanto come una minaccia da contenere, ma anche come una condizione necessaria per ottenere rendimenti e garantire la sicurezza economica futura⁹¹.

⁹⁰ Giovanni Arrighi, *The Long Twentieth Century: Money, Power, and the Origins of Our Times*, 2^a ed., Verso, London, (2010); Gerald A. Epstein, “Introduction: Financialization and the World Economy”, in Gerald A. Epstein (a cura di), *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, (2005); Engelbert Stockhammer, “Financialization, Income Distribution and the Crisis”, *Investigación Económica*, 71, 279 (2012), pp. 39–70; Arjun Jayadev e Gerald A. Epstein, “The Rise of Rentier Incomes in OECD Countries: Financialization, Central Bank Policy and Labor Solidarity”, in *The Political Economy of Central Banking*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 2019, pp. 350–378; Greta R. Krippner, “The Financialization of the American Economy”, *Socio-Economic Review*, 3, 2 (2005), pp. 173–208; Judith Stein, *Pivotal Decade: How the United States Traded Factories for Finance in the Seventies*, Yale University Press, New Haven, (2010); Michael Hudson, “From Marx to Goldman Sachs: The Fictions of Fictitious Capital, and the Financialization of Industry”, *Critique*, 38, 3 (2010), pp. 419–444.

⁹¹ Rob Aitken, *Performing Capital: Toward a Cultural Economy of Popular and Global Finance*, Palgrave Macmillan, New York, (2007); Ismail Erturk, Julie Froud, Sukhdev Johal, Adam Leaver e Karel Williams, “Against Agency: A Positional Critique”, *Economy and Society*, 36, 1 (2007), pp. 51–77; Randy Martin, *Financialization of Daily Life*, Temple University Press, Philadelphia, 2002; Paul Langley, “In the Eye of the ‘Perfect Storm’: The Final Salary Pensions Crisis and Financialisation of Anglo-American Capitalism”, *New Political Economy*, 9, 4 (2004), pp. 539–558; Barbara Waine, “Ownership and Security: Individualised Pensions and Pension Policy in the United Kingdom and the United States”, *Competition & Change*, 10, 3 (2006), pp. 321–337; Engelbert Stockhammer, “Financialization and the Global Economy”, *Political Economy Research Institute Working Paper*, n. 240, University of Massachusetts Amherst, 2010; Johnna Montgomerie,

Tuttavia, ai fini della presente analisi, risulta maggiormente rilevante il progressivo allineamento delle decisioni aziendali agli interessi degli azionisti e la crescente rilevanza delle attività, delle strategie e degli obiettivi di natura finanziaria all'interno della gestione d'impresa. A partire dagli anni Ottanta, la trasformazione delle strategie delle imprese non finanziarie si intrecciò con l'espansione delle *global value chains* (GVC) e con la diffusione dei processi di *offshoring* e *outsourcing*⁹². Le difficoltà di redditività emerse durante la crisi degli anni Settanta spinsero infatti le imprese a ricercare nuove modalità di sostegno dei margini, anche attraverso una riorganizzazione internazionale dei processi produttivi⁹³. La progressiva liberalizzazione dei movimenti di capitale e l'integrazione dei mercati internazionali crearono le condizioni per l'espansione dell'*offshoring*, inteso come la delocalizzazione internazionale di segmenti dei processi produttivi, in particolare di quelli caratterizzati da un minore valore aggiunto. La frammentazione internazionale della produzione consentì così alle imprese di ridurre i costi di produzione e di capitale e di accrescere la redditività attraverso una diversa organizzazione delle fonti del profitto, secondo il meccanismo definito da Milberg *shifting sources of profit*⁹⁴.

La riorganizzazione internazionale della produzione non incise soltanto sulle modalità di generazione dei profitti, ma contribuì anche a creare le condizioni per il loro successivo impiego. La riduzione dei costi e il conseguente aumento dei margini potevano infatti liberare risorse che, anziché essere reinvestite nell'espansione della capacità produttiva attraverso la spesa in conto capitale (*capex*), potevano essere destinate a impieghi diversi, tra cui la distribuzione di dividendi, i riacquisti di azioni proprie e le operazioni di fusione e

"The Financialization of the American Credit Card Industry", *Competition & Change*, 10, 3 (2006), pp. 301–319; Paul Langley, "Securitising Suburbia: The Transformation of Anglo-American Mortgage Finance", *Competition & Change*, 10, 3 (2006), pp. 283–299; Tony Cutler e Barbara Waive, "Social Insecurity and the Retreat from Social Democracy: Occupational Welfare in the Long Boom and Financialization", *Review of International Political Economy*, 8, 1 (2001), pp. 96–118.

⁹² William Milberg, "Shifting Sources and Uses of Profits: Sustaining US Financialization with Global Value Chains", *Economy and Society*, 37, 3 (2008), pp. 420–451.

⁹³ Özgür Orhangazi, *Financialization of the US Economy and Its Effects on Capital Accumulation: A Theoretical and Empirical Investigation*, tesi di dottorato, University of Massachusetts Amherst, (2006); Greta R. Krippner, "The Financialization of the American Economy", *Socio-Economic Review*, 3, 2 (2005), pp. 173–208; Fuat Demir, "Capital Market Imperfections and Financialization of Real Sectors in Emerging Markets: Private Investment and Cash Flow Relationship Revisited", *World Development*, 37, 5 (2009), pp. 953–964.

⁹⁴ William Milberg, "Shifting Sources and Uses of Profits: Sustaining US Financialization with Global Value Chains", *Economy and Society*, 37, 3 (2008), pp. 420–451.

acquisizione. Milberg definisce questo processo *shifting uses of profit*, sottolineando come la riorganizzazione globale della produzione potesse quindi contribuire a modificare non solo le fonti, ma anche gli impieghi dei profitti delle imprese⁹⁵.

La relazione tra questi processi non deve tuttavia essere interpretata come un rapporto unidirezionale. Se, da un lato, lo *shifting sources of profit* consentiva di liberare risorse attraverso la riorganizzazione internazionale della produzione, dall'altro, la crescente pressione esercitata dai mercati finanziari sulla redditività e sulla distribuzione dei rendimenti poteva incentivare le imprese a ricercare ulteriori riduzioni dei costi attraverso l'*offshoring* e l'*outsourcing* e, al contempo, a destinare una quota maggiore delle risorse liberate alla remunerazione degli azionisti, rafforzando così lo *shifting uses of profit*. Di conseguenza, si configura un possibile meccanismo cumulativo nel quale la riorganizzazione globale delle catene produttive e la finanziarizzazione delle imprese risultano alimentarsi reciprocamente⁹⁶.

Tuttavia, in un contesto internazionale caratterizzato da una crescente pressione competitiva e da una più debole dinamica della crescita economica, le imprese non si limitarono a ricercare una riduzione dei costi attraverso la delocalizzazione della produzione, ma furono progressivamente indotte a ricercare nuove modalità di accrescimento della redditività. La rapida espansione dei mercati finanziari offrì in questo senso nuove opportunità di impiego delle risorse, favorendo una crescente integrazione tra le strategie produttive e la dimensione finanziaria dell'attività d'impresa.

In questa prospettiva, la finanziarizzazione delle imprese non finanziarie si manifesta attraverso due dinamiche strettamente connesse a tale trasformazione: il *crowding out*, inteso come crescente destinazione di risorse verso attività finanziarie a scapito, in alcuni casi, dell'accumulazione produttiva, e il *payout*, espressione dell'incremento delle distribuzioni di capitale agli azionisti attraverso dividendi e riacquisti di azioni proprie⁹⁷.

⁹⁵ Ivi.

⁹⁶ Ivi; Tristan Auvray e Joel Rabinovich, "The Financialisation–Offshoring Nexus and the Capital Accumulation of US Non-Financial Firms", *Cambridge Journal of Economics*, 43, 5 (2019), pp. 1183–1218.

⁹⁷ Özgür Orhangazi, "Financialisation and Capital Accumulation in the Non-Financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation on the US Economy, 1973–2003", *Cambridge Journal of Economics*, 32, 6 (2008), pp. 863–886.

L'analisi di queste trasformazioni consente quindi di comprendere come il mutamento dell'ordine economico internazionale abbia costituito la cornice entro cui si sviluppò la progressiva finanziarizzazione delle grandi imprese non finanziarie. La crescente centralità della finanza contribuì infatti a modificare il rapporto tra attività produttive e finanziarie e ad attribuire un peso crescente alla redditività del capitale e alla remunerazione degli azionisti nelle decisioni aziendali. La ricostruzione dei processi attraverso cui si affermarono il nuovo ordine neoliberale, la nuova fase della globalizzazione e la finanziarizzazione dell'economia mondiale costituisce pertanto il presupposto necessario per analizzare, nei capitoli successivi, le trasformazioni intervenute nelle strategie e nelle modalità di allocazione delle risorse delle grandi imprese non finanziarie e, nello specifico, l'evoluzione di Nestlé S.A.

2 L'evoluzione dell'impresa moderna attraverso il caso di Nestlé S.A.: dal capitalismo manageriale alla finanziarizzazione

Le trasformazioni dell'ordine economico internazionale analizzate nel capitolo precedente, affermatesi nel quadro della svolta neoliberale, videro le grandi imprese e le multinazionali assumere un ruolo sempre più attivo anche sul piano politico, contribuendo alla ridefinizione delle regole dell'economia internazionale e alla promozione dei processi di liberalizzazione degli scambi e dei movimenti di capitale. I cambiamenti intervenuti a livello macroeconomico modificarono a loro volta le condizioni entro cui le grandi imprese non finanziarie operavano, producendo conseguenze sul piano microeconomico e contribuendo a trasformarne le modalità di internazionalizzazione, le strategie e i criteri di allocazione delle risorse. La crescente apertura degli scambi e dei mercati finanziari favorì infatti una più stretta integrazione delle imprese nei processi di globalizzazione e finanziarizzazione dell'economia, creando le condizioni entro cui si svilupparono nuove modalità di organizzazione e di gestione dell'attività d'impresa. È proprio questa trasformazione a livello microeconomico che costituisce l'oggetto del presente capitolo, nel quale l'evoluzione delle grandi imprese verrà analizzata attraverso il caso di Nestlé, al fine di osservare concretamente come i mutamenti dell'economia mondiale si tradussero in cambiamenti nelle strategie aziendali, nelle modalità di allocazione delle risorse e nelle strutture organizzative dell'impresa contemporanea.

Il modello utilizzato per analizzare i cambiamenti intervenuti a livello microeconomico nelle grandi imprese si rifà all'interpretazione di William Lazonick. Secondo l'autore, nel periodo compreso tra il secondo dopoguerra e la fine degli anni Settanta, le grandi imprese statunitensi adottarono prevalentemente un principio di allocazione delle risorse definito *retain-and-reinvest*, orientato alla ritenzione degli utili e al loro reinvestimento

nell'espansione delle capacità produttive e organizzative dell'impresa, attraverso investimenti in impianti, ricerca e sviluppo, competenze e stabilità della forza lavoro. Questo modello si fondava sulla capacità dell'impresa di trattenere una parte significativa degli utili per finanziare la crescita e lo sviluppo di competenze e capacità produttive nel lungo periodo, creando le condizioni per una successiva distribuzione del valore tra i diversi stakeholder. A partire dagli anni Ottanta, tuttavia, questo orientamento iniziò progressivamente a essere sostituito da un regime definito *downsize-and-distribute*, caratterizzato dal ridimensionamento delle attività e della forza lavoro e da una crescente destinazione delle risorse alla remunerazione degli azionisti attraverso dividendi e riacquisti di azioni proprie⁹⁸. Tale trasformazione non riguardò quindi soltanto le modalità di distribuzione degli utili, ma rifletté un più ampio mutamento dei criteri di allocazione delle risorse e della corporate governance, nel quale la massimizzazione dello *shareholder value* assunse il carattere di una nuova ideologia della gestione d'impresa⁹⁹. Le grandi imprese non finanziarie si trovarono infatti esposte a una duplice pressione: da un lato, l'intensificazione della concorrenza nei mercati dei prodotti; dall'altro, la crescente pressione esercitata dai mercati finanziari e dalle aspettative degli investitori. L'interazione tra queste due pressioni contribuì a modificare le strategie aziendali e le modalità attraverso cui le imprese non finanziarie destinavano le proprie risorse, favorendo il progressivo spostamento da un modello fondato sulla ritenzione e sul reinvestimento degli utili a uno maggiormente orientato alla distribuzione del valore agli azionisti¹⁰⁰.

Alla luce di questi presupposti, il presente capitolo si concentra sull'analisi dell'evoluzione di Nestlé S.A., un'azienda opportunamente collocabile nel più ampio panorama delle imprese multinazionali. La progressiva costruzione di una rete internazionale di produzione, distribuzione e vendita e la capacità di operare stabilmente oltre i confini nazionali

⁹⁸ William Lazonick e Mary O'Sullivan, "Organization, Finance and International Competition", *Industrial and Corporate Change*, 5, 1 (1996), pp. 1–49; William Lazonick, *Profits Without Prosperity: How Stock Buybacks Manipulate the Market, and Leave Most Americans Worse Off*, The Academic-Industry Research Network, (2014).

⁹⁹ William Lazonick e Mary O'Sullivan, "Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance", *Economy and Society*, 29, 1 (2000), pp. 13–35.

¹⁰⁰ James R. Crotty, "The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and 'Impatient' Finance on Nonfinancial Corporations in the Neoliberal Era", *Review of Radical Political Economics*, vol. 35, n. 3, (2003), pp. 271–279.

consentono infatti di considerare Nestlé come un caso significativo dell'evoluzione dell'impresa globale nel corso della lunga storia dell'internazionalizzazione dell'attività d'impresa. In questa prospettiva, la traiettoria di Nestlé si inserisce nelle trasformazioni delle imprese multinazionali e nelle loro strutture organizzative e strategiche, seguendo le diverse fasi dell'economia internazionale¹⁰¹.

Nonostante la rilevanza storica del gruppo e l'ampiezza della documentazione disponibile, la letteratura non offre tuttavia una ricostruzione storico-economica complessiva di Nestlé. Le principali ricostruzioni del gruppo sono infatti riconducibili alla produzione aziendale e presentano un carattere prevalentemente istituzionale e commemorativo. Tra queste rientrano Albert Pfiffner e Hans-Jörg Renk, *Transformation Challenge Nestlé 1990–2005*, pubblicato da Nestlé S.A. nel 2007, e *Nestlé 150 Years – Nutrition, Health and Wellness – 1866–2016*, pubblicato in occasione del 150° anniversario dell'azienda nel 2016.

Al contempo, anche la ricerca accademica ha prodotto un numero ancora limitato di studi dedicati a Nestlé. Tra questi rientrano, ad esempio, i lavori di Pierre-Yves Donzé e Sabine Pitteloud sui rapporti tra Nestlé, rischio politico e contesto internazionale durante la Guerra fredda¹⁰², quello di Sabine Pitteloud sul ruolo degli azionisti religiosi e sulla politicizzazione della Chiesa negli anni Settanta¹⁰³ e la ricerca di Lola Wilhelm sul coinvolgimento di Nestlé nei processi di sviluppo internazionale, con particolare riferimento all'agricoltura, alla salute pubblica e all'assistenza umanitaria tra gli anni Ottanta dell'Ottocento e gli anni Settanta del Novecento¹⁰⁴. Si tratta tuttavia di studi tematici, concentrati su specifici periodi o dimensioni dell'attività del gruppo, e non di una ricostruzione complessiva della sua evoluzione storico-economica.

¹⁰¹ Robert Fitzgerald, *The Rise of the Global Company: Multinationals and the Making of the Modern World*, Cambridge University Press, Cambridge, (2015); Andrea Colli, *Dynamics of International Business: Comparative Perspectives of Firms, Markets and Entrepreneurship*, Routledge, (2015).

¹⁰² Pierre-Yves Donzé e Sabine Pitteloud, "International human resource management and political risks: Nestlé in the Global South during the Cold War (1950–1980)", *Management & Organizational History*, 20, n. 3, (2025), pp. 293–313.

¹⁰³ Sabine Pitteloud, "Have Faith in Business: Nestlé, Religious Shareholders, and the Politicization of the Church in the Long 1970s", *Enterprise & Society*, 25, n. 3, (2024), pp. 699–727.

¹⁰⁴ Lola Wilhelm, *Formulating Development: How Nestlé Shaped the Aid Industry*, Manchester University Press, Manchester, (2025).

La ricostruzione proposta nelle pagine seguenti intende pertanto inserirsi in questo spazio, utilizzando la documentazione aziendale e archivistica disponibile per ricostruire l'evoluzione del gruppo secondo una prospettiva storico-economica, con particolare attenzione alle trasformazioni della sua struttura, delle sue strategie e del rapporto con i mercati finanziari.

Una prima parte sarà dedicata alla storia dell'azienda e alla ricostruzione del modello manageriale orientato alla crescita, riconducibile alla logica del *retain-and-reinvest*. La seconda parte, articolata in due sezioni, esaminerà invece, da un lato, l'evoluzione della strategia aziendale di fronte alle sfide poste dalla globalizzazione e, dall'altro, la progressiva transizione verso un modello d'impresa maggiormente finanziarizzato e orientato alla creazione di valore per gli azionisti, riconducibile alla logica del *downsize-and-distribute*.

2.1 La «Nestlé manageriale» e il modello *retain and reinvest*

Il modello *retain-and-reinvest* si inserisce nella più ampia riflessione sulla grande impresa manageriale e sulla sua evoluzione, prendendo le mosse dalla ricostruzione chandleriana della grande corporation¹⁰⁵. Tra la fine dell'Ottocento e i primi decenni del Novecento, la cosiddetta *managerial revolution* portò infatti all'affermazione di grandi corporation come strutture manageriali integrate, capaci di coordinare e sviluppare un insieme articolato di risorse e competenze produttive, tra cui impianti, laboratori, uffici e conoscenze specialistiche, consentendo di sfruttare economie di scala e di scopo. In questa prospettiva, la grande corporation si configura, secondo Chandler, come una forma organizzativa orientata alla crescita di lungo periodo e alla realizzazione di profitti attraverso lo sviluppo e l'impiego coordinato delle proprie capacità produttive¹⁰⁶.

Lazonick, collegando questa impostazione all'idea schumpeteriana secondo cui l'innovazione costituisce un motore fondamentale dello sviluppo economico¹⁰⁷, elabora la teoria dell'impresa innovativa, nella quale la grande impresa è interpretata come un'organizzazione che deve decidere strategicamente come allocare le risorse per sviluppare capacità produttive, organizzare le competenze necessarie al loro impiego e sostenere nel tempo gli investimenti richiesti dai processi di innovazione¹⁰⁸. In tale prospettiva, la finanza svolge un ruolo funzionale al processo di sviluppo dell'impresa, consentendole di sostenere investimenti i cui risultati si manifestano nel lungo periodo, anziché essere orientata esclusivamente alla ricerca di ritorni finanziari immediati¹⁰⁹.

¹⁰⁵ William Lazonick, "The Chandlerian Corporation and the Theory of Innovative Enterprise", *Industrial and Corporate Change*, 19, 2 (2010), pp. 317–349.

¹⁰⁶ Alfred D. Chandler Jr., *Strategy and Structure: Chapters in the History of the American Industrial Enterprise*, MIT Press, Cambridge (Mass.), (1970); Alfred D. Chandler Jr., *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*, Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge (Mass.), (1993); Alfred D. Chandler Jr., *Scale and Scope: The Dynamics of Industrial Capitalism*, Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge (Mass.), (1994).

¹⁰⁷ Joseph A. Schumpeter, *The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle*, Harvard University Press, Cambridge (Mass.), (1934).

¹⁰⁸ William Lazonick, "The Chandlerian Corporation and the Theory of Innovative Enterprise", *Industrial and Corporate Change*, 19, 2 (2010), pp. 317–349.

¹⁰⁹ Ivi.

È all'interno di questa prospettiva che il *retain-and-reinvest* si configura come un regime di allocazione delle risorse fondato sulla ritenzione degli utili e sul loro reinvestimento nelle capacità produttive dell'impresa, ovvero nel capitale fisico e nelle risorse umane complementari¹¹⁰. Gli utili e gli ammortamenti costituiscono la base finanziaria della crescita dell'impresa, mentre le organizzazioni manageriali consentono di sviluppare e utilizzare le risorse produttive¹¹¹. Il reinvestimento nelle capacità produttive consente quindi all'impresa di accrescere la propria produttività, competitività e capacità innovativa¹¹².

Infine, sempre nell'ambito della teoria dell'impresa innovativa, il reinvestimento può realizzarsi sia attraverso attività interne sia mediante acquisizioni strategiche, che possono contribuire allo sviluppo delle capacità produttive dell'impresa attraverso l'ulteriore sviluppo delle risorse e competenze acquisite¹¹³.

Il *retain-and-reinvest* costituisce quindi un riferimento teorico utile per interpretare le modalità attraverso cui le imprese accumulano e impiegano le risorse nel processo di crescita. A partire da questo quadro teorico, la successiva ricostruzione dell'evoluzione di Nestlé consente di verificare come l'impresa abbia sviluppato nel tempo la propria capacità produttiva, organizzativa e commerciale e come abbia destinato le risorse generate alla propria espansione.

Nel 1866 i fratelli Charles Page e George Page fondarono a Cham la *Anglo-Swiss Condensed Milk Company S.A.*, una società per azioni specializzata nella produzione di latte condensato. L'azienda commercializzava il proprio prodotto con il marchio *Milkmaid*, proponendolo come alternativa a lunga conservazione al latte fresco¹¹⁴. L'anno successivo, nel 1867, il farmacista Henri Nestlé avviò a Vevey l'impresa *Farine Lactée Henri Nestlé*,

¹¹⁰ William Lazonick e Mary O'Sullivan, "Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance", *Economy and Society*, 29, 1 (2000), pp. 13–35.

¹¹¹ Lazonick, O'Sullivan, "Maximizing Shareholder Value", cit.

¹¹² William Lazonick, "Innovative Enterprise and Shareholder Value", *Law and Financial Markets Review*, 8, n. 1, 2014, pp. 52–64; William Lazonick e Jang-Sup Shin, *Predatory Value Extraction: How the Looting of the Business Corporation Became the U.S. Norm and How Sustainable Prosperity Can Be Restored*, Oxford University Press, Oxford, (2019).

¹¹³ Öner Tulum, Antonio Andreoni e William Lazonick, *From Financialisation to Innovation in UK Big Pharma: AstraZeneca and GlaxoSmithKline*, Elements in Reinventing Capitalism, Cambridge University Press, Cambridge, (2022).

¹¹⁴ Nestlé S.A., *Nestlé 150 Years: Nutrition, Health and Wellness: Since 1866*, Vevey, Nestlé, (2016), p. 18.

dedicata alla produzione della *farine lactée*, un alimento ottenuto dalla combinazione di latte vaccino, farina di frumento e zucchero. Il prodotto era stato concepito come sostituto del latte materno per i neonati che non potevano essere allattati al seno, una categoria particolarmente esposta alla mortalità infantile. Nel 1875 Henri Nestlé cedette la propria attività a un gruppo di investitori locali, che ne ampliarono la produzione e la presenza sui mercati internazionali (trasformandola in *Farine Lactée Henri Nestlé S.A.*)¹¹⁵.

Nel frattempo, la crescita delle due imprese e il progressivo ampliamento delle rispettive gamme di prodotti alimentarono una crescente concorrenza. Entrambe furono quindi spinte a espandere la produzione e le vendite oltre i confini nazionali, sviluppando una presenza sempre più rilevante sui mercati esteri¹¹⁶.

Nelle fasi iniziali della loro attività, quando il latte costituiva la principale materia prima impiegata nella produzione, entrambe le aziende si approvvigionavano quotidianamente direttamente dagli allevatori locali. Le fonti riportano inoltre che la *Anglo-Swiss*, nel tentativo di sfruttare economie di scala e garantire una maggiore efficienza produttiva, sviluppò anche una propria attività lattiero-casearia. Più in generale, per soddisfare il crescente fabbisogno di materia prima, le due imprese si avvalevano dei cosiddetti distretti lattieri, organizzati attorno a centri di raccolta del latte. Tale sistema si rivelò particolarmente efficace poiché garantiva agli allevatori uno sbocco stabile per la produzione e alle aziende un approvvigionamento regolare e continuo. La sua efficienza favorì una rapida diffusione del modello, venendo adottato alla fine del XIX secolo nel Regno Unito e negli Stati Uniti e, agli inizi del Novecento, anche in Germania e Norvegia. Questo modello di approvvigionamento è rimasto ampiamente utilizzato fino ai giorni nostri e continua a essere diffuso su scala globale¹¹⁷.

L'espansione permise a Nestlé di iniziare a esportare il latte artificiale sviluppato dal suo fondatore Henri Nestlé nei Paesi vicini, come Germania, Francia e Austria, ai quali seguirono Stati Uniti, Gran Bretagna e Russia. L'attività internazionale fu inizialmente gestita attraverso agenti, successivamente attraverso gli uffici di vendita della società e, in seguito,

¹¹⁵ Ivi, p. 19.

¹¹⁶ Ivi, p. 20

¹¹⁷ Ivi, p. 107.

mediante proprie filiali. Solo in una fase successiva furono costruiti stabilimenti produttivi all'estero, cui seguì una serie di acquisizioni¹¹⁸. Tale processo, quindi, non rappresentò soltanto un'espansione geografica, ma una progressiva evoluzione delle modalità di organizzazione delle attività internazionali, caratterizzata dal crescente ricorso a forme di internalizzazione, attraverso l'inserimento di attività precedentemente coordinate mediante il mercato all'interno della struttura dell'impresa sempre più orientata ai mercati internazionali¹¹⁹.

La *Anglo-Swiss* costruì invece le sue prime fabbriche all'estero in Gran Bretagna – che costituiva anche il principale mercato per il latte condensato zuccherato –, e in Germania nel 1874, prima di acquisire, l'anno successivo, un'azienda britannica produttrice di latte condensato¹²⁰. Inoltre, nel 1882 tentò di espandersi negli Stati Uniti, ma non riuscì a stabilirvisi; la successiva morte del fondatore George Page mise ulteriormente in difficoltà la strategia statunitense e, nel 1902, l'attività oltreoceano venne venduta a Nestlé, determinando una nuova concentrazione del business in Europa¹²¹.

Similmente, Nestlé aprì il proprio ufficio vendite a Londra nel 1877, inaugurò la sua prima fabbrica all'estero nei pressi di Vienna nel 1883 e acquisì una società norvegese produttrice di latte condensato nel 1898¹²².

Nel 1905 le due società si fusero dando origine alla *Nestlé & Anglo-Swiss Condensed Milk Company*. La nuova società per azioni ampliò ulteriormente la propria offerta, includendo, oltre ai prodotti originari, latte condensato non zuccherato e latte sterilizzato. Al momento della fusione, la nuova impresa disponeva già di venti stabilimenti produttivi e di una rete commerciale estesa all'Africa, all'Asia, all'America Latina e all'Australia¹²³.

La forte crescita delle due imprese fin dalla loro fondazione fu favorita anche dal particolare contesto storico in cui nacquero, ovvero durante quella che oggi viene definita la prima

¹¹⁸ Pfiffner, Renk e Nestlé S.A., *Transformational Challenge: Nestlé 1990–2005*, cit., p. 32.

¹¹⁹ Peter J. Buckley e Mark Casson, *The Future of the Multinational Enterprise*, Macmillan, London, (1976).

¹²⁰ Pfiffner, Renk e Nestlé S.A., *Transformational Challenge: Nestlé 1990–2005*, cit., p. 32.

¹²¹ Nestlé S.A., *Nestlé 150 Years*, cit., p. 20.

¹²² Pfiffner, Renk e Nestlé S.A., *Transformational Challenge: Nestlé 1990–2005*, cit., p. 32.

¹²³ Nestlé S.A., *Nestlé 150 Years*, cit., p. 21.

ondata della globalizzazione¹²⁴. Tale contesto permise alle due aziende di orientare fin da subito le proprie attività verso una dimensione internazionale, in una fase caratterizzata dalla crescente integrazione dei mercati e dall'intensificazione degli scambi internazionali senza precedenti. A ciò contribuirono inoltre la disponibilità di latte grezzo, la possibilità di eludere alcune barriere commerciali e doganali, i minori costi di trasporto e la vicinanza ai principali mercati di sbocco¹²⁵.

Nonostante nel 1916 la *Nestlé & Anglo-Swiss Condensed Milk Company*, per assicurarsi ulteriori approvvigionamenti di latte, acquisì la società norvegese A/S Egron, ottenendo non solo le sue condenserie in Svezia e Norvegia, ma anche il brevetto per il processo di essiccazione a spruzzo, che venne successivamente utilizzato per la produzione di latte in polvere¹²⁶, lo scoppio della Prima Guerra Mondiale determinò una riduzione della disponibilità di latte in Svizzera, portando anche alla temporanea chiusura delle condenserie locali¹²⁷. Per sostenere la domanda, nel 1918 Nestlé decise quindi di rafforzare la propria presenza internazionale, acquistando alcuni stabilimenti di lavorazione negli Stati Uniti e stipulando accordi di fornitura con imprese australiane, alcune delle quali furono successivamente acquisite¹²⁸.

Sebbene lo scoppio della Prima guerra mondiale avesse determinato una generale contrazione dei commerci internazionali e reso più difficili l'approvvigionamento delle materie prime e la distribuzione dei prodotti, Nestlé beneficiò della crescente domanda di prodotti alimentari conservati, sostenuta anche dalla stipula di importanti contratti governativi. La conseguente espansione della produzione e l'acquisizione di nuovi stabilimenti portarono l'impresa a contare circa quaranta stabilimenti produttivi alla fine del conflitto¹²⁹. Fu piuttosto la fine della guerra, con il crollo della domanda, le sovracapacità finanziate attraverso il credito, le svalutazioni e le turbolenze valutarie, a portare Nestlé a registrare, nel 1921, l'unico anno in perdita della propria storia.

¹²⁴ Cfr. Kevin H. O'Rourke e Jeffrey G. Williamson, *Globalization and History: The Evolution of a Nineteenth-Century Atlantic Economy*, MIT Press, Cambridge (Mass.), (1999).

¹²⁵ Pfiffner, Renk e Nestlé S.A., *Transformational Challenge: Nestlé 1990–2005*, cit., p. 32.

¹²⁶ Nestlé S.A., *Nestlé 150 Years*, cit., p. 26.

¹²⁷ Ivi, p. 27.

¹²⁸ Ibidem.

¹²⁹ Pfiffner, Renk e Nestlé S.A., *Transformational Challenge: Nestlé 1990–2005*, cit., pp. 22-26.

A guidare il processo di ristrutturazione fu Louis Dapples (1867–1937), amministratore delegato della società tra il 1922 e il 1926 e successivamente presidente del consiglio di amministrazione dal 1927 al 1937. Sotto il suo intervento, Nestlé avviò un processo di riorganizzazione che comportò il ricorso a manager professionisti, a una maggiore centralizzazione dell'amministrazione e alla concentrazione delle attività di ricerca in un unico laboratorio a Vevey¹³⁰.

Negli anni Trenta l'impresa proseguì con una strategia di diversificazione attraverso l'ampliamento della gamma di prodotti. A tale scopo, nel 1929 acquisì la società svizzera Peter-Cailler-Kohler (PCK), allora il principale produttore di cioccolato del Paese, nata nel 1911 dalla fusione tra Peter, Cailler e Kohler. Per far fronte alle difficoltà del mercato svizzero di quegli anni, Nestlé-Peter-Cailler-Kohler sviluppò una serie di prodotti innovativi, tra cui il cioccolato bianco *Galak* nel 1936 e, nel 1937, il cioccolato aerato al miele con bolle d'aria, sostenendone il lancio con forti campagne pubblicitarie rivolte soprattutto al pubblico più giovane¹³¹.

L'azienda continuò a orientare il proprio business verso il settore dell'infanzia, ampliando tuttavia progressivamente la propria attività verso settori sempre più diversificati. Attraverso la collaborazione con cliniche e medici, Nestlé commercializzò dapprima la polvere di latticello *Eledon* (1927) e successivamente *Pelargon* (1934), un latte intero arricchito con acido lattico. Con la diffusione delle vitamine come prodotti associati alla promozione della salute, Nestlé lanciò inoltre *Nescao* (1930) e *Milo* (1934), entrambe bevande al cioccolato fortificate. Successivamente, la collaborazione con Hoffmann-La Roche portò allo sviluppo dell'integratore vitaminico *Nestrovit* e all'ingresso di Nestlé nel settore farmaceutico nel 1936¹³².

Gli anni Trenta furono comunque caratterizzati dagli effetti della Grande Depressione del 1929 e da un commercio internazionale ancora segnato da un forte protezionismo. Per far fronte a queste difficoltà, l'azienda decise di creare fabbriche e filiali nei diversi Paesi in cui operava, così da aggirare le restrizioni commerciali. La progressiva decentralizzazione

¹³⁰ Nestlé S.A., *Nestlé 150 Years*, cit., pp. 29-30.

¹³¹ Nestlé S.A., *Nestlé 150 Years*, cit., pp. 31-33.

¹³² Nestlé S.A., *Nestlé 150 Years*, cit., p. 34.

derivante da queste scelte, insieme alla persistente incertezza politica del periodo, portò inoltre *Nestlé & Anglo-Swiss Condensed Milk Company* ad adottare, dal punto di vista societario, una struttura di tipo holding, attraverso la costituzione di *Nesthold*, con sede a Vevey, e di *Unilac*, con sede a Panama (cfr. Figura 1)¹³³. Tale evoluzione appare particolarmente interessante se confrontata con le analisi di Chandler ai casi statunitensi esaminati in *Strategy and Structure*¹³⁴. La struttura a holding era spesso interpretata come uno strumento giuridico e finanziario utile a controllare numerose società, centralizzare la proprietà e coordinare partecipazioni societarie, ma generalmente insufficiente a risolvere i problemi amministrativi e organizzativi derivanti dalla crescente complessità delle imprese. Nel caso di Nestlé, invece, la trasformazione in holding sembra essere stata motivata principalmente dal contesto economico internazionale degli anni Trenta. Il ritorno di politiche protezionistiche e l'inasprimento delle barriere commerciali spinsero infatti l'impresa a sostituire progressivamente le esportazioni con la produzione locale, attraverso l'apertura di nuovi stabilimenti in numerosi paesi. La crescente dispersione geografica delle attività rese necessario sviluppare un sistema di coordinamento più articolato, che trovò espressione nella struttura holding adottata dalla società. Di conseguenza, mentre DuPont e General Motors adottarono la struttura M-form in risposta soprattutto alla crescente diversificazione delle attività e alla conseguente necessità di coordinamento interno, nel caso di Nestlé la crescente complessità organizzativa era principalmente legata alla dimensione internazionale dell'impresa e alla progressiva espansione geografica delle sue attività. In quest'ottica, la contrazione economica e commerciale determinata dal protezionismo degli anni '30 incentivò e rafforzò, anziché ridurre, il processo di internazionalizzazione di Nestlé. La struttura a holding dimostrò presto la propria utilità. Nel 1939, infatti, i vertici di Nestlé, temendo una possibile estensione del conflitto e un'eventuale occupazione della Svizzera da parte delle potenze dell'Asse, decisero in via precauzionale di trasferire da *Nesthold* a *Unilac* tutte le partecipazioni detenute nelle società extraeuropee. Contestualmente, una parte del personale dirigente fu trasferita nella nuova sede amministrativa di Stamford, negli Stati

¹³³ Nestlé S.A., *Nestlé 150 Years*, cit., p. 35.

¹³⁴ Alfred D. Chandler Jr., *Strategy and Structure: Chapters in the History of the American Industrial Enterprise*, MIT Press, Cambridge (Mass.), (1970).

Uniti, al fine di garantire la continuità operativa del gruppo anche in caso di eventi avversi sul continente europeo¹³⁵.

Il successivo scoppio della Seconda guerra mondiale ebbe effetti contrastanti per Nestlé: da un lato, l'interruzione di numerosi flussi commerciali provenienti dall'Europa favorì il rafforzamento delle esportazioni dagli Stati Uniti e dall'Australia verso i mercati africani e asiatici; dall'altro, la mobilitazione militare determinò una crescente carenza di manodopera nei Paesi coinvolti nel conflitto. In Germania, tale problema fu affrontato attraverso l'impiego di prigionieri di guerra all'interno degli stabilimenti dell'azienda.

Anche durante questo conflitto Nestlé fornì i propri prodotti alle forze armate dei diversi Paesi coinvolti. In questo contesto conobbe una rapida diffusione *Nescafé*, il caffè solubile lanciato nel 1938 in collaborazione con il governo brasiliano per valorizzare le eccedenze della produzione nazionale di caffè. La distribuzione del prodotto tra le truppe statunitensi contribuì significativamente alla sua affermazione sui mercati internazionali¹³⁶.

Infine, nell'immediato secondo dopoguerra, le difficoltà finanziarie della società svizzera Alimentana A.G., proprietaria del marchio Maggi, favorirono la fusione con *Nestlé & Anglo-Swiss Condensed Milk Company*. L'operazione portò alla nascita della *Nestlé Alimentana S.A.*, ampliando ulteriormente il portafoglio prodotti dell'azienda e rafforzandone la posizione competitiva nel settore alimentare¹³⁷.

Il secondo dopoguerra fu caratterizzato da due fasi principali. Durante il boom economico degli anni Cinquanta e Sessanta, *Nestlé Alimentana S.A.* conobbe una rapida crescita, favorita dall'espansione economica e dalla diffusione dei consumi di massa. La diffusione del «modello americano» favorì, da un lato, l'affermazione internazionale di prodotti Nestlé già presenti sul mercato e, dall'altro, l'adozione di nuovi modelli di consumo, tra cui quello dei cibi pronti e confezionati. Ciò spinse l'azienda ad ampliare ulteriormente la propria gamma di prodotti¹³⁸ e, di conseguenza, la propria capacità produttiva: nel 1950 gli stabilimenti avevano infatti raggiunto quota 125¹³⁹. In questi anni furono lanciati *Nescafé*

¹³⁵ Nestlé S.A., *Nestlé 150 Years*, cit., p. 37.

¹³⁶ Nestlé S.A., *Nestlé 150 Years*, cit., pp. 37-39.

¹³⁷ Nestlé S.A., *Nestlé 150 Years*, cit., p. 40.

¹³⁸ Nestlé S.A., *Nestlé 150 Years*, cit., p. 43-47.

¹³⁹ Nestlé S.A., *Annual Report 1985*, Vevey, (1986), p. 48.

Espresso Blend 37, *Nestea*, una polvere di tè solubile, e *Nesquik*, una polvere di cacao solubile. Accanto ai prodotti in polvere, l'azienda si concentrò anche sui prodotti già pronti, in particolare attraverso il marchio *Maggi*, con il lancio, tra gli altri, dei ravioli pronti¹⁴⁰. Diversamente, il rallentamento della crescita degli anni Sessanta, unitamente alle crisi degli anni Settanta, portò *Nestlé Alimentana S.A.* a entrare in nuovi segmenti del settore alimentare, come quello emergente dei prodotti surgelati, e ad ampliare e diversificare il proprio *core business*, incentrato su latte, caffè e prodotti in scatola, verso i settori farmaceutico e cosmetico. Il periodo fu caratterizzato da una significativa intensificazione delle fusioni e delle acquisizioni.

Infatti, mentre nei poco più di quarant'anni compresi tra la nascita della *Nestlé & Anglo-Swiss Condensed Milk Company* nel 1905 e la costituzione della *Nestlé Alimentana S.A.* nel 1947 l'unica acquisizione di particolare rilievo era stata quella della Peter-Cailler-Kohler nel 1929, tra il 1960 e il 1981 l'azienda intraprese una politica di espansione molto più intensa. Nel 1960 acquisì l'inglese Crosse & Blackwell Ltd., successivamente ceduta nel 2002, e nel 1962 il marchio *Findus* dalla società svedese A/B Marabou. Nel 1968 acquisì la francese Chambourcy, attraverso la quale lanciò sul mercato yogurt a marchio *Sveltesse*, destinati ai consumatori attenti alla salute e al controllo del peso; nel 1970 rilevò l'americana Libby, McNeill & Libby e nel 1973 Stouffer Corporation.

Parallelamente, l'azienda diversificò le proprie attività in settori come quello della cura della persona e dei cosmetici, acquisendo nel 1974 una quota di minoranza di L'Oréal e, nel 1977, la società di oftalmologia Alcon Laboratories Inc., successivamente ceduta nel 2010. Si registrarono inoltre ulteriori operazioni di acquisizione-diversificazione. Nel settore delle acque minerali, Nestlé acquisì nel 1969 una partecipazione nella Société Générale des Eaux Minérales de Vittel mentre nel 1974 acquisì la maggioranza della tedesca Die Blauen Quellen. Nel settore della ristorazione, nel 1970 costituì, insieme a Wagons-Lits, la Sté Européenne de Restauration «Eurest», mentre nello stesso periodo proseguì il consolidamento delle proprie attività nel settore lattiero-caseario attraverso società come

¹⁴⁰ Nestlé S.A., *Nestlé 150 Years*, cit., p. 43-47.

Locatelli e Roustang. Nel settore dei prodotti surgelati la fusione tra Nestlé Findus e Roco Frisco nel 1971 contribuì alla costituzione di Frisco-Findus.

Infine, nel 1971 Nestlé si fuse con Ursina-Franck A.G., azienda che aveva sviluppato il processo UHT insieme a Tetra-Pak negli anni Cinquanta e che, nel 1970, aveva acquisito la stessa Tetra-Pak. A quel punto, Nestlé era diventata la più grande impresa alimentare del mondo e, nel 1977, la società assunse la denominazione di *Nestlé S.A.*¹⁴¹.

L'evoluzione di Nestlé ricostruita finora presenta numerosi elementi di continuità con il tradizionale modello di crescita delle grandi imprese, caratterizzato dall'espansione delle capacità produttive, dall'accumulazione di competenze e dalla crescita dell'impresa.

L'affidamento della gestione a una struttura manageriale professionale e la centralizzazione delle funzioni amministrative e di ricerca rappresentano alcune delle trasformazioni finora analizzate riconducibili al processo di managerializzazione descritto da Alfred D. Chandler, la cui interpretazione della grande impresa manageriale costituisce un riferimento per il modello dell'impresa innovativa e del *retain-and-reinvest* elaborato da William Lazonick¹⁴². Secondo Chandler, l'espansione delle grandi imprese attraverso l'ingresso in nuovi mercati, la diversificazione produttiva, l'integrazione verticale e le acquisizioni determinava un progressivo aumento della complessità delle attività aziendali, rendendo le strutture organizzative tradizionali sempre meno adeguate a garantirne un efficace coordinamento¹⁴³. Nel caso di Nestlé, tale processo si manifestò precocemente attraverso la necessità di rivolgersi ai mercati esteri, anche in ragione delle dimensioni limitate del mercato interno svizzero, attraverso l'ampliamento della gamma produttiva – che affiancò al latte condensato e alla *farine lactée* il latte condensato non zuccherato e il latte sterilizzato –, tramite lo sviluppo di forme di integrazione della filiera – come impianti di produzione di latte di proprietà e sistemi organizzati di raccolta della materia prima come i distretti lattieri – e mediante il ricorso alle acquisizioni. In tali circostanze, sempre secondo Chandler, la

¹⁴¹ Nestlé S.A., *Nestlé 150 Years*, cit., p. 49-54; Pfiffner, Renk, *Transformational Challenge: Nestlé 1990–2005*, cit., p. 34.

¹⁴² William Lazonick, "The Chandlerian Corporation and the Theory of Innovative Enterprise", *Industrial and Corporate Change*, 19, 2 (2010), pp. 317–349.

¹⁴³ Alfred D. Chandler Jr., *Strategy and Structure: Chapters in the History of the Industrial American Enterprise*, Cambridge, MA, MIT Press, (1970).

crescente complessità delle attività rendeva più impegnativo il coordinamento delle diverse funzioni aziendali e l'attribuzione delle responsabilità decisionali. Tuttavia, in questo studio non si dispone di documentazione sufficiente per affermare che le problematiche affrontate da Nestlé alla fine della Grande Guerra fossero riconducibili in misura maggiore alla propria struttura organizzativa che al contesto geopolitico del periodo. Ciononostante, la risposta dell'azienda alle difficoltà emerse in questa fase appare coerente con l'interpretazione chandleriana secondo cui la crescita dimensionale e l'aumento della complessità delle attività rendono necessario un maggiore coordinamento e favoriscono lo sviluppo di una gerarchia manageriale¹⁴⁴.

Similmente, la diversificazione intrapresa da Nestlé tra gli anni Sessanta e Settanta può essere interpretata alla luce della teoria della crescita dell'impresa elaborata da Edith Penrose. Secondo l'autrice, la crescita di un'impresa è legata alla possibilità di sfruttare le risorse e le conoscenze accumulate nel corso della propria attività, le quali possono essere impiegate in combinazioni e per finalità produttive differenti. L'esperienza maturata dall'impresa e dal suo management contribuisce infatti ad ampliare le conoscenze disponibili e, con esse, le opportunità produttive percepite e sfruttabili dall'impresa. In questa prospettiva, la diversificazione non rappresenta necessariamente una rottura con le attività precedenti, ma può derivare dall'estensione a nuovi ambiti delle risorse, delle conoscenze e delle competenze sviluppate nel corso della crescita dell'impresa¹⁴⁵. Secondo questa lettura, le nuove linee di prodotti sviluppate durante gli anni Cinquanta e Sessanta possono essere interpretate come il risultato della progressiva accumulazione di conoscenze e competenze produttive maturate da Nestlé nel corso della propria attività, che ampliarono le opportunità di sviluppo di nuovi prodotti e di ingresso in ulteriori segmenti di mercato. L'impresa poté così estendere progressivamente la propria offerta dalla produzione originaria di *farine lactée* a prodotti quali *Nestea* e *Nesquik*. Anche le acquisizioni realizzate nel corso del tempo contribuirono ad ampliare il patrimonio di risorse e conoscenze dell'impresa, mettendo a disposizione nuovi processi produttivi e competenze suscettibili di essere integrati nelle

¹⁴⁴ Alfred D. Chandler Jr., *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*, Cambridge, MA, Harvard University Press, (1993).

¹⁴⁵ Edith T. Penrose, *The Theory of the Growth of the Firm*, Oxford University Press, Oxford, (2009).

attività preesistenti o utilizzati nello sviluppo di nuovi prodotti. A conferma dell'importanza attribuita all'acquisizione di competenze, la stessa Nestlé ricorda, ad esempio, che l'acquisizione di Findus International S.A. le consentì di acquisire una conoscenza «inestimabile» nel settore della distribuzione dei gelati¹⁴⁶.

Tuttavia, alla luce del contesto in cui si manifestarono queste acquisizioni, caratterizzato dal rallentamento della crescita economica negli anni Settanta, la diversificazione di Nestlé può essere interpretata anche in relazione alla teoria della strategia di crescita elaborata da Ansoff. L'autore considera infatti la diversificazione una possibile risposta alla limitatezza delle prospettive di crescita nei mercati e nei prodotti esistenti, individuando tra le circostanze che possono renderla desiderabile anche la contrazione attesa della domanda e l'andamento ciclico delle vendite. La diversificazione può quindi consentire all'impresa di migliorare le proprie prospettive di crescita e, attraverso l'ingresso in nuovi ambiti di attività, ridurre la dipendenza dalle dinamiche dei mercati tradizionali¹⁴⁷.

Infine, la strategia di diversificazione adottata da Nestlé può essere ulteriormente analizzata attraverso la distinzione proposta da Rumelt tra diversificazione correlata e non correlata, basata sul grado di relazione tra le nuove attività e quelle precedentemente presidiate dall'impresa¹⁴⁸. Una parte rilevante delle acquisizioni realizzate tra gli anni Sessanta e i primi anni Settanta rimase infatti all'interno del settore alimentare o in comparti ad esso strettamente connessi, come Crosse & Blackwell, Findus, Chambourcy, Libby e Stouffer, nonché le attività nel settore delle acque minerali. In questi casi, l'espansione può essere interpretata come una forma di diversificazione correlata, fondata sulla possibilità di valorizzare risorse e competenze già sviluppate dall'impresa. Parallelamente, Nestlé iniziò a entrare anche in attività maggiormente distanti dal proprio *core business*, come la cosmetica attraverso la partecipazione in L'Oréal nel 1974 e, in maniera ancora più marcata, l'oftalmologia attraverso l'acquisizione di Alcon nel 1977. La strategia degli anni Sessanta e Settanta appare quindi caratterizzata dalla coesistenza di una prevalente diversificazione

¹⁴⁶ Nestlé S.A., *Nestlé 150 Years*, cit., p. 50.

¹⁴⁷ H. Igor Ansoff, "Strategies for Diversification", *Harvard Business Review*, 35, 5, (1957), pp. 113–124.

¹⁴⁸ Richard P. Rumelt, *Strategy, Structure, and Economic Performance*, Boston, MA, Harvard Business School Press, (1986).

correlata e di alcune iniziative di espansione verso attività non direttamente riconducibili alle competenze alimentari originarie.

Questo modello di crescita, nonostante si fosse dimostrato fino a quel momento funzionale all'espansione e al consolidamento di Nestlé, verrà tuttavia progressivamente messo in discussione dai profondi mutamenti macroeconomici intervenuti negli anni Settanta e Ottanta, che avrebbero modificato le condizioni entro cui l'impresa operava e reso necessaria una revisione delle strategie di crescita e di allocazione delle risorse.

Legal structure

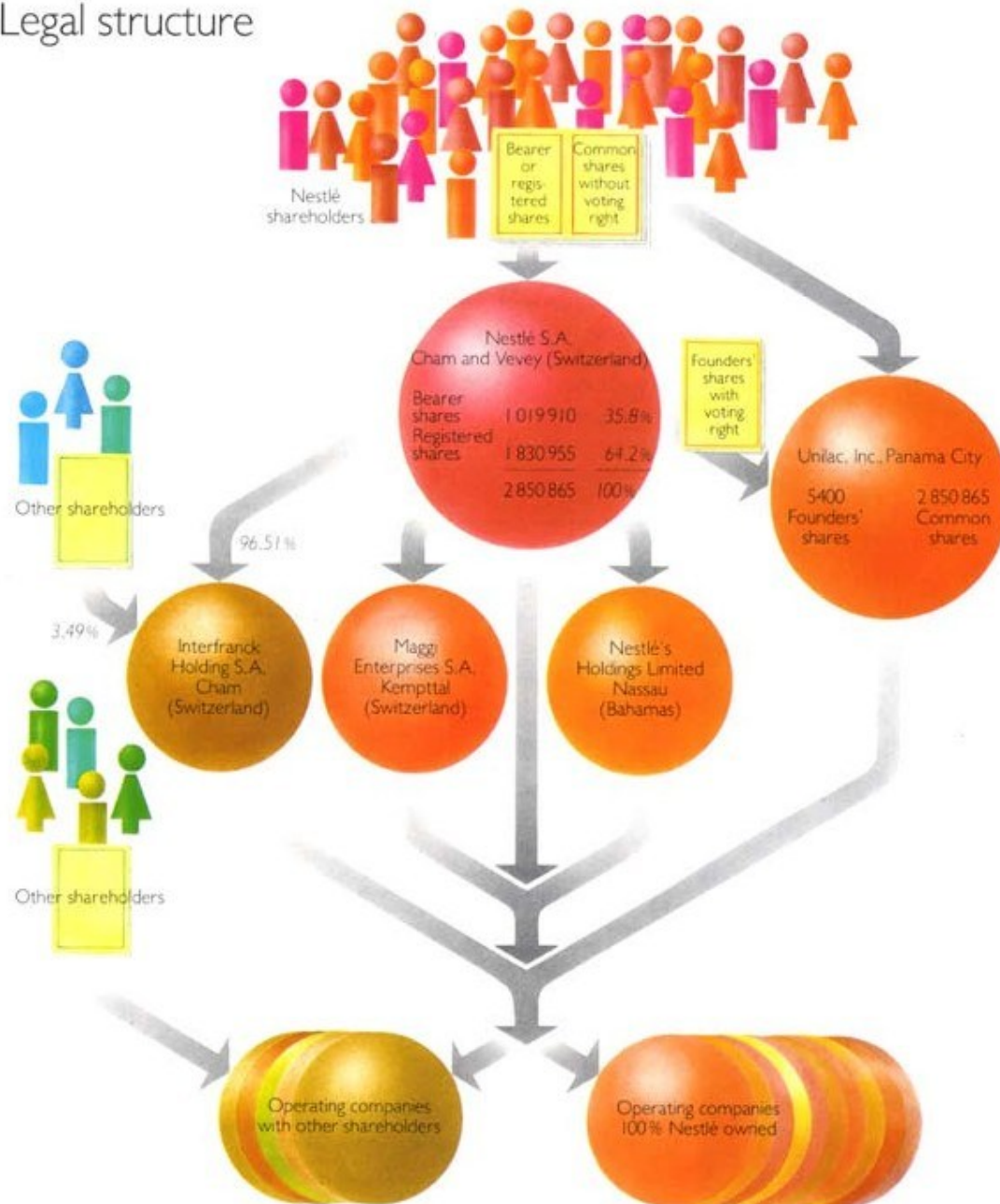


Figura 1: Struttura legale di Nestlé S.A. nel 1981 (Nestlé Annual Report 1981, p. 13)

2.2 La «Nestlé finanziarizzata» e il modello *downsize and distribute*

Quando le imprese mature generavano elevate disponibilità finanziarie ma disponevano di limitate opportunità di investimento profittevoli, i manager tendevano a impiegare la liquidità in eccesso in investimenti poco redditizi, acquisizioni costose o strategie di espansione finalizzate ad accrescere le dimensioni dell'impresa e il proprio potere, piuttosto che a massimizzare il rendimento per gli azionisti. Tali comportamenti diedero origine ai cosiddetti costi di agenzia (*agency costs*), derivanti dalla divergenza tra gli interessi dei manager e quelli dei proprietari del capitale¹⁴⁹.

Le condizioni che favorirono l'emergere di tali divergenze erano già presenti negli anni Cinquanta e Sessanta del Novecento, periodo nel quale i manager godevano di un'ampia autonomia nella gestione delle grandi imprese, grazie anche alla forte dispersione della proprietà azionaria. Ciò nonostante, gli abusi manageriali rimasero relativamente contenuti in virtù di un contesto economico caratterizzato da elevati tassi di crescita, mercati regolamentati e una concorrenza internazionale meno intensa rispetto ai decenni successivi. In tale contesto, le performance positive delle imprese tendevano spesso a mascherare le inefficienze derivanti dalla separazione tra proprietà e controllo¹⁵⁰.

Le crisi economiche degli anni Settanta, unite alla crescente sfiducia nei confronti delle grandi organizzazioni e agli scandali che coinvolsero importanti istituzioni statunitensi, contribuirono tuttavia a mettere in discussione la legittimità del capitalismo manageriale¹⁵¹. Il periodo di stagflazione favorì infatti l'affermazione di politiche neoliberiste orientate alla deregolamentazione dei mercati, alla liberalizzazione finanziaria e alla riduzione dell'intervento statale nell'economia. In questo contesto si registrarono una crescita più

¹⁴⁹ Michael C. Jensen, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", *American Economic Review*, 76, 2 (1986), pp. 323–329.

¹⁵⁰ Cfr. Adolf A. Berle e Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, Transaction Publishers, New Brunswick, (1991).

¹⁵¹ Brian R. Cheffins, "Corporate Governance since the Managerial Capitalism Era", *Business History Review*, 89, 4 (2015), pp. 717–744; Brian R. Cheffins, "Does Law Matter? The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom", *The Journal of Legal Studies*, 30, 2 (2001), pp. 459–484.

contenuta dei salari, elevati tassi di interesse reali e una riduzione degli investimenti produttivi. La debolezza della domanda aggregata e l'intensificarsi della competizione internazionale determinarono l'emergere di quella che James Crotty definisce *coercive competition*, una forma di concorrenza che costringeva le imprese a perseguire continui incrementi di efficienza attraverso processi di automazione, ristrutturazione, delocalizzazione delle attività produttive e ampliamento della scala operativa. Tali strategie richiedevano ingenti investimenti, spesso finanziati mediante un maggiore ricorso al debito, aumentando la vulnerabilità finanziaria delle imprese non finanziarie (NFC)¹⁵².

A partire dagli anni Ottanta, la questione dei costi di agenzia assunse un ruolo sempre più centrale nel dibattito sulla *corporate governance* delle grandi imprese, contribuendo alla progressiva messa in discussione del modello di capitalismo manageriale. In questo periodo si sviluppò una vasta ondata di fusioni e acquisizioni, spesso di natura ostile, che trasformò profondamente i rapporti di potere all'interno delle imprese. Attraverso il mercato del controllo societario, gli acquirenti acquisivano infatti la possibilità di sostituire il management delle società oggetto di acquisizione, esercitando una forte pressione sui dirigenti affinché massimizzassero il valore per gli azionisti¹⁵³.

Parallelamente, il settore finanziario beneficiò della progressiva liberalizzazione dei mercati e dell'innovazione finanziaria, accrescendo il proprio peso relativo nell'economia. Ciò contribuì a un progressivo trasferimento di risorse e profitti verso il settore finanziario, accompagnato dalla rapida crescita della capitalizzazione dei mercati azionari e dalla diffusione di strumenti finanziari sempre più complessi. Le inefficienze associate alla separazione tra proprietà e controllo furono progressivamente utilizzate per giustificare l'introduzione di nuovi meccanismi di disciplina del management e una crescente attenzione alla massimizzazione del valore per gli azionisti¹⁵⁴.

Questa situazione determinò una profonda riorganizzazione delle grandi imprese. Da un lato, si assistette a una crescente pressione affinché venissero cedute le attività considerate poco

¹⁵² James R. Crotty, *The Effects of Increased Product Market Competition and Changes in Financial Markets on the Performance of Nonfinancial Corporations in the Neoliberal Era*, PERI Working Paper n. 44, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherst, Amherst, (2002).

¹⁵³ Ivi.

¹⁵⁴ Ivi.

redditizie o non strettamente connesse al *core business*, favorendo processi di rifocalizzazione strategica che interessarono numerose multinazionali. Dall'altro lato, il ruolo sempre più centrale assunto dai mercati finanziari favorì la crescita degli investitori istituzionali, in particolare fondi pensione e fondi di investimento, all'interno dell'azionariato delle imprese, accrescendo così la capacità degli azionisti di influenzare le decisioni manageriali. Grazie alle loro consistenti partecipazioni, tali investitori esercitarono una pressione crescente affinché le imprese migliorassero la propria performance finanziaria e incrementassero il valore delle azioni. In questo contesto, molte imprese adottarono strategie di riduzione dei costi, contenimento della crescita salariale, ristrutturazione delle attività e distribuzione agli azionisti di una quota maggiore dei flussi di cassa disponibili attraverso dividendi e programmi di riacquisto di azioni, anziché destinarli a investimenti di lungo periodo¹⁵⁵.

Dunque, le crisi degli anni Settanta, unite al periodo di stagflazione e al conseguente rallentamento della crescita economica mondiale, contribuirono a rendere sempre più evidente il problema dei costi di agenzia e la necessità di introdurre nuovi meccanismi di disciplina del management. Al contempo, la svolta neoliberalista, che si affermò in risposta alla crisi, pose le basi per una nuova fase di integrazione e liberalizzazione dei mercati. Sul piano commerciale, la nuova ondata della globalizzazione consentì alle imprese di accedere a nuovi mercati ed espandersi ulteriormente a livello internazionale, intensificando tuttavia la concorrenza e accrescendo la pressione verso il contenimento dei costi e il miglioramento dell'efficienza. Sul piano finanziario, invece, l'espansione e la liberalizzazione dei mercati finanziari ampliarono e diversificarono le possibilità di accesso delle imprese ai finanziamenti, al contempo, la crescente rilevanza degli investitori istituzionali e degli altri attori finanziari contribuì a rafforzare la pressione sui manager affinché perseguissero rendimenti più elevati e orientati al breve periodo.

All'interno di questa sezione verrà quindi esaminata l'evoluzione di Nestlé nel corso della riorganizzazione dell'ordine economico internazionale, considerando sia la dimensione commerciale, riconducibile al processo di globalizzazione, sia quella finanziaria, associata al

¹⁵⁵ Ivi.

processo di finanziarizzazione. La dimensione commerciale sarà analizzata distinguendo, a sua volta, tra le strategie di crescita e sviluppo del business e le scelte organizzative adottate dall'impresa. La dimensione finanziaria sarà invece esaminata distinguendo tra una componente «attiva», relativa alle modalità attraverso cui l'impresa si rapportò ai mercati finanziari al fine di facilitare l'accesso ai finanziamenti, e una componente «distributiva», relativa alle modalità con cui rispose alle crescenti pressioni per la distribuzione di risorse agli azionisti. Sebbene, per esigenze espositive, la dimensione commerciale e quella finanziaria, così come le loro corrispettive articolazioni, vengano analizzate separatamente, esse devono essere ricondotte a un'unica e più ampia trasformazione delle modalità di crescita e di funzionamento dell'impresa. Infatti, le imprese non si limitano a beneficiare delle opportunità offerte dalla globalizzazione e dalla finanziarizzazione, ma sono a loro volta condizionate dalle dinamiche proprie di tali processi. Allo stesso modo, una strategia di crescita e sviluppo non può essere considerata indipendentemente dalle conseguenti trasformazioni dell'organizzazione interna, così come l'ampliamento dei canali di finanziamento e l'accesso a nuove piazze finanziarie implicano necessariamente un confronto con le aspettative e gli interessi degli azionisti.

Posto quanto sopra, si precisa fin da subito che, anche alla luce di quanto emerso nella precedente sezione, appare evidente come la dimensione del commercio internazionale non costituisca un elemento nuovo per Nestlé, la cui storia si caratterizzò fin dalle origini per una marcata vocazione internazionale, essendo stata fondata nel corso della prima ondata della globalizzazione. Pertanto, sebbene le strategie attraverso cui l'impresa si adattò alla progressiva liberalizzazione dei mercati commerciali verranno comunque analizzate, in quanto funzionali all'interpretazione complessiva della sua evoluzione, maggiore rilevanza assume la sua transizione verso il modello *downsize-and-distribute*, associato a una trasformazione inedita nella storia dell'impresa: il processo di finanziarizzazione.

Infatti, al pari del modello *retain-and-reinvest*, anche il modello *downsize-and-distribute* rappresenta uno specifico regime di allocazione delle risorse, caratterizzato da una maggiore distribuzione degli utili, da una riduzione del reinvestimento nelle capacità produttive e da una maggiore attenzione ai rendimenti per gli azionisti. In questa prospettiva, mentre la grande impresa manageriale chandleriana costituisce un riferimento per il modello *retain-*

and-reinvest, l'impresa finanziarizzata, attraverso un maggiore orientamento alla creazione di valore per gli azionisti, tende a privilegiare una logica di *downsize-and-distribute*. Quindi, quest'ultimo modello può essere considerato una delle modalità attraverso cui la finanziarizzazione delle imprese non finanziarie si manifesta.

2.2.1 La riorganizzazione strategica e strutturale di fronte alla globalizzazione

La fine degli anni Settanta, in risposta alla stagnazione economica, come osservato nella sezione precedente, era stata caratterizzata da un processo di forte diversificazione del business aziendale, dall'ingresso in settori non alimentari e da una proliferazione di attività che, pur ampliando la presenza dell'azienda, ne hanno indebolito la coerenza strategica e appesantito la struttura finanziaria. A partire dai primi anni Ottanta, sotto la guida del nuovo CEO Helmut Maucher, si avviò invece una profonda revisione del portafoglio di attività di Nestlé, volta a rafforzare la redditività e il dinamismo dell'azienda in un contesto economico caratterizzato da crescente instabilità. Da un lato, tale revisione comportò la dismissione di attività meno redditizie e una razionalizzazione della struttura aziendale¹⁵⁶. Vennero cedute le attività legate al catering, a hotel e ristoranti, alle conserve di frutta e verdura Libby e alle salse e ai condimenti Crosse & Blackwell¹⁵⁷. Il processo di razionalizzazione si rifletté anche sull'occupazione: il numero dei dipendenti passò da oltre 154.000 nel 1979 a circa 137.000 nel 1984¹⁵⁸. Dall'altro lato, la revisione del portafoglio fu accompagnata da una maggiore attenzione verso i settori della bellezza e della cura della persona. È in questo contesto che Nestlé strinse, nel 1981, il primo accordo con L'Oréal, dando avvio a una collaborazione che portò alla costituzione della joint venture dermatologica *Galderma S.A.*¹⁵⁹. L'operazione, combinando l'obiettivo di diversificazione perseguito da Nestlé in quegli anni con le competenze di L'Oréal nei settori dell'*health care* e delle *life sciences*¹⁶⁰, rispecchiava la

¹⁵⁶ Pfiffner, Renk e Nestlé S.A., *Transformational Challenge: Nestlé 1990–2005*, cit., p. 83.

¹⁵⁷ Ivi.

¹⁵⁸ Nestlé Annual Report 1985, Nestlé 1986, Vevey, 1986.

¹⁵⁹ Nestlé S.A., *Nestlé 150 Years*, cit., p. 56.

¹⁶⁰ Pfiffner, Renk e Nestlé S.A., *Transformational Challenge: Nestlé 1990–2005*, cit., p. 35.

logica sottostante alle strategie di investimento di Nestlé: il ricorso a una joint venture consentiva infatti di tenere conto sia delle specificità proprie dei processi di internazionalizzazione delle imprese, sia della necessità di bilanciare le opportunità e i rischi connessi all'ingresso in nuovi settori e mercati. In questa prospettiva, si può ipotizzare che Nestlé abbia fatto ricorso alla joint venture come modalità di ingresso più prudente, condividendo con L'Oréal parte dei rischi e delle risorse necessari per sviluppare la propria presenza nel settore dermatologico.

Nel contesto delle politiche di liberalizzazione commerciale, le acquisizioni proseguirono anche negli anni successivi, contribuendo a rafforzare ulteriormente il posizionamento di Nestlé sui mercati internazionali. In quest'ottica, l'acquisizione della Carnation Company consentì innanzitutto di consolidare la presenza dell'azienda nel mercato statunitense, rafforzandone al contempo il processo di diversificazione attraverso l'ingresso nel settore degli alimenti per animali domestici con il marchio *Friskies*¹⁶¹.

Nella seconda metà degli anni Ottanta, la crescente diffusione internazionale delle abitudini alimentari italiane favorì l'espansione di Nestlé in questo segmento, culminata nel 1988 con l'acquisizione di Buitoni-Perugina. L'operazione contribuì a consolidare la presenza dell'azienda sia sul mercato europeo, rafforzandone le quote di mercato, sia nei settori della cioccolateria e della pasticceria, nei quali Nestlé era già presente con marchi di riconosciuta notorietà internazionale, quali KitKat, Aero, Smarties, After Eight, Rolo, Quality Street e Baci Perugina¹⁶². Inoltre, l'investimento iniziale nel settore delle acque minerali, avviato nel 1969 con l'acquisizione della Société Générale des Eaux Vittel, fu ulteriormente consolidato nel 1992 con l'acquisizione di Perrier e, successivamente, attraverso l'integrazione di ulteriori marchi, tra cui S. Pellegrino, S. Bernardo, Vera, Acqua Panna, Poland Spring e Deer Park¹⁶³.

Questo processo di acquisizioni e dismissioni rientrava nella nuova strategia di Maucher ed era espressione di una politica di portafoglio fondata sulla valutazione della capacità delle singole attività di generare maggiore redditività nel medio periodo. Per fronteggiare la

¹⁶¹ Nestlé S.A., *Nestlé 150 Years*, cit., pp. 56.

¹⁶² Ivi, pp. 57-58.

¹⁶³ Ivi, pp. 59-60.

crescente concorrenza e preservare le proprie quote di mercato, le attività per le quali non si intravedevano concrete prospettive di miglioramento nel medio termine venivano sistematicamente cedute, consentendo di concentrare le risorse sulle aree ritenute più promettenti e caratterizzate da maggiori opportunità di sviluppo. Tale politica comportò quindi una crescente selettività nella composizione del portafoglio, orientando l'azienda verso una maggiore concentrazione sul *core business* e, al contempo, verso l'ingresso o il rafforzamento della presenza in settori considerati strategici. In questa prospettiva, le acquisizioni non rappresentavano più uno strumento di espansione generalizzata, ma venivano utilizzate in modo mirato per sostenere la crescita e la diversificazione del Gruppo, anche attraverso il ricorso ad alleanze strategiche quale alternativa alla continua espansione per via acquisitiva¹⁶⁴. Parallelamente, l'attenzione si spostò dalla "gestione del prodotto" alla "gestione del brand", riflettendo una concezione del portafoglio maggiormente orientata alla valorizzazione dei marchi. Le acquisizioni strategiche realizzate sotto la guida di Maucher permisero così a Nestlé di ridurre la propria dipendenza da *Nescafé* e di diversificare il portafoglio verso settori caratterizzati da significative prospettive di crescita, quali gli alimenti per animali domestici, l'acqua e i gelati, che nel frattempo erano divenuti segmenti centrali dell'attività del gruppo¹⁶⁵.

Contemporaneamente, dal punto di vista organizzativo, il consolidamento dell'integrazione commerciale, accompagnato dalla contemporanea apertura di nuovi mercati in Asia, Sud America ed Europa orientale, rese progressivamente inadeguato il precedente sistema produttivo fondato sulla logica del «si produce dove si vende». L'integrazione dei mercati aveva infatti ormai superato la dimensione prevalentemente nazionale delle attività produttive e commerciali, rendendo necessaria una maggiore capacità di coordinamento tra le diverse aree geografiche. La struttura, infatti, era rimasta fortemente decentralizzata, secondo il modello organizzativo risalente agli anni Trenta. I responsabili delle filiali nazionali, definiti da Nestlé *Market Heads*, godevano di un'elevata autonomia gestionale ed erano talvolta descritti come «*little kings*», in ragione della loro tendenza a tutelare l'autonomia dei rispettivi mercati. Al di sopra dei singoli mercati si trovavano le

¹⁶⁴ Pfiffner, Renk e Nestlé S.A., *Transformational Challenge: Nestlé 1990–2005*, cit., p. 85.

¹⁶⁵ Ivi, p. 98.

cosiddette *Zones*, ossia grandi aree geografiche: nel 1990 erano cinque e i relativi responsabili facevano parte dell'*Executive Board*. Gli *Zone Managers* supervisionavano i mercati della propria area e costituivano il principale collegamento tra i *Market Heads* e il quartier generale di Vevey, che manteneva ormai solo le funzioni tecniche e amministrative del Gruppo¹⁶⁶. L'azienda si rese conto che il mantenimento di una struttura produttiva articolata in stabilimenti nazionali, ciascuno destinato prevalentemente a produrre i prodotti commercializzati nel proprio mercato, non era più efficiente. Sebbene lo stesso prodotto fosse spesso realizzato secondo ricette differenti a seconda del mercato di destinazione, l'evoluzione dei sistemi produttivi e logistici rendeva possibile concentrare la produzione in un numero più limitato di stabilimenti, capaci di realizzare contemporaneamente diverse varianti dello stesso prodotto e di distribuirle successivamente nei rispettivi mercati. A queste inefficienze si aggiungeva la continua espansione di Nestlé sia sul piano geografico sia su quello dell'offerta: gli 82 Paesi in cui l'azienda era presente nel 1990 erano divenuti 123 nel 2000. La struttura organizzativa, tuttavia, non riusciva a tenere il passo con tale espansione e risultava ormai lenta, burocratica e inefficiente. Ad esempio, Nestlé non disponeva ancora di strutture specificamente dedicate allo sviluppo e all'implementazione di nuovi prodotti in settori emergenti, come quello degli alimenti per animali domestici, e doveva pertanto adattare competenze e strutture di altri centri di ricerca e sviluppo alle esigenze di tali nuove attività¹⁶⁷.

A partire da queste inefficienze e con il supporto della società di consulenza McKinsey, Maucher lanciò il programma *Nestlé 2000*, con l'obiettivo di riorganizzare l'azienda in risposta alle sfide poste dalla crescente globalizzazione. Affidato a Peter Brabeck, futuro CEO, il programma prevedeva l'introduzione di una struttura a matrice, articolata lungo due dimensioni: da un lato, le zone geografiche — Europa, Americhe, Asia, Oceania e Africa — e, dall'altro, le *Strategic Business Units* (SBUs), ossia unità di business organizzate per grandi categorie di prodotto, quali caffè, acqua e pet food. In questo modo, le attività di Nestlé venivano gestite secondo due dimensioni complementari: quella geografica, rappresentata dalle zone, cui competeva la gestione delle attività nei rispettivi mercati, e quella categoriale,

¹⁶⁶ Ivi, pp. 161-173.

¹⁶⁷ Ivi, p. 153.

rappresentata dalle SBUs, incaricate di definire gli orientamenti strategici e di sviluppo delle singole categorie. *Nestlé 2000* contribuì così a creare una struttura in grado di integrare la dimensione globale con quella locale, favorendo una gestione più coerente dei marchi, dell'innovazione e delle strategie aziendali¹⁶⁸.

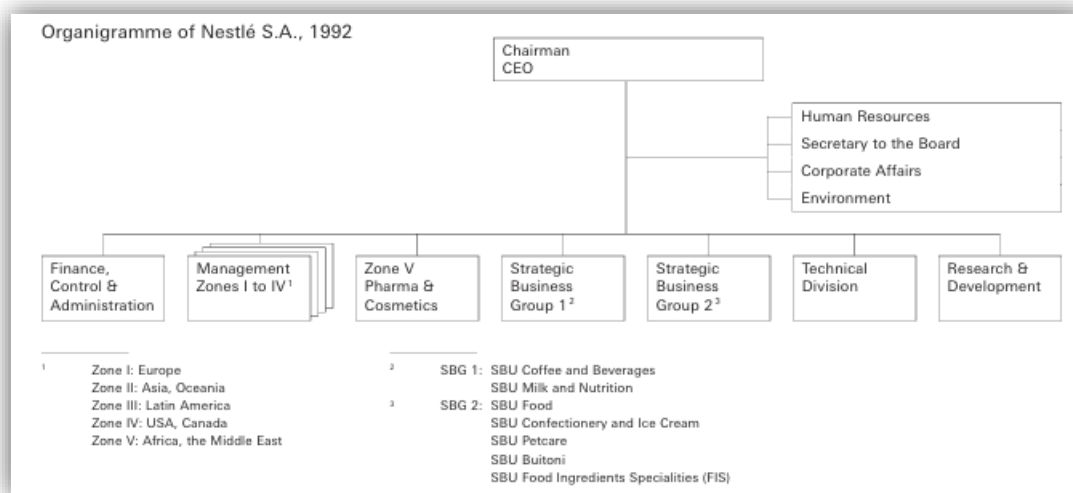


Figura 2: Organigramma di Nestlé S.A. dopo l'implementazione del programma *Nestlé 2000* (Albert Pfiffner, Hans-Jörg Renk e Nestlé S.A., *Transformational Challenge: Nestlé 1990–2005*, p. 165).

Successivamente, Peter Brabeck, divenuto CEO nel 1997, proseguì e portò a compimento la riorganizzazione avviata dal suo predecessore.

Innanzitutto, l'azienda rafforzò la propria presenza sia nel settore degli alimenti per animali domestici sia in quello dei gelati attraverso una serie di acquisizioni. Tra le operazioni di maggiore rilevanza figuravano quelle di Ralston Purina nel 2001, di Häagen-Dazs nel 2002 e di Dreyer's Grand Ice Cream nel 2003¹⁶⁹. Queste operazioni rispecchiavano una strategia di crescita esterna sempre più mirata, orientata verso categorie e marchi ritenuti strategici e caratterizzati da elevate prospettive di redditività¹⁷⁰.

¹⁶⁸ Ivi.

¹⁶⁹ Nestlé S.A., *Nestlé 150 Years*, cit., pp. 61-64.

¹⁷⁰ Nestlé S.A., "Nestlé Reports Full-Year Results for 2017", (2018); Nestlé S.A., "Nestlé Outlines Value Creation Progress", (2018); Nestlé S.A., "Nestlé Reports Half-Year Results for 2018", (2018).

L'approccio di Brabeck fu inoltre orientato al rinnovamento dei brand e dei prodotti appartenenti alle aree di business tradizionali, che rappresentavano la componente più consistente del fatturato complessivo. La *brand policy* avviata da Maucher fu infatti proseguita da Brabeck attraverso, da un lato, l'innovazione di prodotto e lo sviluppo di nuovi brevetti e marchi e, dall'altro, l'adozione di brand ombrello, con l'obiettivo di accrescerne il riconoscimento internazionale: *Nestlé* come corporate brand globale, *Nescafé* come brand globale del caffè, *Perrier* e *San Pellegrino* come marchi ombrello nel settore delle acque e *Purina* nel pet food. A questi si aggiunse *Nestlé Nutrition*, con riferimento ai comparti della nutrizione infantile e della nutrizione clinica¹⁷¹.

Inoltre, a partire dalla creazione della divisione *Nestlé Nutrition* nel 1997 e, successivamente, con l'elaborazione della strategia *Nutrition, Health and Wellness* nel 2004, Brabeck promosse una trasformazione del posizionamento dell'azienda, da impresa alimentare a gruppo orientato alla salute e al benessere. Il concetto di nutrizione venne così esteso dai prodotti per l'infanzia e dalla *performance nutrition* agli alimenti funzionali e salutistici, fino a comprendere servizi dedicati alla gestione del peso, come *Jenny Craig*. Questa strategia divenne progressivamente parte di un più ampio processo di riposizionamento identitario, che negli anni successivi sarebbe stato ulteriormente sviluppato attraverso il passaggio «from CSR to CSV»

L'impostazione strategica di Brabeck influenzò inoltre le successive operazioni di crescita esterna, che si mantennero altrettanto selettive e orientate al consolidamento della presenza di Nestlé nei settori della nutrizione, della salute e della cura della persona. Tra le principali operazioni si annoverano, nel 2007, l'acquisizione di Novartis Medical Nutrition, Gerber Products Co. e Hennie S.A.; nel 2010, l'acquisizione del business dei prodotti surgelati di Kraft Foods; nel 2017, l'acquisizione di Atrium Innovations; e, nel 2018, l'accordo con Starbucks per una licenza globale perpetua relativa alla commercializzazione dei suoi prodotti confezionati e per il *foodservice* al di fuori dei punti vendita Starbucks.

Nel 2014, inoltre, Nestlé acquisì da L'Oréal la quota del 50% ancora detenuta in *Galderma*, assumendone il pieno controllo dopo aver maturato una significativa esperienza nel settore

¹⁷¹ Pfiffner, Renk e Nestlé S.A., *Transformational Challenge: Nestlé 1990–2005*, cit., pp. 131-137.

della dermatologia. L'operazione portò alla costituzione di *Nestlé Skin Health S.A.*, società interamente controllata da Nestlé e dedicata alle attività nel settore della dermatologia.

Come sul piano strategico, anche a livello organizzativo Brabeck proseguì il processo di riorganizzazione avviato da Maucher, con l'obiettivo di dotare il gruppo di una struttura in grado di integrare dati, sistemi e processi tra le diverse zone geografiche e le *Strategic Business Units* (SBUs) introdotte con il progetto *Nestlé 2000*. In questo processo, lo sviluppo dell'*information technology* assunse un ruolo centrale. Il programma *GLOBE* (*Global Business Excellence*), avviato nel 2000, rappresentò un ulteriore passo verso l'integrazione globale dell'impresa, attraverso l'implementazione di un sistema ERP¹⁷² unico su scala mondiale.

L'architettura del progetto si articolava su più livelli: al centro vi era il *Business Technology Centre* (BTC) di Vevey, responsabile della definizione dei processi standard e delle configurazioni del sistema informativo globale. A livello intermedio operavano centri regionali (*Regional GLOBE Centres*), incaricati di supportare e coordinare l'implementazione nei diversi mercati e di fungere da interfaccia tra direzione centrale e unità locali. A livello periferico, le *Local GLOBE Organisations* (LGOs) erano responsabili dell'adozione operativa del sistema nei singoli paesi e nelle unità produttive e distributive. Attraverso la standardizzazione dei processi aziendali, l'unificazione dei sistemi informativi e la costruzione di una piattaforma dati globale, il programma *GLOBE* favorì una significativa riduzione della frammentazione organizzativa e un aumento del controllo e della comparabilità delle performance a livello mondiale. In questo senso, l'impresa evolse progressivamente da una multinazionale strutturata secondo una logica federativa di filiali nazionali a un'organizzazione globale maggiormente integrata, caratterizzata da elevati livelli di standardizzazione operativa e coordinamento informativo¹⁷³.

¹⁷² *Enterprise Resource Planning*, sistema di pianificazione delle risorse d'impresa.

¹⁷³ Pfiffner, Renk e Nestlé S.A., *Transformational Challenge: Nestlé 1990–2005*, cit., pp. 183-189.

II. General Organisation of Nestlé S.A., 1 January 2005

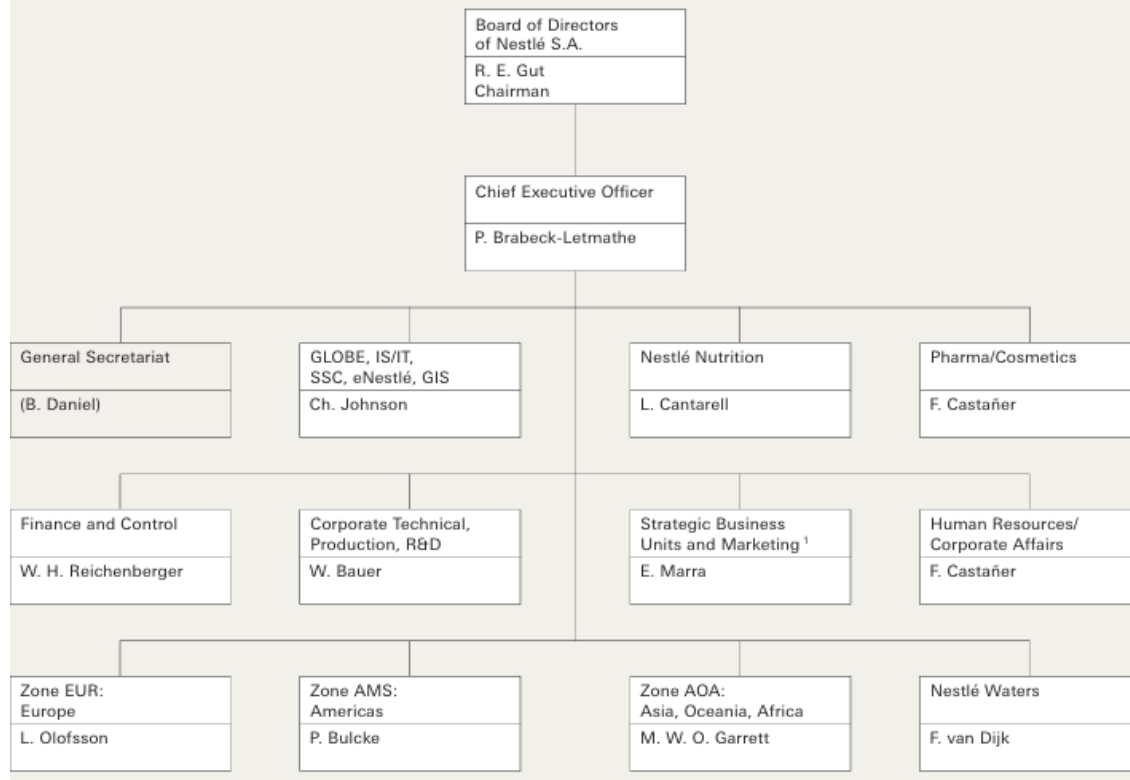


Figura 3: Organizzazione generale di Nestlé S.A. nel 2005 dopo l'implementazione del progetto *GLOBE* (Pfiffner, Renk e Nestlé S.A., *Transformational Challenge: Nestlé 1990–2005*, p. 318)

2.2.2 Le pressioni e gli adattamenti di fronte alla finanziarizzazione

Se finora sono state delineate le principali strategie adottate da Nestlé per sostenere la crescita e la competitività dell'azienda durante il processo di liberalizzazione commerciale, è necessario considerare anche l'impatto sull'azienda della progressiva liberalizzazione finanziaria.

Tra le conseguenze della liberalizzazione finanziaria ci fu la crescente influenza di fondi pensione, fondi d'investimento ed *hedge fund* all'interno della governance delle imprese. Tenzialmente, le loro pressioni venivano giustificate in ragione dell'ampiezza delle partecipazioni azionarie detenute nelle società interessate; tuttavia, anche partecipazioni relativamente contenute conferivano ormai a questi nuovi attori economici una crescente capacità, se non sempre di influenzare direttamente, quantomeno di esercitare pressioni sulla gestione e sugli indirizzi strategici delle imprese.

Nestlé fu coinvolta all'interno di queste dinamiche all'inizio degli anni Ottanta, quando, il gruppo di azionisti CANES (*Convention d'Actionnaires Nestlé*), che rappresentava soltanto lo 0,2% del capitale sociale ed era composto da circa 200 membri, esercitò una significativa pressione sull'amministrazione della società, distinguendosi nel corso delle Assemblee Generali per le aspre critiche rivolte alla gestione aziendale.

Fondato nel 1981 da esponenti cristiani, CANES¹⁷⁴ si proponeva di monitorare le attività della società nei paesi in via di sviluppo¹⁷⁵. Verso la fine degli anni Ottanta, tuttavia, CANES ampliò progressivamente il proprio raggio d'azione e, ispirandosi a iniziative analoghe sviluppatesi negli Stati Uniti, iniziò a concentrarsi sempre più sulla tutela dei diritti degli azionisti. Questa evoluzione fu favorita sia dalle controversie sorte attorno al cosiddetto

¹⁷⁴ Il gruppo non costituiva un caso isolato: nello stesso periodo anche il *World Council of Churches* (WCC) e numerose organizzazioni religiose non governative rivolsero crescenti critiche alle multinazionali, accusandole di esercitare un potere eccessivo, di danneggiare le economie dei paesi più poveri e di adottare pratiche incompatibili con i principi dell'etica cristiana. Furono proprio queste organizzazioni e il WCC a sostenere il boicottaggio di Nestlé in seguito alle accuse di promuovere, attraverso strategie di marketing aggressive, l'utilizzo del latte artificiale nei paesi in via di sviluppo (Sabine Pitteloud, "Have Faith in Business: Nestlé, Religious Shareholders, and the Politicization of the Church in the Long 1970s", in *Enterprise & Society*, vol. 25, n. 3, (2024), pp. 699–727)

¹⁷⁵ Pfiffner, Renk e Nestlé S.A., *Transformational Challenge: Nestlé 1990–2005*, cit., p. 228; Sabine Pitteloud, "Have Faith in Business: Nestlé, Religious Shareholders, and the Politicization of the Church in the Long 1970s", *Enterprise & Society*, 25, 3 (2024), pp. 699–727.

*Nestlé Crash*¹⁷⁶ sia dalle modifiche statutarie proposte dal Consiglio di Amministrazione nel 1989¹⁷⁷.

L'anno successivo inoltre, l'Assemblea Generale fu chiamata a deliberare una serie di riforme che introducevano un limite ai diritti di voto esercitabili da ciascun azionista o gruppo di soggetti collegati, fissato al 3 per cento del capitale sociale, e prevedevano requisiti particolarmente stringenti per l'approvazione di modifiche riguardanti aspetti fondamentali della governance societaria, quali i diritti di voto, la composizione del Consiglio di Amministrazione, il trasferimento della sede all'estero e lo scioglimento della società. Per tali deliberazioni era richiesta la presenza di azionisti rappresentanti almeno i due terzi del capitale sociale e una maggioranza qualificata pari ai tre quarti delle azioni rappresentate. CANES interpretò queste misure come un tentativo di rafforzare il controllo esercitato dal management e dagli azionisti dominanti, schierandosi apertamente contro la loro approvazione¹⁷⁸. In un contesto caratterizzato dalla crescente integrazione dei mercati finanziari e da una intensa ondata di fusioni e acquisizioni nel settore alimentare, il CdA di Nestlé riteneva sempre meno sostenibile il tradizionale sistema che riservava il possesso delle azioni nominative ai soli cittadini svizzeri. Secondo il management, tale assetto finiva per vincolare una multinazionale con attività distribuite su scala globale a un mercato dei capitali nazionale relativamente limitato. Sebbene le acquisizioni di Buitoni e Rowntree fossero state finanziate prevalentemente attraverso risorse interne, la società intendeva garantirsi un accesso più ampio ai mercati internazionali dei capitali per sostenere future strategie di crescita esterna¹⁷⁹.

Il Consiglio di Amministrazione iniziò a mettere in discussione anche l'efficacia delle restrizioni proprietarie come strumento di difesa contro eventuali acquisizioni ostili. A suo

¹⁷⁶ Nel 1988 Nestlé annunciò la rimozione delle restrizioni introdotte nel 1959, che limitavano la registrazione degli investitori stranieri nel libro degli azionisti della società, con l'obiettivo di adeguare la propria struttura azionaria alla crescente internazionalizzazione della compagine proprietaria e di attrarre ulteriori investitori, il mercato reagì con una significativa variazione dei prezzi: le azioni nominative registrarono un forte apprezzamento, mentre le azioni al portatore subirono una diminuzione del loro valore relativo. Da quel momento, inoltre, le azioni Nestlé vennero quotate anche presso le borse di Londra, Parigi e Tokyo, ampliando così la propria presenza sui principali mercati finanziari internazionali (Pfiffner, Renk e Nestlé S.A., *Transformational Challenge: Nestlé 1990–2005*, cit., p. 48).

¹⁷⁷ Pfiffner, Renk e Nestlé S.A., *Transformational Challenge: Nestlé 1990–2005*, cit., p. 228.

¹⁷⁸ Ivi, p. 229.

¹⁷⁹ Ivi.

giudizio, l'esclusione degli investitori stranieri dal possesso delle azioni nominative non offriva più una protezione effettiva e contribuiva piuttosto a mantenere una significativa sottovalutazione del titolo rispetto alle azioni al portatore. L'apertura della base azionaria venne pertanto giustificata sia dalla crescente internazionalizzazione delle attività del gruppo sia dai processi di liberalizzazione e integrazione che stavano trasformando i mercati finanziari europei e globali. L'obiettivo era adeguare la struttura proprietaria al profilo internazionale dell'impresa, ampliandone l'accesso alle fonti di finanziamento senza comprometterne l'identità svizzera. Parallelamente, per rafforzare le difese contro possibili tentativi di scalata, il Consiglio propose all'Assemblea Generale del 1989 un aumento del capitale autorizzato mediante l'impiego di azioni proprie per un valore di circa 1,5 miliardi di franchi svizzeri, una pratica allora diffusa tra le principali società elvetiche. Tale decisione rifletteva le preoccupazioni suscitate dall'intensificarsi delle operazioni di acquisizione transfrontaliere e dall'assenza, in Svizzera, di una disciplina organica in materia di offerte pubbliche di acquisto¹⁸⁰.

L'opposizione del gruppo CANES non fu sufficiente a impedire l'approvazione delle modifiche statutarie da parte dell'Assemblea Generale, tuttavia, l'associazione riuscì a ritardarne l'iscrizione nel Registro di Commercio attraverso un ricorso giudiziario, protraendo la controversia fino alla sentenza definitiva del Tribunale federale svizzero nel 1991, che si pronunciò sostanzialmente a favore di Nestlé¹⁸¹.

Dopo la vittoria giudiziaria, la società avviò una serie di interventi volti a modernizzare la propria struttura del capitale e ad agevolarne l'integrazione nei mercati finanziari internazionali. Tra questi vi fu lo *stock split* del 1992, realizzato con un rapporto di 10 a 1, resosi necessario poiché il valore delle azioni aveva raggiunto un prezzo particolarmente elevato (9000 CHF), che ne riduceva la liquidità e rendeva più difficoltosa la negoziazione. La suddivisione delle azioni consentì quindi di ampliare la platea dei potenziali investitori aumentando il numero dei titoli in circolazione senza alterare il valore complessivo della società. L'anno successivo Nestlé procedette inoltre alla semplificazione della propria struttura azionaria, convertendo le diverse categorie di titoli esistenti in un'unica categoria di

¹⁸⁰ Pfiffner, Renk e Nestlé S.A., *Transformational Challenge: Nestlé 1990–2005*, cit., p. 230.

¹⁸¹ Ivi, p. 233.

azioni nominative. Tale misura mirava ad accrescere la trasparenza dell'assetto proprietario, semplificare la governance societaria e allineare l'azienda agli standard sempre più internazionalizzati dei mercati finanziari¹⁸². Riguardo a quest'ultimo aspetto, nel tentativo di attrarre capitali esteri, soprattutto dagli Stati Uniti e dal Giappone, il CEO Helmut Maucher introdusse pratiche di informazione degli investitori ispirate al modello statunitense, tra cui la pubblicazione di rapporti intermedi periodici¹⁸³.

Oltre agli interventi finalizzati a rafforzare la posizione competitiva e finanziaria dell'impresa, nel corso degli anni Novanta il CEO Helmut Maucher adottò anche una serie di iniziative rivolte principalmente ad accrescere l'attrattività del titolo e a soddisfare le aspettative degli investitori finanziari. In questa direzione si collocano l'inclusione – all'interno della lettera annuale agli azionisti del 1992 – di una valutazione qualitativa delle prospettive per l'anno successivo, mentre, nel 1993 venne affermato per la prima volta che il prezzo delle azioni Nestlé dovesse essere sostenuto mantenendo un rapporto prezzo/utili (*price-to-earnings ratio*, P/E) pari o superiore alla media del settore. L'anno successivo, nel tentativo di incrementare l'utile per azione (*earnings per share*, EPS), si decise di limitare l'emissione di nuovo capitale, riducendo così gli effetti di diluizione derivanti dall'aumento del numero di azioni in circolazione. Tale scelta, unita alla crescita degli utili, contribuì all'aumento dell'EPS. Ciò fu dovuto, in larga misura, sia all'aumento della quota di azioni detenute da investitori stranieri, che passò da circa un terzo del capitale a oltre il 50 per cento nel corso degli anni Novanta e a circa due terzi nel 2002, sia alla crescente presenza degli investitori istituzionali, la cui partecipazione aumentò dal 43,8 per cento del capitale nel 1994 al 68,4 per cento nel 2005¹⁸⁴.

Gli effetti di questa trasformazione della struttura proprietaria non tardarono a manifestarsi. Nel corso dell'Assemblea Generale del 1993, il responsabile ginevrino del fondo pensione dei dipendenti europei di una grande impresa statunitense divenne il primo rappresentante di un investitore istituzionale americano a intervenire pubblicamente e a identificarsi come tale. Nel suo intervento criticò il dividendo proposto dal Consiglio di Amministrazione, ritenuto

¹⁸² Ivi.

¹⁸³ Ivi, p. 48.

¹⁸⁴ Ivi, p. 227.

insufficiente, contestò il livello di indebitamento della società e invitò Nestlé a dismettere le partecipazioni considerate non strategiche al di fuori del settore alimentare e delle bevande, in particolare Alcon e L'Oréal¹⁸⁵. In questo contesto si sviluppò una sorta di «alleanza impura» tra gruppi di azionisti motivati da considerazioni etiche, come CANES, e investitori istituzionali orientati alla massimizzazione del rendimento finanziario che, pur perseguendo obiettivi differenti, contribuirono congiuntamente a esercitare una pressione crescente sul management di Nestlé. Infatti, gli investitori statunitensi, attratti dalle opportunità offerte dall'integrazione dei mercati europei e dalla progressiva apertura della struttura proprietaria della società, seguirono con attenzione il confronto tra CANES e il management di Vevey. A ciò si aggiunsero le attività di sensibilizzazione svolte da CANES negli Stati Uniti, dove alcuni suoi rappresentanti entrarono in contatto con analisti finanziari, gestori di fondi pensione e organizzazioni come l'*Interfaith Center on Corporate Responsibility* (ICCR), una rete di investitori religiosi particolarmente influente nel promuovere pratiche di azionariato attivo¹⁸⁶.

L'apertura del capitale agli investitori stranieri, perseguita da Nestlé per ampliare l'accesso ai mercati finanziari internazionali, ebbe quindi l'effetto collaterale di esporre la società alle critiche e alle richieste degli stessi investitori che intendeva attrarre. Ciò risultò particolarmente evidente nel caso degli azionisti statunitensi, già destinatari delle iniziative di internazionalizzazione finanziaria intraprese dall'azienda, come l'introduzione degli *American Depositary Receipts* (ADR) nel 1986¹⁸⁷.

Nel corso degli anni Novanta, tuttavia, Nestlé dimostrò una crescente capacità di adattamento alle nuove aspettative degli investitori. La società introdusse una serie di misure volte a migliorare l'attrattività del titolo e ad accrescere il valore per gli azionisti, tra cui la custodia gratuita delle azioni (1995), l'introduzione di piani di *stock option* per il management (1998) e un ulteriore frazionamento azionario con rapporto 10:1 (2001).

¹⁸⁵ Ivi, p. 234.

¹⁸⁶ Ivi.

¹⁸⁷ La quotazione di Nestlé al *New York Stock Exchange*, concretamente valutata nei primi anni Novanta, non fu mai realizzata, poiché Helmut Maucher la subordinava al raggiungimento di un accordo sul reciproco riconoscimento degli standard contabili IAS e US-GAAP.

Nello stesso periodo, la quotazione parziale di Alcon nel 2002 e la revisione degli accordi con L'Oréal nel 2004 contribuirono ad attenuare le critiche rivolte alla presenza di partecipazioni considerate estranee al *core business* del gruppo. Infine, con il progressivo spostamento di CANES, divenuta ACTARES, verso tematiche più ampie legate alla responsabilità sociale delle imprese svizzere, il ridimensionamento delle campagne contro il latte artificiale e il miglioramento delle performance borsistiche del gruppo, le assemblee generali dei primi anni Duemila tornarono a svolgersi in un clima relativamente più tranquillo, pur continuando a registrare sporadiche contestazioni da parte di rappresentanti sindacali e organizzazioni della società civile¹⁸⁸.

Una posizione ulteriormente orientata alla creazione di valore per gli azionisti fu assunta da Peter Brabeck, che, insediatosi nel 1997, perseguì una strategia caratterizzata da obiettivi esplicitamente finanziari, tra cui una crescita organica compresa tra il 5 e il 6 per cento annuo, il miglioramento dell'EBITA¹⁸⁹ e del ROIC¹⁹⁰ e, a partire dal 2005, l'avvio di sistematici programmi di riacquisto di azioni proprie. L'obiettivo di garantire agli azionisti un rendimento complessivo superiore alla media del settore si tradusse, tra il 1996 e il 2005, in un triplicarsi del dividendo per azione; nello stesso periodo, il rendimento totale per gli azionisti, comprensivo di dividendi e *capital gain*, raggiunse il 267%, corrispondente a un rendimento medio annuo di circa il 15%¹⁹¹.

Tale situazione, tuttavia, non durò a lungo. In particolare, l'assemblea generale del 14 aprile 2005, nel corso della quale fu proposta la nomina di Brabeck alle cariche di *Chief Executive Officer* e Presidente del Consiglio di Amministrazione, fu caratterizzata da forti contestazioni e da un acceso confronto con una parte degli azionisti. Tale episodio evidenziava un significativo mutamento rispetto al passato, poiché una soluzione analoga non aveva suscitato opposizioni quando, tra il 1990 e il 1997, la medesima concentrazione di cariche era stata attribuita al suo predecessore, Helmut Maucher¹⁹². In questa occasione invece, Ethos

¹⁸⁸ Ivi.

¹⁸⁹ *Earnings Before Interest, Taxes and Amortization*, profitto operativo dell'azienda prima di interessi, tasse e ammortamenti.

¹⁹⁰ *Return On Invested Capital*, rendimento che l'azienda ottiene sul capitale investito.

¹⁹¹ Pfiffner, Renk e Nestlé S.A., *Transformational Challenge: Nestlé 1990–2005*, cit., p. 44.

¹⁹² Ivi, p. 227.

Fondation¹⁹³ e cinque fondi pensione svizzeri presentarono all'assemblea tre proposte volte a separare le funzioni di Chairman e CEO, ridurre da cinque a due anni la durata del mandato degli amministratori e abbassare la soglia richiesta agli azionisti per inserire nuovi punti all'ordine del giorno. Si riproponeva, ancora una volta, il problema del controllo sul management: il cumulo delle cariche di Chairman e CEO era infatti considerato potenzialmente lesivo dell'indipendenza del CdA e della sua capacità di esercitare un efficace controllo sull'alta direzione. Sebbene le proposte non vennero approvate dall'assemblea, le pressioni esercitate dagli azionisti contribuirono a spingere Nestlé ad avviare un processo di consultazione sulla governance societaria.

In occasione del passaggio dalla carica di CEO di Peter Brabeck-Letmathe a Paul Bulcke furono quindi introdotte alcune modifiche volte a rafforzare i diritti degli azionisti, tra cui la riduzione da cinque a tre anni della durata del mandato degli amministratori, la modifica della soglia relativa ai diritti di voto e una maggiore possibilità per gli azionisti di inserire proposte nell'ordine del giorno dell'assemblea generale. Venne inoltre sancita la separazione tra le funzioni di Chairman e CEO¹⁹⁴.

Anche in tempi più recenti Nestlé dovette affrontare pressioni da parte degli investitori finanziari. A partire dal 2017, infatti, il fondo Third Point, guidato da Daniel Loeb e con un'esposizione di circa 3,5 miliardi di dollari in Nestlé, criticò apertamente la gestione della società. Il fondo sosteneva che la partecipazione in L'Oréal non costituisse un'attività finanziaria strategica per Nestlé e ne chiedeva pertanto la liquidazione. Third Point riteneva inoltre che la leva finanziaria della società fosse eccessivamente bassa e che un suo incremento avrebbe consentito di liberare risorse finanziarie da destinare al riacquisto di

¹⁹³ Fondazione svizzera attiva nel campo della governance societaria, dell'investimento responsabile e dell'attivismo degli azionisti.

¹⁹⁴ Ethos Foundation, "Nestlé AGM: Ethos and Five Swiss Pension Funds Propose Separation of Chairman and CEO Positions", 25 febbraio 2005; Nestlé S.A., "Nestlé S.A. Shareholders Reject Ethos Initiatives – Peter Brabeck-Letmathe Elected Chairman and CEO", comunicato stampa, 14 aprile 2005; Ethos Foundation, "Nestlé Consults Shareholders for Revision of its Articles of Association", (2005); Ethos Foundation, "Nestlé General Meeting: Approve Complete Revision of the Articles of Association", (2006); Ethos Foundation, "Nestlé Substantially Improves Corporate Governance Following Shareholder Pressure", 27 marzo 2008.

azioni proprie, sostenere l'aumento dei margini e procedere a una ristrutturazione del portafoglio di attività¹⁹⁵.

Tali pressioni non rimasero tuttavia prive di conseguenze. Pur non potendo stabilire un rapporto causale diretto tra le richieste di Third Point e le singole decisioni strategiche adottate da Nestlé, è evidente una significativa convergenza tra le proposte avanzate dal fondo e le successive politiche di allocazione del capitale e di razionalizzazione del portafoglio. Già nel giugno 2017, pochi giorni dopo la divulgazione della partecipazione di Third Point, Nestlé annunciò un programma di riacquisto di azioni proprie fino a 20 miliardi di franchi svizzeri; nei mesi successivi fissò inoltre obiettivi più ambiziosi per la crescita dei margini. Nel 2018 la società accelerò ulteriormente il processo di dismissione delle attività non strategiche, cedendo il business dolciario statunitense e Gerber Life Insurance e avviando una revisione strategica di *Nestlé Skin Health*, successivamente ceduta nell'ottobre 2019. Nello stesso periodo furono inoltre avviate iniziative di ristrutturazione di Herta e fu ceduta l'attività statunitense dei gelati a Froneri. Lo stesso Third Point riconobbe, nella propria lettera agli investitori del quarto trimestre 2018, i progressi compiuti da Nestlé, sottolineando in particolare il capitale restituito agli azionisti attraverso i programmi di riacquisto di azioni proprie e l'avvio delle dismissioni di attività *non-core*¹⁹⁶.

Infine, nel 2025, si registrò una nuova pressione da parte degli azionisti nei confronti di Nestlé, alimentata dalla crescente insoddisfazione degli investitori per la prolungata sottoperformance del titolo e la debole crescita, che si tradusse ancora una volta in richieste di semplificazione del portafoglio, riduzione dei costi e rilancio della creazione di valore per gli azionisti¹⁹⁷.

Alla luce di queste trasformazioni e degli episodi più recenti, emerge come le pressioni esercitate dagli investitori e dai mercati finanziari costituiscano un fenomeno di lungo

¹⁹⁵ Third Point LLC, "Nestlé", lettera agli azionisti e al management di Nestlé, 25 giugno 2017; Martinne Geller e Silke Koltrowitz, "Nestle plans \$20.8 billion share buyback amid Third Point pressure", Reuters, 27 giugno 2017; Third Point LLC, "Third Quarter 2017 Investor Letter", 2017; Scott Deveau, "Loeb's Third Point Calls for Faster Changes at Nestle in Letter", Bloomberg, 22 gennaio 2018.

¹⁹⁶ Third Point LLC, "Nestlé", lettera agli azionisti e al management di Nestlé, 25 giugno 2017; Martinne Geller e Silke Koltrowitz, "Nestle plans \$20.8 billion share buyback amid Third Point pressure", Reuters, 27 giugno 2017; Third Point LLC, "Fourth Quarter 2018 Investor Letter", (2019).

¹⁹⁷ Reuters, "Nestlé CEO shake-up overshadows broader malaise", 5 settembre 2025; Financial Times, "The meltdown at Nestlé", (2025).

periodo e continuano a rappresentare un elemento rilevante nell'evoluzione delle strategie aziendali di Nestlé. L'analisi condotta finora ha esaminato tale processo prevalentemente sul piano qualitativo, ricostruendo le pressioni esercitate dagli investitori e le risposte dell'impresa, nonché le strategie adottate per accrescere la propria attrattività nei confronti dei mercati finanziari e favorire l'accesso ai capitali. Nel capitolo successivo, questa prospettiva sarà integrata attraverso un'analisi quantitativa dei bilanci di Nestlé, finalizzata a fornire una misura empirica delle diverse dimensioni attraverso cui il processo di finanziarizzazione può essersi manifestato nella struttura patrimoniale, nella distribuzione degli utili e nelle strategie finanziarie dell'impresa.

3 Ricerca e risultati

Nel capitolo precedente è stata analizzata l'evoluzione di Nestlé dalla sua fondazione, alla fine del XIX secolo, fino agli anni più recenti, dapprima attraverso la lente del modello *retain-and-reinvest*, caratteristico della fase di espansione e crescita delle grandi corporation nella prima metà del Novecento, e successivamente attraverso l'affermazione di un modello riconducibile al *downsize-and-distribute*, coerente con le strategie adottate dalle grandi corporation di fronte alle trasformazioni associate alla globalizzazione e alla finanziarizzazione. Relativamente a quest'ultima dimensione, è emersa una maggiore attenzione nei confronti dei mercati finanziari a partire dagli anni Ottanta, durante l'amministrazione di Helmut Maucher, e un'ulteriore intensificazione di tale orientamento dalla fine degli anni Novanta, sotto la guida di Peter Brabeck.

Alla luce di questa evoluzione, è tuttavia opportuno ricordare che la *shareholder value orientation* (SVO) rappresenta una delle manifestazioni più rilevanti della finanziarizzazione delle imprese non finanziarie (NFC), ma non esaurisce la complessità del fenomeno. Come evidenziano Rabinovich e Reddy, infatti, il concetto di finanziarizzazione è stato progressivamente esteso fino a comprendere una pluralità di comportamenti e trasformazioni. Secondo gli autori:

«il termine ora si riferisce a una vasta gamma di processi distinti che avvengono a diversi 'livelli' analitici, influenzando la governance, l'orientamento strategico e il comportamento delle NFC. Questi includono, tra gli altri, l'ascesa dell'orientamento al valore per gli azionisti, l'aumento dell'importanza dei canali finanziari per la generazione di profitto, l'espansione e la differenziazione funzionale della leva, la crescita degli assets intangibili e l'aumento dei dividendi agli azionisti.¹⁹⁸»

La *shareholder value orientation* e la distribuzione di risorse agli azionisti sono elementi già emersi dall'analisi qualitativa della finanziarizzazione di Nestlé condotta nel precedente capitolo. Rimangono invece da approfondire, attraverso una specifica verifica empirica, la

¹⁹⁸ Jorge Rabinovich e N. Reddy, "Corporate Financialization: A Conceptual Clarification and Critical Review of the Literature", in *Review of Political Economy*, (2026).

crescente rilevanza dei canali finanziari nella generazione dei profitti, la crescente rilevanza degli assets intangibili e la trasformazione della struttura finanziaria dell'impresa, con particolare riferimento all'evoluzione dell'indebitamento e della leva finanziaria. A queste dimensioni si aggiunge il ricorso agli strumenti finanziari derivati, la cui evoluzione costituisce un ulteriore aspetto della gestione finanziaria dell'impresa meritevole di analisi. Mentre la rilevanza dei canali finanziari nella formazione dei profitti è stata considerata precedentemente nel presentare la duplice tensione tra *crowding out* e *payout*, per quanto riguarda gli assets intangibili, Orhangazi sostiene che finanziarizzazione, globalizzazione e crescita degli intangibili possano alimentare un processo di retroazione nel quale tali fenomeni si rafforzano reciprocamente. L'autore osserva infatti che la letteratura ha spesso attribuito l'indebolimento del legame storico tra profitti e investimenti alla finanziarizzazione e alla globalizzazione, mentre individua nella massiccia crescita degli assets intangibili un ulteriore elemento in grado di contribuire a spiegare tale trasformazione¹⁹⁹.

Secondo questa interpretazione, in linea con Pagano e Pagano-Rossi, che collegano la riduzione degli investimenti alla privatizzazione della conoscenza da parte delle grandi imprese²⁰⁰, tale dinamica può contribuire a creare un circuito di rafforzamento della finanziarizzazione. Gli intangibili consentono infatti alle imprese di generare profitti con un fabbisogno di investimenti in capitale fisico relativamente contenuto; le risorse così generate possono essere destinate alla distribuzione agli azionisti attraverso dividendi e buyback oppure all'accumulazione di attività finanziarie, rafforzando ulteriormente alcuni dei meccanismi associati alla finanziarizzazione e, potenzialmente, creando le condizioni per una ulteriore accumulazione di capitale intangibile²⁰¹.

Per quanto riguarda invece la struttura finanziaria, Davis evidenzia che la finanziarizzazione delle imprese non finanziarie statunitensi si accompagna, nel caso delle grandi imprese, a un aumento dell'indebitamento. Tale trasformazione si manifesta contestualmente alla crescente detenzione di attività finanziarie e all'espansione dei riacquisti di azioni, configurando un

¹⁹⁹ Özgür Orhangazi, "The Role of Intangible Assets in Explaining the Investment–Profit Puzzle", *Cambridge Journal of Economics*, 43, n. 5, (2019), pp. 1251–1286.

²⁰⁰ Ugo Pagano, "The Crisis of Intellectual Monopoly Capitalism", *Cambridge Journal of Economics*, 38, n. 6, (2014), pp. 1409–1429; Ugo Pagano e Maria Alessandra Rossi, "The Crash of the Knowledge Economy", *Cambridge Journal of Economics*, 33, n. 4, (2009), pp. 665–683.

²⁰¹ Ö. Orhangazi, "The Role of Intangible Assets in Explaining the Investment–Profit Puzzle", cit.

cambiamento congiunto delle modalità di finanziamento, della composizione delle attività e della distribuzione di risorse agli azionisti²⁰².

Infine, considerato il crescente numero e la crescente varietà degli strumenti finanziari disponibili, nonché l'esposizione dell'attività di Nestlé ai rischi finanziari connessi alla propria operatività, risulta interessante approfondire il ricorso dell'azienda a tali strumenti, al fine di valutarne il ruolo nel processo di finanziarizzazione. Nel caso di Nestlé, data la natura globale delle sue attività e la conseguente esposizione a molteplici forme di rischio finanziario, la presenza in numerosi mercati internazionali espone infatti la società al rischio di cambio, mentre l'attività produttiva nel settore alimentare comporta un'elevata esposizione ai prezzi di commodity quali caffè, cacao, zucchero, cereali, oli vegetali e derivati lattiero-caseari, per i quali esistono mercati e strumenti derivati utilizzabili a fini di gestione del rischio. È pertanto plausibile che la società abbia fatto ricorso a strumenti finanziari derivati per la copertura dei rischi derivanti dalle oscillazioni dei tassi di cambio e dei prezzi delle materie prime.

²⁰² Leila E. Davis, "Identifying the 'Financialization' of the Nonfinancial Corporation in the U.S. Economy: A Decomposition of Firm-Level Balance Sheets," *Journal of Post Keynesian Economics*, 39, 1, (2016), pp. 115–141.

3.1 Obiettivi e metodologia

3.1.1 Ipotesi

Alla luce di tutte le considerazioni fatte e della crescente diffusione dei processi di finanziarizzazione nei modelli di business delle imprese non finanziarie moderne, il presente studio si propone di verificare empiricamente, nel caso di Nestlé S.A.²⁰³, la presenza e l'evoluzione dei principali indicatori di finanziarizzazione individuati dalla letteratura accademica. L'analisi si basa sull'esame della documentazione societaria e dei dati di bilancio, al fine di valutare la diffusione e la rilevanza di tali pratiche nel periodo considerato. Sulla base delle evidenze emerse dalla letteratura e delle caratteristiche strutturali di Nestlé, la ricerca ipotizza che l'impresa abbia progressivamente incorporato pratiche riconducibili alla finanziarizzazione. Tale ipotesi generale viene articolata nelle seguenti ipotesi specifiche:

H1) Si ipotizza una crescita del peso delle componenti finanziarie.

H2) Si ipotizza una maggiore distribuzione di risorse agli azionisti mediante dividendi e programmi di riacquisto di azioni proprie.

H3) Si ipotizza un crescente utilizzo di strumenti derivati, sia per la gestione dei rischi finanziari connessi alle oscillazioni dei tassi di cambio, dei tassi di interesse e dei prezzi delle materie prime, sia per finalità di gestione finanziaria non riconducibili all'*hedge accounting*.

H4) Si ipotizza una crescente rilevanza dei redditi non riconducibili all'attività operativa nella formazione dei risultati economici dell'impresa.

²⁰³ Si precisa fin da subito che il termine *Nestlé* sarà utilizzato in senso generico e farà riferimento, dal punto di vista giuridico, a Nestlé S.A., in qualità di società capogruppo e controllante del Gruppo Nestlé, mentre, dal punto di vista economico-contabile, farà riferimento al Gruppo Nestlé nel suo complesso, e non alla contabilità della sola Nestlé S.A. considerata come entità individuale.

3.1.2 Approcci alla finanziarizzazione d'impresa

In letteratura, i principali approcci utilizzati per misurare la finanziarizzazione delle imprese non finanziarie possono essere ricondotti a due categorie: gli indicatori basati sullo stato patrimoniale (*balance sheet approach*) e quelli basati sul conto economico o sul rendiconto finanziario (*income/cash flow approach*).

Il primo approccio mira ad analizzare la composizione dell'attivo dell'impresa, considerando attività quali liquidità e depositi, titoli, partecipazioni finanziarie, strumenti derivati e altri investimenti finanziari. Secondo questa prospettiva, un'impresa viene considerata tanto più finanziarizzata quanto maggiore è il peso delle componenti finanziarie rispetto alle componenti produttive.

Numerosi studi hanno adottato questo approccio. Orhangazi, analizzando le imprese non finanziarie statunitensi nel periodo 1973–2003, ha rilevato che la crescente accumulazione di attività finanziarie è associata a una riduzione degli investimenti produttivi²⁰⁴. Analogamente, Davis, sulla base di un campione di imprese non finanziarie statunitensi relativo al periodo 1950–2014, ha evidenziato come la finanziarizzazione si sia manifestata attraverso un aumento delle attività finanziarie, una maggiore attenzione alla creazione di valore per gli azionisti, una crescita dei programmi di riacquisto di azioni proprie e, nel caso delle imprese di maggiori dimensioni, un incremento dell'indebitamento, accompagnati da una contrazione relativa degli investimenti produttivi²⁰⁵.

Più recentemente, numerosi studi hanno applicato il medesimo approccio alle imprese non finanziarie cinesi, evidenziando come la finanziarizzazione costituisca una tendenza crescente e strutturale, alimentata da differenti determinanti e associata a una progressiva riduzione degli investimenti e delle prospettive di crescita nel *core business*²⁰⁶. Tale processo appare inoltre strettamente connesso alle caratteristiche e alle condizioni operative delle

²⁰⁴ Özgür Orhangazi, "Financialisation and Capital Accumulation in the Non-Financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation on the US Economy: 1973–2003", in *Cambridge Journal of Economics*, 32, n. 6 (2008), pp. 863–886.

²⁰⁵ Leila E. Davis, "Identifying the 'Financialization' of the Nonfinancial Corporation in the U.S. Economy: A Decomposition of Firm-Level Balance Sheets", in *Journal of Post Keynesian Economics*, 39, n. 1 (2016), pp. 115–141.

²⁰⁶ Bingbing Huang, Yuying Cui e Kam C. Chan, "Firm-Level Financialization: Contributing Factors, Sources, and Economic Consequences", in *International Review of Economics & Finance*, 80 (2022), pp. 1153–1162.

imprese: una maggiore finanziarizzazione è associata a una minore rigidità dei costi²⁰⁷, mentre l'aumento del rischio induce le imprese a privilegiare soprattutto attività finanziarie a breve termine, con possibili effetti di sostituzione degli investimenti in ricerca e sviluppo²⁰⁸. Coerentemente, studi più recenti mostrano effetti negativi della finanziarizzazione sulla produttività, sulla capacità innovativa e sull'accumulazione di capitale produttivo²⁰⁹. Nel complesso, emerge quindi una relazione non necessariamente lineare: entro determinati livelli di attività finanziarie, la finanziarizzazione può sostenere la performance operativa, mentre oltre una specifica soglia tende a prevalere un effetto negativo sul *core business*. Chen, Li e Zhang individuano tale soglia nel 5,82% delle attività finanziarie, che scende al 5,39% per le imprese manifatturiere²¹⁰, mentre Zheng e collaboratori confermano la prevalenza del *crowding-out effect* sugli investimenti produttivi rispetto ai possibili effetti di *crowding-in*²¹¹.

Il secondo approccio alla finanziarizzazione si concentra invece sui risultati economici e sui flussi finanziari, piuttosto che sulla struttura patrimoniale dell'impresa. L'analisi considera il modo in cui l'impresa genera i propri profitti e utilizza i flussi di cassa, attraverso indicatori quali interessi attivi, dividendi ricevuti, plusvalenze finanziarie e redditi derivanti da strumenti finanziari, nonché attraverso la distribuzione di risorse agli azionisti sotto forma di dividendi e programmi di riacquisto di azioni proprie (*share buyback*). L'obiettivo è valutare in quale misura i risultati economici dell'impresa derivino da attività finanziarie anziché dall'attività produttiva.

²⁰⁷ Guanping Zhu, Wenxiu Hu, Tao Peng e Chaokai Xue, "The Influence of Corporate Financialization on Asymmetric Cost Behavior: Weakening or Worsening", in *Journal of Business Economics and Management*, 22, n. 1 (2021), pp. 21–41.

²⁰⁸ Xiaodong Xu, Yayu Mu e Juan Wang, "Corporate Risk and Financial Asset Holdings", in *Pacific-Basin Finance Journal*, 81 (2023), art. 102121.

²⁰⁹ Bo Song, Xiandong Yang e Yao Xu, "The Impact of Financial Asset Allocation on Firms' Total Factor Productivity: Evidence from China's Non-Financial Companies", in *Sustainability*, 17, n. 1 (2025), art. 96.

²¹⁰ Baodong Chen, Jing Li e Jiayi Zhang, "How Corporate Financialization Affects Main Business Performance—Empirical Evidence Based on a Dynamic Panel Threshold Model", in *PLOS ONE*, 20, n. 1 (2025), art. e0317892.

²¹¹ Di Zheng, Guang Yang, Lei Lei e Pinghua Li, "Feed-Back Effect or Crowding-Out Effect: The Influence of Financialization on the Main Business Performance of Real Enterprises", in *International Review of Economics & Finance*, 98 (2025), art. 103879.

Questo approccio trova le proprie basi teoriche nei lavori di Krippner e Crotty, che interpretano la finanziarizzazione come una crescente dipendenza delle imprese dai redditi finanziari e dai mercati finanziari²¹². Tra le applicazioni empiriche più recenti, Cupertino e collaboratori analizzano un campione di 460 imprese manifatturiere statunitensi nel periodo 2002–2017, utilizzando diversi indicatori di finanziarizzazione, tra cui interessi pagati, dividendi distribuiti, profitti finanziari, programmi di riacquisto di azioni proprie e attività finanziarie totali. I risultati mostrano che la finanziarizzazione è associata a una riduzione degli investimenti reali, mentre migliori performance ambientali, sociali e di governance (ESG) tendono a favorire maggiori investimenti produttivi²¹³.

Infine, un ulteriore approccio interpretativo emerge dallo studio di Duchin, Gilbert, Harford e Hrdlicka, che, attraverso un'analisi disaggregata a livello di impresa, basata sulla ricostruzione dei portafogli finanziari delle imprese mediante l'esame delle note integrative ai bilanci (*footnotes*), mostrano come una quota significativa della liquidità detenuta dalle imprese industriali statunitensi sia in realtà investita in attività finanziarie relativamente rischiose. Gli autori evidenziano che tali investimenti sono spesso classificati tra le disponibilità liquide e mezzi equivalenti (*cash and cash equivalents*), con il risultato di sovrastimare la liquidità effettivamente disponibile delle imprese²¹⁴.

Secondo gli autori, questa situazione presenta diverse criticità. In primo luogo, tali attività non sono soggette agli stessi obblighi di trasparenza previsti per gli investitori istituzionali; in secondo luogo, gli azionisti dispongono di informazioni limitate per valutare la composizione, la performance e il livello di rischio dei portafogli finanziari detenuti dall'impresa. Infine, l'utilizzo della categoria *cash* per classificare tali investimenti può

²¹² Greta R. Krippner, "The Financialization of the American Economy", in *Socio-Economic Review*, 3, n. 2 (2005), pp. 173–208; James R. Crotty, "The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and 'Impatient' Finance on Nonfinancial Corporations in the Neoliberal Era", *Review of Radical Political Economics*, vol. 35, n. 3, (2003), pp. 271–279.

²¹³ Sebastiano Cupertino, Costanza Consolandi e Alessandro Vercelli, "Corporate Social Performance, Financialization, and Real Investment in US Manufacturing Firms", in *Sustainability*, 11, n. 7 (2019), art. 1836.

²¹⁴ Ran Duchin, Thomas Gilbert, Jarrad Harford e Christopher Hrdlicka, "Precautionary Savings with Risky Assets: When Cash Is Not Cash", in *The Journal of Finance*, 72, n. 2 (2017), pp. 793–852.

risultare fuorviante sia per la ricerca accademica sia per i *policymaker*, poiché tende a sottostimare il reale grado di esposizione finanziaria delle imprese non finanziarie²¹⁵.

3.1.3 Metodi

Per il presente studio si è ritenuto opportuno non limitare l'analisi a uno solo dei due approcci comunemente utilizzati nella letteratura sulla finanziarizzazione delle imprese non finanziarie, ma impiegare indicatori derivati sia dal *balance sheet approach* sia dall'*income/cash flow approach*. Tale scelta è motivata da diverse considerazioni.

In primo luogo, la letteratura sulla finanziarizzazione a livello di impresa, pur essendosi sviluppata rapidamente negli ultimi due decenni, presenta ancora una notevole eterogeneità metodologica. Gli studi differiscono sia nelle modalità di misurazione del fenomeno sia nei campioni analizzati, producendo risultati divergenti in funzione del periodo storico considerato, del settore di appartenenza delle imprese, delle loro dimensioni e del contesto geografico di riferimento. Di conseguenza, non esiste attualmente un indicatore univoco e universalmente accettato in grado di cogliere tutte le dimensioni della finanziarizzazione. Come osserva Davis, la finanziarizzazione rimane un concetto ambiguamente definito e la letteratura empirica ricorre a differenti gruppi di indicatori, senza che emerga una misura condivisa del fenomeno²¹⁶. Analogamente, Lapavitsas sottolinea come non esista una definizione generalmente condivisa della finanziarizzazione, evidenziando l'assenza di consenso persino sulla natura stessa del fenomeno²¹⁷. Più recentemente, Iliopoulos e Wójcik hanno ribadito che non esiste ancora una modalità ampiamente accettata per misurare l'estensione della finanziarizzazione, richiamando le osservazioni di Krippner circa la difficoltà di stabilire quali evidenze empiriche siano rilevanti per identificare e valutare il fenomeno²¹⁸. In questa prospettiva, Karwowski, Shabani e Stockhammer propongono un

²¹⁵ Ivi.

²¹⁶ Leila E. Davis, "Financialization and Investment: A Survey of the Empirical Literature", in *Journal of Economic Surveys*, 31, n. 5 (2017), pp. 1332–1358.

²¹⁷ Costas Lapavitsas, "Theorizing Financialization", in *Work, Employment and Society*, 25, n. 4 (2011), pp. 611–626.

²¹⁸ Panagiotis Iliopoulos e Dariusz Wójcik, "The Multiple Faces of Financialization: Financial and Business Services in the US Economy, 1997–2020", in *Competition & Change*, 27, n. 5 (2023), pp. 707–728; Greta R.

approccio multidimensionale alla misurazione della finanziarizzazione, fondato su indicatori distinti per le imprese non finanziarie, le famiglie e il settore finanziario, al fine di coglierne le diverse manifestazioni empiriche²¹⁹.

In secondo luogo, gran parte della letteratura empirica si basa sull'analisi di ampi panel di imprese. In tali contesti è spesso necessario selezionare un numero limitato di variabili, coerenti con le specifiche ipotesi formulate, al fine di individuare e testare relazioni statisticamente significative all'interno del campione.

Il presente lavoro adotta invece una prospettiva differente, fondata sull'analisi approfondita e longitudinale di un singolo caso aziendale. Di conseguenza, limitare l'osservazione a un numero ristretto di indicatori potrebbe restituire una rappresentazione parziale del fenomeno e rendere più difficile l'identificazione delle diverse modalità attraverso cui esso si manifesta nel tempo.

Infine, la discontinuità delle modalità di rendicontazione adottate da Nestlé²²⁰ nel corso del tempo ha limitato la disponibilità di serie storiche omogenee e continuative, rendendo preferibile il ricorso a una pluralità di indicatori riferiti al periodo di analisi.

Per tali ragioni, la presente ricerca adotta un insieme di indicatori derivati dai principali approcci sviluppati nella letteratura. In particolare, vengono considerati sia indicatori patrimoniali, volti a misurare il peso delle attività finanziarie nella struttura dell'impresa, sia indicatori reddituali e finanziari, finalizzati a cogliere il ruolo dei proventi finanziari e la distribuzione di risorse agli azionisti. L'obiettivo non è soltanto verificare l'eventuale presenza di un processo di finanziarizzazione all'interno di Nestlé S.A., ma anche analizzarne

Krippner, "The Financialization of the American Economy", in *Socio-Economic Review*, 3, n. 2 (2005), pp. 173–208.

²¹⁹ Ewa Karwowski, Mimoza Shabani e Engelbert Stockhammer, "Dimensions and Determinants of Financialisation: Comparing OECD Countries since 1997", in *New Political Economy*, 25, n. 6 (2020), pp. 957–977.

²²⁰ Per quanto riguarda il quadro contabile di riferimento, dal 1970 al 1988 Nestlé risulta aver redatto i propri bilanci sulla base dei principi contabili svizzeri, mentre a partire dal 1989 la società dichiara di conformarsi agli International Accounting Standards (IAS). Dal 2001, con la costituzione dell'International Accounting Standards Board (IASB), il quadro di riferimento è costituito dagli IAS precedentemente emanati e dai nuovi International Financial Reporting Standards (IFRS), progressivamente introdotti e modificati nel corso degli anni. È inoltre opportuno ricordare che gli standard contabili definiscono il quadro di riferimento per la redazione e la presentazione dei bilanci, ma la loro applicazione concreta richiede spesso l'esercizio di giudizi e l'elaborazione di stime da parte del management dell'impresa.

le caratteristiche specifiche e valutarne la coerenza con le principali evidenze empiriche emerse nella letteratura internazionale.

3.1.4 Fonti e limiti

L'analisi empirica si fonda sulla documentazione societaria pubblicata da Nestlé S.A. nel periodo 1970–2025. Più precisamente, sono stati utilizzati gli *Annual Report* (1970–1993), i *Management Report* (1994–2000) e i *Financial Statements* (2001–2025). Nonostante la variazione terminologica e formale intervenuta nel tempo, tali documenti contengono sistematicamente sia informazioni descrittive sia i prospetti contabili relativi al gruppo.

L'analisi si basa sui bilanci consolidati del gruppo, in quanto questi rappresentano la multinazionale come un'unica entità economica (*single economic entity*). Attraverso il processo di consolidamento, le attività, le passività, i ricavi e i flussi finanziari delle società controllate vengono aggregati, mentre le operazioni infragruppo sono eliminate, così da fornire una rappresentazione unitaria della situazione patrimoniale, economica e finanziaria del gruppo.

I bilanci separati della capogruppo Nestlé S.A. e delle singole controllate, come nel caso di Unilac Inc., offrono invece una rappresentazione limitata alla rispettiva entità giuridica. Per questo motivo, non consentono di cogliere la distribuzione delle attività operative e finanziarie tra le diverse società del gruppo né di analizzare in modo coerente i fenomeni che si manifestano a livello dell'intera multinazionale. L'utilizzo dei bilanci consolidati costituisce pertanto una scelta metodologica imprescindibile, poiché permette di analizzare il gruppo nella sua dimensione economica complessiva, considerandolo come un'unica entità economica e superando i limiti derivanti dalla sua articolazione in una pluralità di soggetti giuridici.

La documentazione utilizzata è stata analizzata nella sua interezza, al fine di ricostruire nel modo più completo possibile l'evoluzione delle informazioni contabili disponibili nel corso del periodo considerato. Il livello di dettaglio dei *Reports* è progressivamente aumentato nel tempo e tale evoluzione risulta evidente anche osservando l'estensione della documentazione: a titolo esemplificativo, l'*Annual Report* del 1970 si compone di 72 pagine, di cui 18 dedicate

a immagini e materiale illustrativo, mentre quello del 2025 raggiunge le 138 pagine e presenta un ricorso molto più limitato a elementi illustrativi. All'interno di questa evoluzione è possibile individuare due principali fasi di ampliamento dell'informazione contabile: la prima a partire dal 1989 e la seconda, più significativa, dal 1994.

Nel periodo 1970–1988, i *Reports* fornivano principalmente informazioni relative al conto economico consolidato (*Consolidated Income Statement*) e alla situazione patrimoniale e finanziaria del gruppo (*Consolidated Balance Sheet*). Il primo prospetto restituisce la performance economica del gruppo nel corso dell'esercizio attraverso le principali voci di ricavo, costo e risultato economico, mentre il secondo rappresenta la situazione patrimoniale e finanziaria del gruppo a una determinata data, evidenziando attività, passività e patrimonio netto. Nel corso di questo periodo furono progressivamente introdotte, modificate o riclassificate molte voci contabili. Di conseguenza, il database è stato costruito raccogliendo le voci riportate direttamente in questi prospetti e, ove disponibili, da ulteriori informazioni ricavate dalle sezioni integrative dei *Reports*.

A partire dal 1989, Nestlé iniziò inoltre a fornire, all'interno delle *Notes to the Consolidated Accounts*, informazioni maggiormente disaggregate relative alla composizione di alcune delle voci riportate nel *Consolidated Income Statement* e nel *Consolidated Balance Sheet*. L'utilizzo di queste informazioni consentì di aumentare il livello di dettaglio del database e di ricostruire ulteriori voci contabili non direttamente identificabili nei prospetti principali. Infine, un ulteriore ampliamento della documentazione disponibile si verificò a partire dal 1994, quando fu introdotto il *Consolidated Cash Flow Statement*. Il rendiconto finanziario consolida le informazioni relative ai flussi di cassa generati e assorbiti dal gruppo nel corso dell'esercizio, distinguendoli tra attività operative, attività di investimento e attività di finanziamento. La disponibilità di questo prospetto ha consentito di integrare il database con informazioni relative alla generazione e all'impiego della liquidità e ai flussi finanziari del gruppo.

Invece, a partire dai *Financial Statements* del 2001, è stato possibile inserire nel database anche le informazioni relative agli strumenti finanziari derivati, la cui rilevazione e classificazione nei *Reports* diviene progressivamente più articolata.

L'utilizzo congiunto dei prospetti principali, delle sezioni integrative e delle *Notes to the Consolidated Accounts* è risultato pertanto fondamentale per compensare, per quanto possibile, le variazioni nella struttura e nel livello di dettaglio dei *Reports* nel corso del periodo analizzato. Tale approccio ha consentito di ricostruire una serie storica delle singole voci contabili il più possibile coerente e comparabile, tenendo conto delle modifiche intervenute nella loro denominazione, classificazione e disponibilità nel tempo.

3.1.5 Voci raccolte

3.1.5.1 Voci contabili

A partire dalla documentazione raccolta è stato costruito un database originale mediante l'inserimento manuale dei dati estratti dai bilanci consolidati del Gruppo Nestlé. Poiché i dati coprono un arco temporale particolarmente ampio, compreso tra il 1960²²¹ e il 2025, la costruzione del database ha richiesto un significativo lavoro di ricostruzione e armonizzazione delle informazioni. Per tali ragioni, sebbene il database originale fosse composto da 77 variabili, ai fini del presente studio è stato riorganizzato in 66 variabili, riportate in *Tabella 1*, di cui 12 relative ai derivati finanziari disaggregati. La ricostruzione dei dati prende avvio dal 1960; tuttavia, nessuna delle variabili considerate presenta una serie storica completa e ininterrotta fino al 2025. La continuità delle serie risulta infatti spesso compromessa da modifiche nella classificazione, nella denominazione o nel livello di dettaglio delle voci di bilancio. Limitando l'analisi al periodo 1970–2025, 23 variabili risultano disponibili in modo continuativo lungo l'intero arco temporale considerato. Tale numero sale a 31 restringendo l'analisi al periodo 1975–2025, a 39 per l'intervallo 1990–2025 e a 49 per il periodo 2000–2025, raggiungendo il valore massimo di 53 variabili su 54 (derivati disaggregati esclusi) disponibili a partire dal 2002. Tale evoluzione riflette il progressivo ampliamento del livello di dettaglio e la crescente standardizzazione dell'informativa finanziaria fornita dal gruppo.

²²¹ La diversa disponibilità temporale delle variabili dipende dal fatto che, sebbene il corpus documentale utilizzato per l'analisi copra il periodo 1970–2025, i singoli documenti contabili riportano frequentemente dati comparativi relativi agli esercizi precedenti. Ciò ha consentito, per alcune voci, di ricostruire serie storiche anteriori al 1970, in alcuni casi a partire dal 1960.

Alla luce di ciò, una delle principali difficoltà metodologiche è consistita proprio nel ricondurre tali informazioni a categorie omogenee, al fine di ottenere serie storiche il più possibile complete e comparabili nel lungo periodo. A questo scopo, le voci sono state armonizzate facendo riferimento, ove possibile, alle classificazioni adottate negli attuali standard di rendicontazione, con l'obiettivo non solo di garantire la comparabilità temporale dei dati, ma anche di costruire un database chiaro e facilmente utilizzabile per eventuali future attività di ricerca. Nel caso in cui, come frequentemente accaduto, il valore di una variabile riportato in un determinato report non coincidesse con quello riportato nel report successivo, è stato assunto come corretto il valore più recente, in quanto rappresenta l'eventuale rettifica apportata da Nestlé.

La *Tabella 1* illustra il contenuto del database e le relative voci. Nella colonna «Categoria», la sigla «CIS» indica le voci tratte dal *Consolidated Income Statement* dei bilanci di Nestlé; «CBS» quelle ricavate dal *Consolidated Balance Sheet*; «CCFS» quelle desunte dal *Consolidated Cash Flow Statement*; mentre il simbolo «*» contrassegna le voci ricavate dalle note al bilancio.

Tale classificazione consente di individuare immediatamente la sezione del bilancio in cui è riportata ciascuna voce. Si precisa tuttavia che tali riferimenti si basano sulla denominazione delle sezioni adottata da Nestlé nel bilancio relativo all'esercizio 2025; nel corso del periodo analizzato tali denominazioni non sono sempre rimaste invariate ed è possibile che subiscano ulteriori modifiche in futuro.

Nella colonna «Nome» è riportata la voce così come compare nei bilanci di Nestlé. Qualora la colonna risulti vuota, significa che essa coincide con quella riportata nella colonna «Denominazione», che indica il nome attribuito alla corrispondente variabile all'interno del database. Qualora, invece, nella colonna «Nome» siano riportate più voci, ciò indica che la corrispondente variabile presente nella colonna «Denominazione» è ottenuta dall'aggregazione di più voci di bilancio.

La colonna «Periodo» riporta l'intervallo, o gli intervalli temporali, per i quali la corrispondente variabile è valorizzata nel database, mentre la colonna «Descrizione» fornisce una breve spiegazione del significato della voce di bilancio.

Si forniscono inoltre alcune precisazioni aggiuntive al fine di agevolare la comprensione delle tabelle sottostanti e di garantire, qualora fosse necessario, la prosecuzione della compilazione del database secondo i medesimi criteri contabili. Relativamente alle voci appartenenti alla categoria «CBS», tutte le denominazioni contenenti la parola «asset» identificano attività dalle quali l'impresa si attende benefici economici futuri; viceversa, tutte le denominazioni contenenti la parola «liabilities» identificano passività che comporteranno future uscite di risorse economiche. Si precisa che, secondo la struttura dello stato patrimoniale adottata da Nestlé, anche le voci relative all'*Equity* sono collocate nella sezione delle passività, pur non costituendo passività in senso economico, bensì il patrimonio netto dell'impresa. Inoltre, tutte le denominazioni con il prefisso «cur» (*current*) identificano attività o passività la cui realizzazione o estinzione è prevista entro dodici mesi dalla data di bilancio; diversamente, tutte le denominazioni con il prefisso «nocur» (*non current*) si riferiscono ad attività o passività la cui realizzazione o estinzione è prevista oltre i dodici mesi.

Come anticipato, alcune voci sono riportate in forma aggregata nei bilanci e solo successivamente vengono disaggregate. Un esempio è la voce «mark_adm_rd», che soltanto a partire dal 1988 viene suddivisa nelle due distinte *marketing and administration* e *research and development*. Per garantire la coerenza del database si è pertanto deciso di mantenere sia la variabile aggregata «mark_adm_rd», sia la variabile disaggregata relativa alle sole spese di *research and development* (rd).

Ad eccezione delle variabili *num_employees*, *num_factories* e *num_shares*, espresse come valori numerici assoluti, e della variabile *dps*, espressa in franchi svizzeri, tutte le altre voci del database sono riportate, coerentemente con i bilanci di Nestlé, in milioni di franchi svizzeri (CHF).

Tabella 1

Categoria	Nome	Denominazione	Periodo	Descrizione
CIS		sales	1969-2025	Ricavi totali
CIS	Cost of goods sold + distribution expenses	cost_goods_sold	1969-2025	Costo dei prodotti venduti e spese di distribuzione
CIS	Marketing, administration and research & development cost	mark_adm_rd	1971-2025	Costi operativi
CIS	Research & Development	rd	1988-2025	Costi di ricerca & sviluppo
CIS	Trading operating profit	trading_profit	1971-2025	Ricavi meno costi operativi
CIS		operating_profit	2002-2025	Profitto operativo
CIS	Financial income	fin_income	1988-2025	Proventi finanziari
CIS	Net financial cost (fin. expense–fin. income)	net_fin_cost	1973-2025	Costo netto della gestione finanziaria
CIS	Profit before taxes, associates and joint ventures	profit_before_tax	1971-2025	Utile prima delle imposte e delle partecipazioni
CIS	Income from associates and joint ventures	inc_from_assoc	1979-2025	Quota utile da società collegate
CIS	Profit for the year	net_profit	1969-2025	Utile netto
CBS		assets	1969-2025	Totale attivi
CBS	Cash and cash equivalents + short term investments	cur_liquid_assets	1969-2025	Attività liquide e finanziarie correnti
CBS	Finished goods	cur_goods_assets	1969-2025	Scorte di prodotti finiti correnti
CBS	Raw materials	cur_raw_mat_assets	1969-2025	Scorte di materie prime correnti
CBS	Trade and other receivables + prepayments	cur_trade_assets	1969-2025	Crediti commerciali correnti
CBS		cur_deriv_assets	2001-2025	Derivati con fair value positivo e regolazione entro 12 mesi
CBS		cur_assets	1973-2025	Attività entro 12 mesi
CBS	Property, plant and equipment	nocur_tang_assets	1969-2025	Terreni, fabbriche, macchinari, ecc.

Tabella 1

Categoria	Nome	Denominazione	Periodo	Descrizione
CBS	Investments in associates and joint ventures	nocur_invest_assets	1989-2025	Investimenti e partecipazioni con scadenza oltre 12 mesi CBS
CBS	Intangible assets + goodwill	nocur_fin_assets	1998-2025	Attività finanziarie
		nocur_intang_assets	1995-2025	Attività immateriali comemarchi, brevetti, diritti, ecc.
CBS	Total liabilities and equity	nocur_assets	1972-2025	Attività oltre 12 mesi
CBS		liabilities	1969-2025	Totale passività
CBS		cur_fin_liabilities	1979-2025	Passività finanziarie
CBS		cur_trade_liabilities	1979-2025	Passività verso fornitori
CBS	Trade and other payables + accruals			
		cur_prov_liabilities	1969-2025	Accantonamenti per rischi e oneri
		cur_deriv_liabilities	2001-2025	Derivati con fair value negativo
		cur_liabilities	1969-2025	Passività entro 12 mesi
		nocur_fin_liabilities	1979-2025	Passività finanziarie
CBS	Total equity	nocur_liabilities	1969-2025	Passività oltre 12 mesi
CBS		total_eq_liabilities	1969-2025	Patrimonio netto totale
CBS		share_cap_liabilities	1969-2025	Valore nominale azioni emesse
CCFS		op_cash_flow	1993-2025	Flusso di cassa da att.operative
CCFS		deprec_tang_assets	1965-2025	Deprezzamento assets fisici
CCFS	Investing cash flow	inv_cash_flow	1993-2025	Flussi di cassa da attività di investim.
CCFS	Capital expenditures	capex	1961-2025	Investimenti in immobilizzazioni materiali (impianti, macchinari)
CCFS	Disposal of businesses	disp_business	1993-2025	Cassa generata dalla vendita di società o rami d'azienda
CCFS	Financing cash flow	fin_cash_flow	1993-2025	Flussi di cassa da attività di finanziamento
CCFS	Acquisition of businesses	total_dividend_paid	1967-2025	Totale dividendi pagati
CCFS		acq_business	1975-2025	Costo acquisizione di società
CCFS		buyback	1996-2025	Riacquisto di azioni proprie
CCFS		cash_and_cash_equivalents	1993-2025	Cassa, depositi, investimenti liquidi
	at end of year			

Tabella 1

Categoria	Nome	Denominazione	Periodo	Descrizione
*		taxes	1969-2025	Imposte pagate
*	Dividend per share	dps	1962-2025	Dividendo per azione pagato
*		num_shares	1966-2025	Numero di azioni in circolazione
*		free_cash_flow	1973-1993/ 2002-2025	Flusso di cassa disponibile
*		num_employees	1961-2025	N. dipendenti
*		num_factories	1961-1999	N. stabilimenti
*		deriv_assets	2000-2025	Derivati attivi totali
*		deriv_liabilities	2000-2025	Derivati passivi totali
*	nocur_invest_assets + nocur_fin_assets	nocur_long_fin_assets	1972-2025	Invest. e attiv. fin. aggregate con scadenza oltre 12 mesi
*	cash and cash equivalents + short-term investments + non current financial assets + trade and other receivables + derivative assets	total_fin_assets	1969-2025	Attività finanziarie totali
*	trade and other payables + financial debt (current + non current) + derivative liabilities	total_fin_liabilities	1979-2025	Passività finanziarie totali
*		fvh_curr_int_na	2000-2025	Valore nozionale dei derivati utilizzati a copertura dei rischi di cambio o di tasso d'interesse relativi a impegni già assunti
*		fvh_curr_int_fva	2000-2025	Valore equo positivo dei derivati utilizzati a copertura dei rischi di cambio o di tasso d'interesse relativi a impegni già assunti
*		fvh_curr_int_fvl	2000-2025	Valore equo negativo dei derivati utilizzati a copertura dei rischi di cambio o di tasso d'interesse relativi a impegni già assunti
*		cfh_curr_int_na	2000-2025	Valore nozionale dei derivati utilizzati a copertura dei rischi di cambio o di tasso d'interesse relativi a flussi di cassa futuri

Tabella 1

Categoria	Nome	Denominazione	Periodo	Descrizione
*		cfh_curr_int_fva	2000-2025	Valore equo positivo dei derivati utilizzati a copertura dei rischi di cambio o di tasso d'interesse relativi a flussi di cassa futuri
*		cfh_curr_int_fvl	2000-2025	Valore equo negativo dei derivati utilizzati a copertura dei rischi di cambio o di tasso d'interesse relativi a flussi di cassa futuri
*		cfh_comm_na	2000-2025	Valore nozionale dei derivati utilizzati a copertura del rischio di variazione dei prezzi delle materie prime relativo a flussi di cassa futuri
*		cfh_comm_fva	2000-2025	Valore equo positivo dei derivati utilizzati a copertura del rischio di variazione dei prezzi delle materie prime relativo a flussi di cassa futuri
*		cfh_comm_fvl	2000-2025	Valore equo negativo dei derivati utilizzati a copertura del rischio di variazione dei prezzi delle materie prime relativo a flussi di cassa futuri
*		t_curr_int_comm_na	2000-2018	Valore nozionale dei derivati detenuti per altre finalità, esposti ai rischi di cambio, di tasso d'interesse o di prezzo delle materie prime
*		t_curr_int_comm_fva	2000-2025	Valore equo positivo dei derivati detenuti per altre finalità, esposti ai rischi di cambio, di tasso d'interesse o di prezzo delle materie prime
*		t_curr_int_comm_fvl	2000-2025	Valore equo negativo dei derivati detenuti per altre finalità, esposti ai rischi di cambio, di tasso d'interesse o di prezzo delle materie prime

3.1.5.2 Voci contabili relative ai derivati

Per quanto riguarda gli strumenti derivati, sebbene Nestlé dichiarò esplicitamente di farne uso a fini di copertura a partire dal 1995, la normativa contabile ha imposto la rendicontazione di informazioni specifiche sul loro utilizzo soltanto a partire dal 2001. Nel bilancio di quell'anno, infatti, è riportato che «i dati del 2000 non sono stati rettificati secondo lo IAS 39. Le coperture di fair value erano generalmente rilevate in bilancio, mentre le coperture dei flussi di cassa erano indicate fuori bilancio»²²². Anche in questo ambito, tuttavia, le modalità di rendicontazione hanno subito numerose modifiche nel corso dei successivi venticinque anni. Per questo motivo, si è ritenuto opportuno ricostruire l'evoluzione dell'informativa, evidenziandone i principali cambiamenti.

Nel periodo compreso tra il 2001 e il 2006, all'interno del *Consolidated Balance Sheet* (CBS), nella sezione «Assets», era iscritta al *fair value* la voce «Derivative assets». Le informazioni di dettaglio erano poi riportate nelle note integrative, rispettivamente alla nota 11 (*Derivative assets*) e alla nota 19 (*Derivative liabilities*), nelle quali venivano presentati sia i valori di *fair value*, ossia il valore equo degli strumenti alla data di valutazione, sia gli importi contrattuali o nozionali (*contractual or notional amounts*), ossia il valore di riferimento dei contratti, distinti per tipologia di derivato: *Fair value hedges*, *Cash flow hedges*, *Hedges of net investments* e *Trading*. La prima categoria riguarda la copertura dall'esposizione alle variazioni del *fair value* di attività, passività o impegni irrevocabili; la seconda riguarda la copertura dalla variabilità dei flussi finanziari futuri; la terza riguarda invece la copertura del rischio di cambio associato a un investimento netto in un'operazione estera.

Per quanto riguarda la categoria *Trading*, è opportuno precisare che tale classificazione non identifica necessariamente strumenti derivati detenuti con finalità speculative. Essa comprende infatti anche derivati che, pur essendo utilizzati per finalità di copertura economica, non soddisfano i requisiti previsti dallo IAS 39 per l'applicazione dell'*hedge accounting* e sono pertanto contabilizzati come strumenti di trading²²³. Ciò nonostante,

²²² Nestlé S.A., *Financial Statements 2001*, Vevey, Nestlé S.A., (2001), p. 23.

²²³ Per una spiegazione più accurata si rimanda direttamente al sito ufficiale dell'IFRS Foundation; tuttavia, è opportuno anticipare brevemente che, affinché una relazione di copertura possa essere contabilizzata secondo

Nestlé riconosce esplicitamente che «alcuni derivati vengono anche acquisiti con l'obiettivo di generare un profitto a breve termine»²²⁴. Inoltre, per le categorie *Cash flow hedges* e *Other* erano fornite ulteriori informazioni, con la ripartizione dei *fair value* in funzione della valuta di copertura e della durata residua della copertura.

A partire dal 2007, la rendicontazione ha subito una prima significativa revisione. Nel CBS è stata introdotta la voce *Derivative liabilities* tra le *Current liabilities*, mentre in precedenza tale informazione era riportata esclusivamente nelle note integrative. Contestualmente, le informazioni contenute nelle precedenti note 11 e 19 sono state accorpate nella nota 9, mantenendo invariata la presentazione dei *fair value* e dei *notional amounts* suddivisi per tipologia di derivato. La classificazione dei derivati in funzione della loro scadenza, invece, è stata ricondotta alla sezione *Maturity of financial instruments*, nella quale viene riportata la ripartizione per durata di tutte le attività e passività finanziarie.

Dal 2008, la sezione relativa ai *Derivative assets and liabilities by type* è stata trasferita dalla nota 9 alla nota 11, senza modifiche sostanziali nella struttura dell'informativa. L'unica variazione ha riguardato la denominazione della categoria *Trading*, rinominata *Undesignated derivatives*.

Nel 2010, la nota dedicata agli strumenti derivati è diventata la nota 13. Nello stesso esercizio, la categoria *Hedges of net investments in foreign operations* risultava ancora presente nel prospetto, sebbene il relativo valore nozionale fosse già pari a zero, a fronte dei CHF 2,515 miliardi riportati nel 2009. A partire dal 2011 tale categoria non è stata più riportata separatamente nel prospetto quantitativo dei derivati. La riduzione a zero degli importi si colloca temporalmente in corrispondenza della cessione da parte di Nestlé della partecipazione residua in Alcon, completata nell'agosto 2010. Poiché i *net investment hedges* erano utilizzati per mitigare il rischio di conversione degli investimenti netti nelle società

le regole dell'hedge accounting, devono essere soddisfatti specifici requisiti. In particolare, essa deve comprendere uno strumento di copertura e un elemento coperto ammissibili; deve essere individuato il rischio oggetto di copertura; la relazione deve essere formalmente designata e documentata all'origine, insieme all'obiettivo e alla strategia di gestione del rischio dell'impresa; deve sussistere una relazione economica tra lo strumento di copertura e l'elemento coperto; l'effetto del rischio di credito non deve dominare le variazioni di valore derivanti da tale relazione economica; infine, il rapporto di copertura deve riflettere le quantità dell'elemento coperto e dello strumento di copertura effettivamente utilizzate dall'impresa.

²²⁴ Nestlé S.A., *Financial Statements 2001*, Vevey, Nestlé S.A., (2001), p. 13.

affiliate, è possibile ipotizzare un collegamento tra i due eventi, sebbene i bilanci di Nestlé non forniscano un'esplicita conferma di tale relazione. La scomparsa della categoria dal prospetto non deve tuttavia essere interpretata come l'abbandono della relativa tipologia di *hedge accounting*, poiché i *net investment hedges* continuavano a essere contemplati nella *accounting policy* negli anni successivi. Tale impostazione rimase sostanzialmente invariata fino al 2017.

Dal 2018, il prospetto dedicato agli strumenti derivati è stato ulteriormente semplificato mediante l'aggregazione delle informazioni. Inoltre, per la categoria *Undesignated derivatives* vengono riportati esclusivamente i valori di *fair value*, mentre non sono più indicati i corrispondenti *contractual or notional amounts*. Un'ulteriore modifica è stata introdotta nel 2023, quando all'interno del CBS è comparsa, nella sezione relativa alle *non-current assets*, la voce *Derivative assets*, che si affianca a quella già presente tra le attività correnti, riflettendo una diversa classificazione contabile delle attività in strumenti derivati. Alla luce di tale evoluzione, nel database si è scelto di non riportare in forma disaggregata i derivati non correnti attivi e passivi, mantenendo come variabili disaggregate esclusivamente le voci *cur_deriv_assets* e *cur_deriv_liabilities*. Le variabili *deriv_assets* e *deriv_liabilities* riportano invece, rispettivamente, la somma dei derivati correnti e non correnti attivi e passivi. In questo modo, qualora fosse necessario, i derivati non correnti attivi possono essere ottenuti come differenza tra *deriv_assets* e *cur_deriv_assets*, mentre i derivati non correnti passivi possono essere ottenuti come differenza tra *deriv_liabilities* e *cur_deriv_liabilities*. Utilizzando le modalità di rendicontazione aggregata introdotte a partire dal 2018, così da preservare la continuità della serie storica per l'intero periodo 2001–2025, in calce alla *Tabella 1* i derivati sono classificati riportando la denominazione utilizzata nel database, il periodo di disponibilità dei dati e una breve descrizione, analogamente a quanto previsto per tutte le altre variabili. Nella tabella sottostante (*Tabella 2*), invece, viene fornito un prospetto più specifico relativo alla costruzione delle medesime variabili concernenti i derivati.

Tabella 2

Categoria	Sottostante coperto	Misura	Denominazione
Fair value hedges	Currency / Interest	Notional amounts	fvh_curr_int_na
Fair value hedges	Currency / Interest	Fair value assets	fvh_curr_int_fva
Fair value hedges	Currency / Interest	Fair value liabilities	fvh_curr_int_fvl
Cash flow hedges	Currency / Interest	Notional amounts	cfh_curr_int_na
Cash flow hedges	Currency / Interest	Fair value assets	cfh_curr_int_fva
Cash flow hedges	Currency / Interest	Fair value liabilities	cfh_curr_int_fvl
Cash flow hedges	Commodity	Notional amounts	cfh_comm_na
Cash flow hedges	Commodity	Fair value assets	cfh_comm_fva
Cash flow hedges	Commodity	Fair value liabilities	cfh_comm_fvl
Trading	Currency / Interest / Commodity	Notional amounts	t_curr_int_comm_na
Trading	Currency / Interest / Commodity	Fair value assets	t_curr_int_comm_fva
Trading	Currency / Interest / Commodity	Fair value liabilities	t_curr_int_comm_fvl

3.1.6 Costruzione delle variabili

L'insieme di dati presentato nella Tabella 1 ha permesso di costruire le variabili impiegate per valutare la finanziarizzazione di Nestlé. Considerati i limiti delle fonti, riconducibili principalmente all'assenza di continuità temporale nella rendicontazione dei bilanci, all'eterogeneità dei criteri di classificazione delle voci contabili nel corso del tempo e alla variabilità degli approcci adottati in letteratura per la misurazione della finanziarizzazione, si è scelto di ricorrere, ove possibile, a più misure per ciascun indicatore. Tale approccio consente di valutare la robustezza dei risultati rispetto alle diverse modalità di operazionalizzazione del fenomeno. In particolare, l'ipotesi H1 sarà esaminata attraverso un unico indicatore, articolato in tre diverse costruzioni; l'ipotesi H2 attraverso quattro variabili; l'ipotesi H3 attraverso due variabili, una delle quali declinata in tre differenti costruzioni; infine, l'ipotesi H4 sarà verificata mediante un'unica variabile.

Ogni variabile è stata costruita sulla base di studi precedenti sulla finanziarizzazione che hanno analizzato la specifica dimensione oggetto di misurazione. Per tale ragione, il pedice associato al nome di ciascuna variabile riporta il cognome dell'autore dello studio dal quale è stata tratta la relativa metodologia di costruzione²²⁵. Sebbene si sia cercato di mantenere il più possibile fedeli le definizioni e le modalità di calcolo proposte dagli autori, le variabili qui elaborate possono presentare lievi differenze rispetto a quelle originariamente utilizzate negli studi di riferimento. Nei casi in cui lo scostamento sia risultato sostanziale o sia stato introdotto intenzionalmente, la relativa scelta metodologica è stata esplicitamente motivata.

Per quanto riguarda H1, la costruzione di FA_{Huang} si basa sulla definizione adottata da Huang, Cui e Chan, i quali ricomprendono tra le componenti finanziarie tutte le attività correnti, le attività finanziarie non correnti e i derivati, sia attivi sia passivi, nonché le passività finanziarie non correnti²²⁶. Demir, invece, considera come componenti finanziarie la somma delle disponibilità liquide e dei crediti commerciali correnti, degli investimenti e delle attività finanziarie non correnti e dei soli derivati attivi (FA_{Demir})²²⁷. Infine, una definizione intermedia è rappresentata da FA_{Davis} che mantiene le componenti non correnti relative agli investimenti e alle attività finanziarie, nonché i derivati attivi, mentre considera l'insieme delle attività correnti al netto delle componenti riconducibili alle materie prime e ai prodotti finiti in magazzino²²⁸. Nonostante la diversa composizione delle formule, le prime due variabili sono volte a cogliere la rilevanza delle componenti finanziarie rispetto alla struttura patrimoniale dell'impresa, mentre FA_{Davis} ne valuta la rilevanza rispetto al fatturato totale.

²²⁵ Tobias J. Klinge, Rodrigo Fernandez e Manuel B. Aalbers, “Whither Corporate Financialization? A Literature Review”, in *Geography Compass*, 15, n. 9 (2021), art. e12588.

²²⁶ Bingbing Huang, Yuying Cui e Kam C. Chan, “Firm-Level Financialization: Contributing Factors, Sources, and Economic Consequences”, in *International Review of Economics & Finance*, 80 (2022), pp. 1153–1162.

²²⁷ Firat Demir, “Financial Liberalization, Private Investment and Portfolio Choice: Financialization of Real Sectors in Emerging Markets”, in *Journal of Development Economics*, 88, n. 2 (2009), pp. 314–324.

²²⁸ Leila E. Davis, “Identifying the ‘Financialization’ of the Nonfinancial Corporation in the U.S. Economy: A Decomposition of Firm-Level Balance Sheets”, in *Journal of Post Keynesian Economics*, 39, n. 1 (2016), pp. 115–141; Leila E. Davis, “Financialization, Shareholder Orientation and the Cash Holdings of US Corporations”, in *Review of Political Economy*, 30, n. 1 (2018), pp. 1–27.

Diversamente, l'ipotesi H2, volta a verificare in che misura le politiche di distribuzione delle risorse di Nestlé S.A. riflettano la *shareholder value orientation*, è stata operazionalizzata mantenendo costante il numeratore, costituito dalla somma dei dividendi distribuiti e della spesa sostenuta per il riacquisto di azioni proprie, e variando invece il denominatore. In particolare, Lazonick rapporta tale ammontare all'utile netto, consentendo di misurare la quota dell'utile destinata alla remunerazione degli azionisti ($D_{Lazonick}$)²²⁹; Montalban e Sakinç lo rapportano al fatturato, mettendo in relazione le distribuzioni agli azionisti con la dimensione dell'attività economica dell'impresa ($D_{Montalban}$)²³⁰; Seo, Kim e Kim rapportano invece tali distribuzioni al totale attivo, consentendo di valutarne la rilevanza rispetto alla dimensione patrimoniale dell'impresa (D_{Seo})²³¹; infine, Klinge, Fernandez e Aalbers le rapportano alla somma degli investimenti in capitale fisico e della spesa in ricerca e sviluppo, mettendo a confronto le risorse destinate agli azionisti con quelle destinate al reinvestimento nell'attività produttiva e innovativa (D_{Klinge})²³².

L'ipotesi H3 presenta invece una particolare complessità sotto il profilo metodologico, in quanto la maggior parte degli studi quantitativi sulla finanziarizzazione, analizzando ampi panel di imprese, rilevano l'utilizzo dei derivati attraverso una variabile binaria, che assume valore pari a uno nel caso in cui l'impresa utilizzi strumenti derivati e pari a zero in caso contrario. Nel presente studio si è scelto di superare questa semplice classificazione, adottando due diverse modalità di misurazione della rilevanza dei derivati. La prima, tratta da Judge, Le e Ly, rapporta al totale attivo la somma dei valori nozionali dei contratti derivati utilizzati da Nestlé S.A., consentendo di cogliere la dimensione delle posizioni in derivati rispetto alla dimensione dell'impresa (DV_{Judge})²³³. La seconda, proposta da Hahnenstein, Köchling e Posch, considera separatamente i derivati attivi e passivi,

²²⁹ William Lazonick, "The Financialization of the U.S. Corporation: What Has Been Lost, and How It Can Be Regained", in *Seattle University Law Review*, 36, n. 2 (2013), pp. 857–909.

²³⁰ Matthieu Montalban e Mustafa Erdem Sakinç, "Financialization and Productive Models in the Pharmaceutical Industry", in *Industrial and Corporate Change*, 22, n. 4 (2013), pp. 981–1030.

²³¹ Hwan Joo Seo, Han Sung Kim e Yoo Chan Kim, "Financialization and the Slowdown in Korean Firms' R&D Investment", in *Asian Economic Papers*, 11, n. 3 (2012), pp. 35–49.

²³² Tobias J. Klinge, Rodrigo Fernandez e Manuel B. Aalbers, "The Financialization of Big Pharma", in *Revista Internacional de Sociología*, 78, n. 4 (2020), art. e174.

²³³ Amrit Judge, Khai Le e Kim Ly, "The Impact of Derivative Use on Default Probability among Nonfinancial Firms: Evidence from European Firms", in *Journal of Futures Markets*, 46, n. 3 (2026), pp. 562–581.

rapportandoli in entrambi i casi al totale attivo; la loro somma consente quindi di ottenere una misura complessiva del peso contabile dei derivati rispetto al totale attivo ($DV_{Hahnenstein}$)²³⁴.

Infine, l'ipotesi H4, volta a misurare la rilevanza dei redditi generati da Nestlé S.A. attraverso componenti non direttamente riconducibili alla gestione operativa, è stata costruita prendendo come riferimento l'approccio proposto da Salento, che studia la finanziarizzazione delle imprese italiane attraverso il rapporto tra redditi finanziari e profitto operativo lordo²³⁵. La variabile è definita come il rapporto tra la somma dei *financial income* e degli *income from associates and joint ventures* e il *trading operating profit*. La scelta del denominatore richiede alcune precisazioni. Nel conto economico consolidato, il *trading operating profit* rappresenta il risultato ottenuto dopo la deduzione dal fatturato dei principali costi connessi alla gestione caratteristica, tra cui il costo dei prodotti venduti, le spese di distribuzione, marketing, amministrazione e ricerca e sviluppo. A partire da tale risultato, attraverso l'inclusione degli *other operating income* e la deduzione degli *other operating expenses*, si ottiene l'*operating profit*. Successivamente, al risultato operativo si aggiungono i *financial income* e gli *income from associates and joint ventures*, mentre vengono sottratti i *financial expenses* e le imposte, così da ottenere l'utile netto.

Sebbene la differenza quantitativa tra *trading operating profit* e *operating profit* risulti generalmente contenuta, essa diventa rilevante in alcuni esercizi, in particolare quando negli *other operating income* sono stati contabilizzati proventi derivanti dalla cessione di rami d'azienda. Nel caso di Nestlé S.A., tali operazioni hanno assunto particolare rilevanza negli

²³⁴ Lutz Hahnenstein, Gerrit Köchling e Peter N. Posch, "Do Firms Hedge in Order to Avoid Financial Distress Costs? New Empirical Evidence Using Bank Data", in *Journal of Business Finance & Accounting*, 48, nn. 3–4 (2021), pp. 718–741.

²³⁵ Angelo Salento, "The Financialization of Companies in Italy", in *Oñati Socio-Legal Series*, 6, n. 3 (2014), pp. 795–815.

anni 2002²³⁶, 2008²³⁷, 2010²³⁸ e 2019²³⁹, generando proventi di entità considerevole. Tali operazioni, pur essendo contabilizzate nell'area operativa del conto economico, costituiscono componenti non ricorrenti e possono determinare variazioni significative dell'*operating profit* senza riflettere un cambiamento strutturale nella gestione operativa ordinaria. La scelta dell'*operating profit* come denominatore avrebbe inoltre comportato una significativa riduzione della copertura temporale della variabile, essendo tale voce disponibile nel database soltanto a partire dal 2002, rispetto al 1971 per il *trading operating profit*. Per preservare una maggiore estensione temporale dell'analisi e, al contempo, ridurre l'influenza di componenti operative non ricorrenti sul denominatore, si è pertanto scelto di rapportare i redditi considerati al *trading operating profit*.

Infine, rispetto alla misura proposta da Salento, che considera esclusivamente i redditi di natura finanziaria, la presente analisi include anche gli *income from associates and joint ventures*. Tale scelta consente di ampliare la misura delle componenti reddituali non direttamente riconducibili alla gestione operativa, includendo anche i risultati derivanti dalle partecipazioni in società collegate e joint venture.

La tabella sottostante (*Tabella 3*) costituisce un prospetto riassuntivo delle variabili impiegate nell'analisi. Per ciascuna variabile sono riportati l'ipotesi di ricerca cui essa fa riferimento, la formula di costruzione, ossia le voci del database riportate nella *Tabella 1* che la compongono, e il periodo di osservazione coperto.

²³⁶ Il 23 marzo 2002 il Gruppo Nestlé ha offerto 69.750.000 azioni ordinarie e un ulteriore lotto di 6.975.000 azioni della controllata Alcon Inc. alla Borsa di New York generando un incasso di 3.9 miliardi di CHF (Nestlé financial statements 2002).

²³⁷ Il 7 luglio 2008 il Gruppo Nestlé ha venduto il 24,8% del capitale sociale in circolazione di Alcon a Novartis per un importo totale di 10,4 miliardi di USD, con un utile sulla cessione di 9.208 milioni di CHF e un aumento delle partecipazioni di minoranza di 1.537 milioni di CHF. L'accordo include inoltre l'opzione per Novartis di acquisire la restante partecipazione di Nestlé in Alcon a un prezzo di 181 USD per azione dal gennaio 2010 fino a luglio 2011. Durante lo stesso periodo, Nestlé avrà l'opzione di vendere la sua partecipazione residua in Alcon a Novartis al prezzo più basso tra il prezzo di esercizio di 181 USD per azione o il prezzo medio delle azioni durante la settimana precedente l'esercizio, più un premio del 20,5% (Nestlé financial statements 2008).

²³⁸ Il 4 gennaio 2010 Novartis ha esercitato l'opzione di acquisto per acquisire il restante 52% del capitale di Alcon in mano a Nestlé a un prezzo di 181 dollari per azione. La transazione ha ricevuto l'approvazione normativa ed è stata completata il 25 agosto 2010 generando 27.684 miliardi di CHF (Nestlé financial statements 2010).

²³⁹ Il Gruppo Nestlé ha ceduto Nestlé Skin Health per 3.452 miliardi di CHF (Nestlé financial statements 2019).

3.1.6.1 Piano delle analisi

Il piano delle analisi è articolato in tre fasi tra loro complementari. La prima fase, di carattere preliminare e descrittivo, mira a ricostruire le principali trasformazioni intervenute nella struttura economica, patrimoniale e finanziaria di Nestlé S.A. nel corso del periodo considerato. A tal fine, vengono esaminate separatamente le voci contabili appartenenti alle categorie *Consolidated Income Statement*, *Consolidated Balance Sheet* e *Consolidated Cash Flow Statement* riportate nella *Tabella 1*. L'analisi considera l'evoluzione temporale delle singole voci, espresse in valori reali; le componenti del conto economico sono inoltre rapportate al fatturato totale, mentre quelle relative agli attivi e ai passivi del bilancio consolidato sono espresse in rapporto all'attivo totale. L'intervallo temporale di ciascuna analisi varia in funzione della disponibilità dei dati per la relativa voce, come indicato nella *Tabella 1*. I risultati relativi alla totalità di queste analisi non saranno riportati nel corpo della tesi, ma saranno raccolti nell'apposita sezione *Appendice* attraverso grafici organizzati in subplot, che consentono di visualizzarne l'evoluzione secondo le modalità descritte.

Le analisi delle singole voci costituiscono pertanto un livello preliminare e complementare rispetto alla verifica delle ipotesi: consentono di ricostruire l'evoluzione di lungo periodo delle diverse componenti contabili e di individuare i cambiamenti sottostanti all'andamento delle variabili costruite. Per questo motivo, i relativi risultati non sono riportati né discussi in una sezione dedicata, ma vengono utilizzati come elementi integrativi nell'interpretazione delle evidenze emerse dalle analisi descrittive relative alle quattro ipotesi e come supporto alla formulazione delle analisi statistiche secondarie.

Anche il secondo livello di analisi, presentato nella sezione *3.2.1 Risultati delle analisi descrittive*, è di natura descrittiva e riguarda la verifica empirica delle quattro ipotesi formulate all'interno della sezione *3.1.1 Ipotesi*. In questo caso tutte le variabili sono costruite mediante formule che combinano più voci di bilancio, determinando una diversa estensione temporale delle singole componenti, dovuta ai cambiamenti intervenuti nel tempo nelle normative e nelle pratiche contabili. Qualora una delle componenti non risulti disponibile per un determinato esercizio, ai fini della ricostruzione delle variabili si è scelto di assegnare alla componente un valore pari a zero. Tale scelta è motivata dal fatto che, nella maggior parte dei casi, la minore copertura temporale della serie storica di alcune voci contabili non è

dovuta all'assenza del relativo dato, bensì al fatto che tali voci sono state introdotte solo successivamente. Negli esercizi precedenti, infatti, i relativi importi erano ricompresi in forma aggregata all'interno di altre voci contabili e risultavano pertanto già contabilizzati a bilancio e presenti nel database.

Per la presentazione dei risultati, tuttavia, è stato considerato esclusivamente il periodo indicato nella *Tabella 3*, corrispondente all'intervallo temporale nel quale tutte le voci che compongono ciascuna variabile risultano effettivamente disponibili. In questo modo, la sezione dei risultati presenta esclusivamente evidenze ottenute mediante analisi descrittive riferite a periodi caratterizzati da omogeneità nella disponibilità delle componenti, sebbene ciò comporti una riduzione della copertura storica.

Le variabili utilizzate per la verifica delle ipotesi sono espresse come rapporti tra diverse voci di bilancio. Per ciascuna di esse vengono riportati il valore iniziale (*iniz.*), il valore finale (*fin.*), i valori minimo (*min.*) e massimo (*max.*), con i relativi anni di riferimento (yyyy), nonché la media, la mediana e la variazione complessiva espressa in punti percentuali (Δ pp.). Quest'ultimo indicatore fornisce una prima indicazione circa la direzione e l'entità del cambiamento osservato nel periodo considerato e, pertanto, costituisce un elemento preliminare per valutare la coerenza dell'evidenza empirica con l'ipotesi di riferimento.

Tale valutazione non viene tuttavia effettuata sulla sola base della variazione complessiva, ma è integrata dall'analisi dell'andamento temporale delle variabili e delle relative componenti. Infatti, per una più approfondita interpretazione dei risultati, è stata effettuata una scomposizione delle singole voci che concorrono alla costruzione di ciascuna variabile. Questa analisi permette di distinguere l'effetto prodotto dall'evoluzione del numeratore da quello derivante dall'andamento del denominatore e di verificare quali voci di bilancio abbiano maggiormente contribuito alle variazioni osservate negli indicatori aggregati.

Ad accompagnamento delle tabelle riassuntive si propone anche una rappresentazione visiva delle variabili e della loro composizione. Tuttavia, per i grafici si è scelto di riportare l'intera estensione temporale per la quale sono disponibili i dati relativi alle singole componenti. Al loro interno, una linea verticale di demarcazione identifica il limite temporale individuato nella *Tabella 3*: la parte della serie precedente alla demarcazione, rappresentata con una tonalità più attenuata, corrisponde ai valori ottenuti mediante la ricostruzione delle variabili.

La parte successiva, rappresentata con una tonalità più intensa, corrisponde invece al periodo nel quale tutte le componenti risultano effettivamente disponibili. La porzione di grafico successiva alla linea di demarcazione corrisponde quindi ai valori degli indicatori riportati nelle relative tabelle.

È opportuno precisare sin d'ora questo aspetto poiché, nel capitolo 4 *Discussioni e conclusioni*, l'interpretazione e la discussione dei risultati saranno integrate dalla ricostruzione delle medesime variabili su un orizzonte temporale più ampio tramite le analisi generali sopra citate e riportate all'interno della sezione *Appendice*. Tali analisi sono finalizzate a verificare la coerenza metodologica delle procedure adottate e la consistenza dei risultati ottenuti rispetto a quelli emersi dalle analisi condotte sul campione principale.

Infine, sulla base delle evidenze emerse dalla verifica delle ipotesi, vengono condotte specifiche analisi statistiche di approfondimento, presentate nella sezione 3.4 *Analisi integrative*, finalizzate a esaminare alcune relazioni tra fenomeni riconducibili ai processi di finanziarizzazione, particolarmente rilevanti ai fini dell'interpretazione complessiva dei risultati osservati.

La sequenza delle analisi segue pertanto un percorso che procede dalla ricostruzione generale dell'evoluzione dell'impresa alla focalizzazione sulle specifiche dimensioni della finanziarizzazione, per giungere infine all'approfondimento delle relazioni individuate tra le principali variabili economico-finanziarie.

Si precisa inoltre che, sebbene nei rapporti l'effetto dell'inflazione tenda matematicamente ad annullarsi, tutti i valori monetari espressi in termini nominali sono stati, prima dello svolgimento delle analisi, convertiti in valori reali utilizzando il *Consumer Price Index* (CPI) della Svizzera, reperito attraverso il database del *World Bank Group* e originariamente derivato dagli *International Financial Statistics* dell'*International Monetary Fund* (IMF), con anno base 2010 (2010 = 100). Ai fini della presente analisi, l'indice è stato preventivamente ribasato ponendo il 2025 come anno base (2025 = 100) e successivamente utilizzato per deflazionare tutte le variabili monetarie del database²⁴⁰.

²⁴⁰ World Bank Group, 2026, <https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG?locations=CH>.

Tabella 3

Ipotesi	Formula	Periodo
H1	$FA_{Huang} = \frac{cur_assets + nocur_fin_assets + nocur_fin_liabilities + deriv_assets + deriv_liabilities}{assets}$	2000-2025
	$FA_{Demir} = \frac{cur_liquid_assets + cur_trade_assets + nocur_invest_assets + nocur_fin_assets + deriv_assets}{assets}$	2000-2025
	$FA_{Davis} = \frac{(cur_assets - cur_raw_mat_assets - cur_goods_assets) + nocur_invest_assets + nocur_fin_assets + deriv_assets}{sales}$	2000-2025
H2	$D_{Lazonick} = \frac{total_dividend_paid + buyback}{net_profit}$	1996-2025
H2	$D_{Montalban} = \frac{total_dividend_paid + buyback}{sales}$	1996-2025
H2	$D_{Seo} = \frac{total_dividend_paid + buyback}{assets}$	1996-2025
H2	$D_{Klinge} = \frac{total_dividend_paid + buyback}{capex + rd}$	1996-2025
H3	$DV_{Judge} = \frac{fvh_curr_int_na + cfh_curr_int_na + cfh_comm_na + t_curr_int_comm_na}{assets}$	2000-2025
H3	$DV_{Hahnenstein1} = \frac{deriv_assets}{assets}$	2000-2025
	$DV_{Hahnenstein2} = \frac{deriv_liabilities}{assets}$	2000-2025
	$DV_{Hahnenstein3} = \frac{deriv_assets + deriv_liabilities}{assets}$	2000-2025
H4	$FI_{Salento} = \frac{fin_income + inc_from_assoc}{trading_profit}$	1988-2025

3.2 Risultati delle ipotesi

Nella presente sezione sono illustrati i risultati dell'analisi empirica condotta sulle variabili individuate per ciascuna delle ipotesi di ricerca. Le principali evidenze sono sintetizzate nelle *Tabelle analisi H1, H2, H3 e H4* e corredate dai relativi *Grafici 1, 2, 3 e 4*, che ne consentono una più immediata rappresentazione dell'andamento nel tempo.

3.2.1 Risultati delle analisi descrittive

3.2.1.1 H1 – Attività finanziarie

L'ipotesi H1, secondo cui si attendeva una crescita del peso relativo delle componenti finanziarie nel bilancio di Nestlé S.A., risulta parzialmente coerente con le evidenze empiriche emerse se si considera esclusivamente la variazione complessiva registrata dagli indicatori. I risultati, infatti, differiscono a seconda della variabile considerata.

FA_{Huang} risulta apparentemente coerente con l'ipotesi, registrando un aumento di 6,52 punti percentuali: il rapporto tra le componenti finanziarie e il totale degli attivi passa dal 58,53% al 65,06%. Tuttavia, il valore massimo, pari al 66,15%, si registra nel 2024, mentre il valore minimo, pari al 37,85%, non coincide con l'inizio della serie, ma si colloca nel 2013. Come evidenziato dal *Grafico 1*, l'andamento di FA_{Huang} non segue una traiettoria di crescita lineare, ma presenta una dinamica articolata in due fasi: una progressiva diminuzione dal 2000 al 2017, seguita da una rapida crescita fino al 2025. Tale andamento suggerisce che le variazioni osservate possano essere ricondotte, almeno in parte, alla dinamica delle componenti che concorrono alla determinazione della variabile.

Diversamente, FA_{Demir} non risulta coerente con l'ipotesi H1, registrando una diminuzione di 16,47 punti percentuali delle componenti finanziarie sul totale degli attivi. Il valore minimo si registra nel 2022, attestandosi al 25,43%, mentre il valore massimo coincide con quello iniziale e si osserva nel 2000, pari al 42,47%. Infine, i valori di media e mediana si attestano rispettivamente al 31,87% e al 29,92%. A conferma di questi risultati, il *Grafico 1* evidenzia

una tendenza complessivamente decrescente nel periodo considerato, mostrando quindi non solo l'assenza di un aumento del peso delle componenti finanziarie rispetto al totale, ma anche una loro progressiva riduzione.

FA_{Davis} , invece, risulta coerente con l'ipotesi H1. Partendo da un valore iniziale pari al 34,87%, prossimo al minimo del 33,40% registrato nel 2008, raggiunge il valore massimo nel 2018, sfiorando il 50%, per poi attestarsi al 39,13% alla fine del periodo. Nel complesso, si registra un aumento di 4,26 punti percentuali.

La differenza nell'andamento di FA_{Huang} , FA_{Demir} e FA_{Davis} emerge più chiaramente dall'analisi della decomposizione degli indicatori. Nella composizione di FA_{Huang} , le voci relative ai derivati attivi e passivi e agli attivi finanziari non correnti registrano variazioni relativamente contenute, pari rispettivamente a -0,28, -0,45 e -0,77 punti percentuali. L'andamento complessivo dell'indicatore è invece determinato principalmente da due componenti: le passività finanziarie non correnti, che aumentano di 29,82 punti percentuali, e gli attivi correnti, che diminuiscono di 21,78 punti percentuali.

Coerentemente con quest'ultima evidenza, la decomposizione di FA_{Demir} mostra una riduzione delle due componenti relative agli attivi correnti considerate dall'indicatore, ossia gli attivi correnti liquidi e i crediti commerciali correnti, diminuiti rispettivamente di 10,56 e di 11,05 punti percentuali. A differenza di FA_{Huang} e FA_{Davis} , FA_{Demir} non considera, infatti, l'insieme degli attivi correnti, ma esclusivamente queste due componenti.

Analogamente a FA_{Demir} , ma con le componenti rapportate al fatturato, anche FA_{Davis} evidenzia una riduzione degli attivi correnti, pari a 2,03 punti percentuali. Al contempo, registra un aumento degli investimenti non correnti, pari a 10,84 punti percentuali. Tale componente rappresenta l'unica voce a registrare una variazione positiva anche in FA_{Demir} , con un incremento di 6,19 punti percentuali. In FA_{Davis} si osserva inoltre un leggero aumento degli attivi finanziari non correnti, pari a 1,13 punti percentuali, mentre i derivati attivi restano sostanzialmente invariati.

In conclusione, mentre in FA_{Demir} l'incremento degli investimenti in associate e joint venture non è sufficiente a compensare la contrazione delle altre componenti e, in particolare, la diminuzione degli attivi correnti, in FA_{Davis} l'aumento degli investimenti non correnti rappresenta la componente che maggiormente contribuisce a determinarne il trend positivo.

Di conseguenza, se si confronta questa scomposizione con le evidenze riportate nella sezione dell'Appendice *Andamento nel tempo delle variabili come quota degli assets*, che presenta l'andamento delle medesime voci contabili, disaggregate e rapportate agli attivi totali però per l'intero periodo disponibile, è possibile osservare come tali tendenze si mantengano anche nel lungo periodo.

Si può concludere che il risultato positivo ottenuto da FA_{Huang} è dovuto esclusivamente all'inclusione della voce *nocur_fin_liabilities* al suo interno, mentre il risultato di FA_{Davis} è fortemente condizionato dalla voce *nocur_invest_assets* e dal fatto che tutte le voci siano state rapportate al fatturato e non agli attivi totali. Si ritiene, quindi, che le variabili FA_{Huang} e FA_{Davis} riportino risultati che non rispecchiano i cambiamenti avvenuti nel lungo periodo all'interno della struttura patrimoniale di Nestlé. Diversamente, FA_{Demir} è la formula che meglio rappresenta questa ricomposizione della struttura patrimoniale complessiva. La formula riporta un risultato non significativo rispetto all'ipotesi, coerente con i risultati disaggregati appena evidenziati: non si osserva un aumento delle componenti finanziarie rispetto all'attivo totale per il periodo considerato.

Per una rappresentazione più dettagliata della decomposizione delle variabili relative all'ipotesi H1, si rimanda alla *Tabella analisi decomposizione H1* e al *Grafico 1.1*. Nella tabella, le voci comuni a più variabili sono riportate una sola volta.

3.2.1.2 H2 – Distribuzione di valore agli azionisti

L'ipotesi H2 appare coerente nelle quattro variabili considerate. Sebbene gli indicatori presentino alcune oscillazioni nel corso del periodo, dovute principalmente alla componente dei buyback, che, a differenza dei dividendi, non costituiscono un esborso necessariamente ricorrente e possono pertanto concentrarsi in specifici esercizi, la tendenza complessiva risulta crescente. Le variabili $D_{Lazonick}$ e $D_{Montalban}$ registrano entrambe il valore minimo nel 1997, pari rispettivamente al 34,70% dell'utile netto e all'1,98% del fatturato, e il valore massimo nel 2022, raggiungendo rispettivamente il 192% dell'utile netto e il 19,60% del fatturato. Nel periodo considerato, la variazione complessiva è pari a +50,65 punti percentuali per $D_{Lazonick}$ e +7,02 punti percentuali per $D_{Montalban}$.

Invece, rapportate, rispettivamente, agli attivi totali e alla somma degli investimenti in capitale fisico e in ricerca e sviluppo, D_{Seo} e D_{Klinge} registrano il valore minimo nel 1996, pari rispettivamente al 2.52% e al 34,29%. I valori massimi vengono invece raggiunti nel 2010 per D_{Seo} , con il 16,18%, e nel 2019 per D_{Klinge} , con il 325.56%. La variazione complessiva risulta quindi pari a +3,91 punti percentuali per D_{Seo} e a +99,25 punti percentuali per D_{Klinge} . Tuttavia, mentre $D_{Montalban}$ e D_{Seo} , le cui formule rapportano rispettivamente la spesa per dividendi e buyback al fatturato e agli attivi totali, presentano valori necessariamente più contenuti in ragione dell'ampiezza del denominatore, di maggiore interesse risultano $D_{Lazonick}$ e D_{Klinge} , che rapportano la medesima spesa, rispettivamente, all'utile netto e alla spesa in capitale e ricerca e sviluppo. Infatti, come evidenziato dai risultati riportati in *Grafico 2*, $D_{Lazonick}$ riporta, a partire dal 2009, ma con maggiore continuità dal 2015, un rapporto tra i pagamenti agli azionisti e l'utile netto superiore al 100%. Anche per D_{Klinge} , dal 2005 in poi, la spesa per i pagamenti agli azionisti rispetto agli investimenti in *capex* e *rd* rimane sempre superiore al 100%.

La scomposizione grafica delle due variabili $D_{Lazonick}$ e D_{Klinge} riportata all'interno dei primi due grafici da sinistra in *Grafici 2.1* permette di comprendere ulteriormente questi risultati, mentre l'andamento delle singole (terzo grafico da sinistra) voci mostra come, in termini reali, la spesa per pagamenti agli azionisti e buyback sia effettivamente aumentata nel tempo, così come quella destinata agli investimenti in conto capitale e alla ricerca e sviluppo. Questo permette, da un lato, di escludere, come nel caso di $D_{Montalban}$ e D_{Seo} , che i valori assunti dalle variabili siano stati determinati da una diminuzione del denominatore anziché da un aumento del numeratore; dall'altro, consente di concludere che l'ipotesi H2 risulta effettivamente verificata. In definitiva, Nestlé ha aumentato nel tempo i pagamenti agli azionisti, attraverso la distribuzione di dividendi e il riacquisto di azioni proprie, in rapporto al fatturato, al patrimonio totale, all'utile netto e, infine, alle spese per investimenti in capitale fisico e ricerca e sviluppo.

Tutti i risultati relativi all'ipotesi H2 sono riportati nella *Tabella analisi H2*, mentre il relativo andamento temporale è rappresentato nel *Grafico 2* e *Grafico 2.1*.

3.2.1.3 H3 – Uso dei derivati finanziari

L'ipotesi H3 non è coerente con i risultati. Sebbene gli indicatori relativi agli strumenti derivati presentino un andamento caratterizzato da marcate oscillazioni, la principale misura nozionale evidenzia una tendenza decrescente, mentre le misure basate sul fair value presentano variazioni molto più contenute. DV_{Judge} , che rapporta il valore nozionale complessivo dei derivati agli attivi totali, registra il valore massimo, coincidente con quello iniziale, nel 2000, pari al 45,73%, mentre il valore minimo si osserva nel 2013, al 13,14%. Il valore finale, pari al 26,55%, evidenzia una diminuzione complessiva di 19,18 punti percentuali. Per quanto riguarda $DV_{Hahnenstein}$, la variazione complessiva risulta invece contenuta: -0,28 punti percentuali per i derivati attivi e -0,45 per i derivati passivi. In entrambe le costruzioni di $DV_{Hahnenstein}$, il valore massimo si registra nel 2008.

Anche la decomposizione della dimensione nozionale e del fair value dei contratti derivati evidenzia un andamento fortemente discontinuo. Considerando il valore nozionale, il peso dei contratti classificati come *fair value hedges* ($Quota_fvh_na$) sul totale nozionale passa dal 76,78% nel 2000 al 60,75% nel 2025, con il valore massimo raggiunto nel 2000 e quello minimo, pari al 24,25%, nel 2018. Nel complesso, la variazione tra il valore iniziale e quello finale è pari a -16,02 punti percentuali. Al contrario, il peso dei contratti classificati come *cash flow hedges* ($Quota_cfh_na$) passa dal 13,41% nel 2000 al 33,12% nel 2025, registrando un aumento complessivo di 19,71 punti percentuali. La componente *trading* ($Quota_trading_na$) passa invece dall'8,69% nel 2000 a un valore non più verificabile a partire dal 2018, poiché dal 2019 Nestlé non riporta più nei bilanci il valore nozionale dei contratti classificati come *trading*. Ciò impedisce di ricostruire la variabile e di valutarne l'evoluzione negli ultimi anni del periodo considerato.

La decomposizione delle medesime categorie di derivati sulla base del fair value, rapportato alla somma del fair value dei derivati attivi e passivi, evidenzia dinamiche analoghe. Il peso dei *fair value hedges* ($Quota_fvh_fv$) diminuisce dal 91,53% nel 2000 al 61,95% nel 2025, registrando una variazione complessiva di -29,57 punti percentuali. Nello stesso periodo, il peso dei *cash flow hedges* ($Quota_cfh_fv$) aumenta dal 7,39% al 33,79%, con una crescita complessiva di 26,39 punti percentuali. Infine, la componente *trading* ($Quota_trading_fv$)

passa dall'1,07% al 4,25%, evidenziando un incremento di 3,18 punti percentuali. A differenza dei dati relativi ai valori nozionali, i dati relativi al fair value dei contratti classificati come *trading* sono disponibili per l'intero periodo considerato.

Si precisa infine che, come ricordato nella sezione 3.1.5.2 *Voci contabili relative ai derivati*, dopo il 2010 Nestlé non ha più riportato la voce *Hedges of net investments*. Di conseguenza, la somma dei valori iniziali delle componenti della decomposizione di *DVJudge*, riportata nella *Tabella 4.3.1*, non raggiunge il 100%, ma si ferma al 98,89%. Lo scostamento, pari all'1,10%, corrisponde alla quota iniziale complessivamente attribuibile alle componenti *Hedges of net investments* e *Trading*.

Nel complesso, i risultati delle analisi descrittive non evidenziano un netto aumento nell'uso di strumenti derivati da parte di Nestlé. L'esposizione nominale totale registra una diminuzione di quasi 20 punti percentuali dall'inizio del periodo considerato, mentre i valori a *fair value* riportano una diminuzione inferiore a un punto percentuale. Di conseguenza, l'ipotesi H3 secondo cui la finanziarizzazione di Nestlé si sarebbe manifestata attraverso un uso maggiore degli strumenti derivati non è stata verificata. Tuttavia, si segnala il cambiamento significativo nei riguardi della maggiore esposizione nozionale dei derivati classificati come *cash flow hedges* rispetto a quelli classificati come *fair value hedges*. Infatti, nonostante la copertura per i flussi di cassa già contabilizzati rappresenti la percentuale maggiore all'interno dell'esposizione nozionale totale, la copertura per i flussi di cassa futuri registra un trend sostanzialmente in crescita.

Tutti i risultati relativi all'ipotesi H3 sono riportati nella *Tabella analisi H3*, mentre il relativo andamento temporale è rappresentato nel *Grafico 3*. I risultati della decomposizione sono invece riportati nella *Tabella analisi decomposizione H3* e nei due *Grafici 3.1a* e *3.1b*.

3.2.1.4 H4 – Rilevanza dei redditi non operativi

Anche l'ipotesi H4 non appare coerente con i risultati. La variabile passa dal valore iniziale del 17,70% del *trading operating profit* all'11,38% nel periodo finale, registrando una diminuzione complessiva di 6,31 punti percentuali. Si rilevano, tuttavia, due picchi

eccezionali nel 2014 e nel 2021, pari rispettivamente al 58,04%, valore massimo dell'intera serie, e al 54,59%. La scomposizione delle componenti conferma l'andamento complessivamente decrescente dell'indicatore, evidenziando una diminuzione di 12,51 punti percentuali dei proventi di natura finanziaria. Tale contrazione risulta in parte compensata dall'aumento di 6,19 punti percentuali degli introiti derivanti da *associates and joint ventures*, origine anche dei due picchi all'interno della serie. Pertanto, i risultati non consentono di sostenere l'ipotesi di una crescente rilevanza dei proventi finanziari rispetto al risultato operativo di Nestlé nel periodo considerato.

I risultati completi sono riportati nella *Tabella analisi H4* e nel *Grafico 4*, mentre la scomposizione delle singole componenti è riportata nel *Grafico 4.1*.

3.4 Analisi integrative

A partire dai risultati ottenuti dalle analisi preliminari – consultabili in *Appendice* – e dalla verifica delle quattro ipotesi di ricerca, sono emerse alcune evidenze e relazioni che, per la loro rilevanza ai fini dell'interpretazione dei processi di finanziarizzazione di Nestlé S.A., sono state ritenute meritevoli di un ulteriore approfondimento. A tal fine, si è scelto di affiancare all'analisi descrittiva una verifica di natura statistica, volta a esaminare in maniera più sistematica alcune delle associazioni individuate nel corso dell'analisi precedente. La scelta di procedere in questa direzione è stata tuttavia effettuata nella consapevolezza dei limiti posti dalla struttura del campione, costituito da osservazioni annuali riferite a una singola impresa, che non consente di ricorrere a disegni statistici di ampia scala né di attribuire alle relazioni individuate un'interpretazione causale. Le analisi che seguono assumono pertanto carattere prevalentemente esplorativo e sono finalizzate a verificare la presenza, la direzione e la stabilità di alcune associazioni statistiche suggerite dalle evidenze descrittive e dalla letteratura di riferimento. I risultati devono quindi essere interpretati come evidenze complementari rispetto alle analisi principali, utili a qualificare e approfondire le relazioni emerse, senza essere intesi come dimostrazione di rapporti causali.

3.4.1 Ulteriori evidenze emerse dai risultati delle variabili

Le analisi preliminari e la scomposizione delle variabili relative all'ipotesi H1, e in particolare di FA_{Huang} , hanno fatto emergere una progressiva ricomposizione della struttura patrimoniale, caratterizzata da una maggiore rilevanza relativa delle attività e delle passività a lungo termine rispetto a quelle a breve termine. A partire da tale ricomposizione, l'attenzione si è quindi concentrata su tre componenti patrimoniali ritenute particolarmente significative: l'incremento delle attività intangibili non correnti, l'aumento del debito finanziario a lungo termine e la contestuale riduzione del patrimonio netto.

Gli intangibili sono attività generate internamente, separatamente o acquisite attraverso una combinazione aziendale, corrispondenti a software per sistemi informativi di gestione, diritti

di proprietà intellettuale, composti, prodotti, marchi, brand, diritti d'esercizio, brevetti, diritti esclusivi di vendita dei prodotti e diritti esclusivi di fornitura di un servizio²⁴¹. A essi è associata anche la categoria del *goodwill*, che rappresenta il valore eccedente rispetto alla somma delle attività identificabili e delle passività assunte nell'ambito di un'acquisizione. Più difficilmente quantificabile, esso riflette principalmente elementi quali la reputazione dell'azienda, la clientela fidelizzata, il *know-how* e le sinergie attese dall'acquisizione. Nel momento in cui un'azienda ne acquisisce un'altra, il prezzo corrisposto dall'acquirente può quindi eccedere il valore delle attività identificabili, sia tangibili sia intangibili, al netto delle passività assunte. Tale eccedenza viene contabilizzata come avviamento o *goodwill*.

Il rapporto tra attività intangibili e finanziarizzazione è stato analizzato solo di recente. Come già evidenziato in apertura del capitolo, lo studio di Orhangazi, condotto su un campione di imprese non finanziarie statunitensi nel periodo 1973–2016, rileva un forte aumento del rapporto tra attività intangibili e capitale fisico tra gli anni Novanta e Duemila e mostra inoltre che le industrie caratterizzate da una maggiore intensità di attività intangibili presentano livelli di investimento relativamente bassi rispetto ai profitti²⁴².

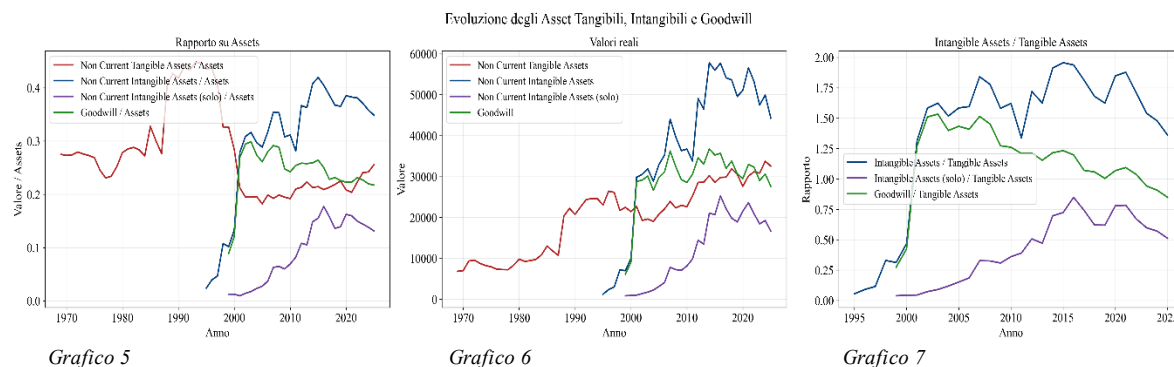
Alla luce dell'aumento degli assets intangibili registrato da Nestlé²⁴³, è stata quindi condotta una prima analisi di questa categoria contabile sia in termini reali sia come quota degli assets totali e in rapporto al capitale fisico. Il *Grafico 5* permette di visualizzare l'andamento, normalizzato rispetto agli assets totali, del valore del capitale fisico e degli attivi intangibili, evidenziando nel 2000 un'importante inversione di tendenza. Il *Grafico 6*, invece, riporta l'andamento delle due voci contabili in termini reali, permettendo di osservare come l'inversione di tendenza registrata nel *Grafico 5* non sia dovuta a una diminuzione del capitale fisico, che continua invece a crescere con un andamento pressoché lineare, bensì a un aumento repentino degli attivi intangibili. Infine, il *Grafico 7* riporta il rapporto tra

²⁴¹ Nestlé S.A., *Financial Statements 2025: Consolidated Financial Statements of the Nestlé Group 2025*, Vevey, Nestlé S.A., (2025), p. 38.

²⁴² Özgür Orhangazi, "The Role of Intangible Assets in Explaining the Investment–Profit Puzzle", *Cambridge Journal of Economics*, 43, n. 5, (2019), pp. 1251–1286.

²⁴³ Nel database e nella *Tabella 1*, la variabile *nocur_intang_assets* identifica la somma del *goodwill* e degli intangibili. Di conseguenza, per convenzione, nel testo la dicitura "intangibili" fa riferimento a tale aggregato, mentre la dicitura "soli intangibili" indica la componente disaggregata relativa alle attività immateriali identificabili, quali marchi, brand e diritti di proprietà intellettuale. La dicitura "goodwill" indica, invece, il solo avviamento.

intangibili e capitale fisico, mostrando come, dal 2002 in poi, gli intangibili siano arrivati a rappresentare almeno una volta e mezza il valore degli assets fisici.



Nei *Grafici 5, 6 e 7* sono riportate, a titolo informativo, anche le componenti disaggregate relative al *goodwill* e ai *solì intangibili*. Tale disaggregazione permette di osservare come l'incremento registrato tra il 2000 e il 2001 dell'aggregato *nocur_intang_assets* sia stato determinato in larga misura dall'aumento del *goodwill*, in corrispondenza dell'acquisizione di Ralston-Purina da parte di Nestlé.

L'operazione, completata nel dicembre 2001, comportò infatti la rilevazione di CHF 18,193 miliardi di *goodwill* e CHF 4 milioni di *solì intangibili*, a fronte di un costo complessivo di acquisizione di CHF 18,880 miliardi²⁴⁴. Successivamente, mentre il *goodwill* mostra un andamento sostanzialmente lineare in termini reali, assume progressivamente maggiore rilevanza la componente costituita dai *solì intangibili*, che registra una crescita sia in termini reali sia in rapporto agli *assets* e al capitale fisico. Questi ultimi due rapporti mostrano, al contrario, una diminuzione con riferimento al *goodwill*. Se si considerano solo le acquisizioni più consistenti²⁴⁵ successive a Ralston-Purina, nel 2007, per Gerber Products Co., viene registrato un costo totale di CHF 6,681 miliardi, di cui CHF 4,515 miliardi di *goodwill* e CHF 1,886 miliardi di *solì intangibili*²⁴⁶; nel 2012, per Wyeth Nutrition, a fronte di un costo totale di CHF 10,846 miliardi, sono riportati CHF 4,191 miliardi di *goodwill* e CHF 4,589 miliardi di *solì intangibili*, questi ultimi costituiti principalmente da marchi e diritti di proprietà

²⁴⁴ Nestlé S.A., *Financial Statements 2001*, Vevey, Nestlé S.A., (2001), p. 37.

²⁴⁵ Arbitrariamente selezionate tra quelle con un valore di acquisto superiore a CHF 5.000.

²⁴⁶ Nestlé S.A., *Financial Statements 2007: Consolidated Financial Statements of the Nestlé Group 2007*, Vevey, Nestlé S.A., (2007), p. 70.

intellettuale²⁴⁷. Infine, nel 2018, per Starbucks Alliance, a fronte di un costo di CHF 7,068 miliardi, sono registrati CHF 2,094 miliardi di *goodwill* e CHF 4,794 miliardi di *solì intangibili*, rappresentati, nello specifico, da diritti di proprietà intellettuale, diritti di gestione, portafoglio clienti, marchi e denominazioni commerciali²⁴⁸.

Quindi, rispetto al caso Ralston-Purina, le acquisizioni successive riportano un aumento del valore dei *solì intangibili* e una minore incidenza del *goodwill*. Sebbene i dati disaggregati possano far supporre che Nestlé, tra il 2000 e il 2025, abbia progressivamente orientato le proprie acquisizioni verso imprese caratterizzate da una maggiore dotazione di attività intangibili identificabili rispetto al *goodwill*, tale interpretazione deve essere considerata alla luce del cambiamento della disciplina contabile intervenuto nel 2004. Nel *Financial Statements 2004*, Nestlé specifica che, per le acquisizioni con data dell'accordo pari o successiva al 31 marzo 2004, il *goodwill* non viene più ammortizzato, ma sottoposto annualmente a *impairment test*, e che esso «non include più le attività immateriali identificabili», le quali vengono riconosciute separatamente²⁴⁹. Coerentemente, Nestlé precisa che «gli assets immateriali derivanti da acquisizioni per le quali la data dell'accordo è il 31 marzo 2004 o successiva sono riconosciuti separatamente dall'avviamento quando sono identificabili e possono essere misurati in modo affidabile»²⁵⁰.

La modifica implica che una parte del valore che, nelle acquisizioni precedenti, poteva essere incorporata nel *goodwill* viene successivamente attribuita separatamente ai *solì intangibili* identificabili. Di conseguenza, l'aumento dei *solì intangibili* e la contemporanea diminuzione del *goodwill* osservati nelle acquisizioni successive a Ralston-Purina non possono essere interpretati interamente come evidenza di un mutamento nella natura economica delle imprese acquisite, poiché possono riflettere almeno in parte una diversa modalità di rappresentazione contabile del valore dell'acquisizione.

²⁴⁷ Nestlé S.A., *Financial Statements 2012: Consolidated Financial Statements of the Nestlé Group 2012*, Vevey, Nestlé S.A., (2012), p. 21.

²⁴⁸ Nestlé S.A., *Financial Statements 2018: Consolidated Financial Statements of the Nestlé Group 2018*, Vevey, Nestlé S.A., (2018), p. 18.

²⁴⁹ Nestlé S.A., *Financial Statements 2004: Consolidated Financial Statements of the Nestlé Group 2004*, Vevey, Nestlé S.A., (2004), p. 16.

²⁵⁰ Ivi.

Tenendo conto di quanto appena detto, nelle analisi sopra condotte la categoria *nocur_intang_assets* è calcolata sommando le singole voci relative ai *solamente intangibili* e al *goodwill*, attenuando così gli effetti della discontinuità contabile e confermando una maggiore incidenza complessiva di tale categoria sia rispetto agli assets totali sia rispetto agli attivi tangibili.

Queste evidenze di partenza hanno suggerito l'opportunità di verificare se anche il caso di Nestlé fosse coerente con l'ipotesi formulata da Orhangazi. Le successive analisi sono state pertanto orientate a verificare l'esistenza di un'associazione negativa tra il rapporto tra gli investimenti in attività immateriali e il capitale fisico (*nocur_intang_assets/nocur_tang_assets*) e il rapporto tra gli investimenti in capitale fisico e il profitto operativo (*capex/trading_profit*). In quanto costituisce un approfondimento dell'ipotesi H1, questa verifica verrà chiamata H1.1.

Oltre all'aumento delle attività intangibili, emergono due ulteriori elementi ritenuti meritevoli di approfondimento: la ricomposizione delle passività finanziarie dal breve al lungo termine e la progressiva diminuzione del patrimonio netto. Queste dinamiche richiamano due ulteriori aspetti discussi nella letteratura sulla finanziarizzazione delle imprese non finanziarie: l'aumento dell'indebitamento e della leva finanziaria, quest'ultima intesa come rapporto tra debito ed *equity* (*total_eq_liabilities*). In particolare, Leila E. Davis identifica l'aumento dell'indebitamento tra le principali trasformazioni dei bilanci delle grandi imprese non finanziarie statunitensi, insieme alla crescente rilevanza dei riacquisti di azioni proprie²⁵¹; Thomas I. Palley evidenzia, invece, come il maggiore ricorso al debito, anche per finanziare i riacquisti di azioni proprie, contribuisca all'incremento del rapporto tra debito ed *equity* nel contesto della finanziarizzazione²⁵².

Anche in questo caso si è proceduto ad una prima analisi descrittiva attraverso i due grafici sottostanti che mostrano l'andamento di queste due variabili. L'indebitamento netto è calcolato come differenza tra il debito finanziario corrente e non corrente e le attività liquide

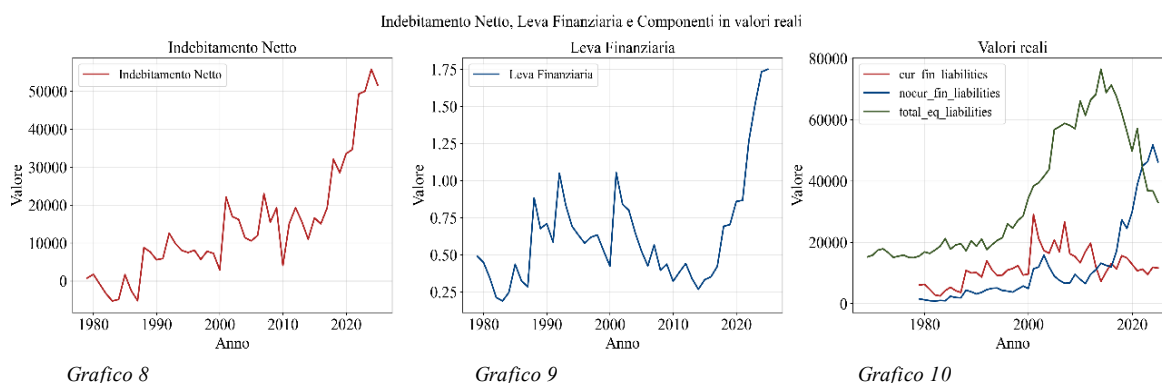
²⁵¹ Leila E. Davis, "Identifying the 'financialization' of the nonfinancial corporation in the U.S. economy: A decomposition of firm-level balance sheets", *Journal of Post Keynesian Economics*, 39, n. 1, (2016), pp. 115–141.

²⁵² Thomas I. Palley, "Financialization: What It Is and Why It Matters", *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 525, (2007).

$(cur_fin_liabilities + nocur_fin_liabilities - cur_liquid_assets)$, mentre la leva finanziaria è calcolata come rapporto tra il debito finanziario corrente e non corrente e il patrimonio netto $[(cur_fin_liabilities + nocur_fin_liabilities) / total_eq_liabilities]$.

Il *Grafico 8* mostra che dalla seconda metà degli anni Ottanta l'indebitamento netto ha superato le attività liquide di Nestlé, tra il 1992 e il 2017 si è mantenuto prevalentemente compreso tra 10 e 20 miliardi di CHF in termini reali, mentre dal 2018 ha registrato una forte crescita, raggiungendo nel 2024 un valore superiore a 55 miliardi di CHF.

Il *Grafico 9* mostra invece l'andamento della leva finanziaria. In questo caso, emergono due aspetti rilevanti. Dall'inizio della serie fino ai primi anni 2010, la leva finanziaria presenta un andamento discontinuo, senza tuttavia superare il valore di 1,0.



A partire dal 2010, invece, essa mostra una crescita più costante, raggiungendo il valore massimo di 1,75 nel 2025. Infine, il *Grafico 10* riporta l'evoluzione, in termini reali, delle voci contabili che determinano questo andamento della leva finanziaria: il debito finanziario corrente e non corrente e il patrimonio netto. Fino alla seconda metà degli anni Duemila, il debito finanziario complessivo presenta una dinamica relativamente contenuta, mentre il patrimonio netto aumenta soprattutto a partire dalla seconda metà degli anni Novanta, raggiungendo il proprio valore massimo nel 2014. Successivamente, alla diminuzione del patrimonio netto si accompagna una crescita del debito finanziario, in particolare della componente non corrente. La combinazione di queste due dinamiche contribuisce quindi all'aumento sia dell'indebitamento netto sia della leva finanziaria osservato negli anni successivi al 2014.

La variazione del patrimonio netto può essere ulteriormente interpretata considerando le componenti che lo costituiscono (cfr. *Appendice – Andamento di tutte le variabili nel tempo parte 2 di 3*). Dalla seconda metà degli anni Ottanta e, in misura più marcata, dalla fine degli anni Novanta, i *retained earnings* aumentano significativamente, contribuendo alla crescita del patrimonio netto, mentre il capitale sociale diminuisce e la distribuzione di dividendi, pur aumentando, non appare sufficiente a compensare l'accumulazione degli utili. A partire dalla seconda metà degli anni Duemila, invece, l'aumento dei riacquisti di azioni proprie e la progressiva crescita dei dividendi esercitano una pressione negativa sul patrimonio netto, in concomitanza con la continua diminuzione del capitale sociale e con una dinamica meno favorevole dei *retained earnings*. La combinazione tra la riduzione del patrimonio netto e il contemporaneo aumento del debito finanziario si riflette quindi nel progressivo aumento della leva finanziaria, evidenziata nel *Grafico 9*.

Queste analisi preliminari hanno suggerito l'opportunità di verificare se le acquisizioni, concentrate principalmente durante le amministrazioni Maucher e Brabeck, fossero associate ai cambiamenti strutturali precedentemente evidenziati. Le successive analisi sono state pertanto orientate a verificare l'esistenza di una relazione positiva tra il valore annuale delle acquisizioni e le variazioni, contemporanee e rispetto all'anno precedente, delle passività finanziarie correnti, delle passività finanziarie non correnti e delle passività finanziarie complessive, nonché del *fin_cash_flow*, e di una relazione negativa con le attività liquide correnti. Per analogia con la precedente verifica, anche questa analisi è stata identificata come H1.2.

Infine, per quanto riguarda le variabili utilizzate per approfondire l'ipotesi H2, poiché in alcuni esercizi il valore delle distribuzioni agli azionisti misurato attraverso $D_{Lazonick}$ eccede quello dell'utile netto del medesimo esercizio, si è ritenuto opportuno verificare la possibile associazione tra le variazioni dei dividendi e dei riacquisti di azioni proprie e le variazioni eccezionali di profitto. La motivazione di queste analisi risiede nell'ipotesi che, qualora in un determinato esercizio le distribuzioni agli azionisti eccedano l'utile netto, una parte delle risorse destinate a tali distribuzioni possa derivare da fonti diverse dal risultato netto dell'esercizio. In questa prospettiva, le analisi considerano alcune possibili componenti in

grado di contribuire alla disponibilità di risorse per le distribuzioni, quali i risultati derivanti dalle cessioni operative, inclusi nell'*operating_profit*²⁵³, le cessioni di attività (*disp_business*) e i proventi derivanti da società collegate o joint ventures. Parallelamente, si verifica se a una maggiore distribuzione agli azionisti corrispondano variazioni negative del *free_cash_flow*, quale possibile indicatore di una riduzione delle risorse finanziarie disponibili. Inoltre, si è ipotizzato che le risorse disponibili per le distribuzioni potessero non essere impiegate nello stesso esercizio in cui vengono generate. Per questo motivo, come ulteriore approfondimento, le medesime associazioni sono state analizzate introducendo un ritardo temporale di un anno, al fine di verificare se le variazioni delle distribuzioni risultassero associate alle variazioni delle medesime variabili osservate nell'esercizio precedente. Mantenendo la medesima logica adottata nelle verifiche precedenti, questa analisi è stata identificata come H2.1.

3.4.2 Piano delle analisi

H1.1 cerca di rispondere alla domanda se esista una relazione tra il rapporto *nocur_intang_assets/nocur_tang_assets* e il rapporto *capex/trading_profit*, e se questa relazione sia un fenomeno reale o solo un artefatto statistico dovuto a coincidenze temporali, *outlier* o scelte di specificazione. Per rispondere vengono usati la correlazione di *Pearson*, che misura l'associazione lineare tra le due variabili, e quella di *Spearman*, che misura l'associazione monotona senza assumere linearità, utile come controllo quando la relazione potesse non essere perfettamente lineare. Segue il test *leave-one-out*, che ricalcola la correlazione escludendo un anno alla volta per verificare che il risultato non dipenda da una singola osservazione anomala. Viene poi calcolata la correlazione tra i residui di entrambe le variabili dopo averle regredite sull'anno, per escludere che la relazione osservata sia solo il riflesso di un trend temporale comune. La correlazione viene pertanto calcolata anche sulle variazioni annuali, mediante le prime differenze, al fine di distinguere la relazione tra i livelli

²⁵³ In quanto, come spiegato in occasione della costruzione della variabile H4, a differenza del *trading_profit*, l'*operating_profit* contabilizza anche le cessioni operative.

delle variabili da quella relativa alla loro dinamica nel tempo. La correlazione sui livelli consente infatti di verificare se valori elevati di una variabile tendano a essere associati a valori elevati o bassi dell'altra, mentre la correlazione sulle prime differenze permette di verificare se le variazioni annuali delle due variabili tendano a muoversi nella stessa direzione. La prima analisi riguarda quindi la relazione tra i livelli delle variabili, mentre la seconda ne considera il co-movimento nel tempo.

Si passa poi alla regressione OLS semplice, che stima quantitativamente la relazione tramite un coefficiente *beta* e ne testa la significatività, e alla stessa regressione con l'aggiunta dell'anno come covariata, per isolare l'effetto della variabile esplicativa al netto del tempo. Su questo modello con trend vengono applicati *Durbin-Watson* e *Breusch-Godfrey*, due test che verificano se i residui della regressione sono autocorrelati nel tempo: un problema che, se presente, rende gli errori standard ordinari inaffidabili e sottostima artificialmente l'incertezza del coefficiente. Proprio per questo motivo si utilizza poi la correzione HAC (*Newey-West*), che ricalcola gli errori standard rendendoli robusti sia all'autocorrelazione sia all'eteroschedasticità. Il campione viene poi diviso in due sotto-periodi per verificare che la relazione sia stabile nel tempo e non guidata da un solo intervallo di anni, e vengono escluse le osservazioni in cui il *trading_profit* è vicino allo zero, perché in quei punti il rapporto *capex/trading_profit* diventa numericamente instabile e potrebbe distorcere il risultato. L'incertezza del coefficiente di correlazione viene infine quantificata tramite *bootstrap*, una tecnica di ricampionamento che costruisce una distribuzione empirica della statistica senza assumerne la normalità, da cui si ricava un intervallo di confidenza. Come ultimo controllo, l'intera analisi viene ripetuta sostituendo il denominatore (*net_profit* al posto di *trading_profit*), per verificare che il segno della relazione non dipenda dalla specifica misura di redditività scelta.

H1.2 cerca di rispondere alla domanda se le acquisizioni di business siano associate a un aumento dell'indebitamento o a una riduzione della liquidità, e se esista una direzione temporale riconoscibile in questa relazione. Le variabili di indebitamento e liquidità vengono confrontate con le acquisizioni tramite *Pearson*, *Spearman*, *leave-one-out*, correlazione sulle variazioni annuali, regressione OLS semplice e con trend, correzione HAC — tutti già

descritti sopra. A questi si aggiunge il test di *Durbin-Watson* insieme al test di *Breusch-Godfrey* sul modello con trend. Tuttavia, per quanto riguarda la temporalità, in questa analisi le acquisizioni vengono correlate sia con la variazione del debito dell'anno successivo (*lead*) sia con quella dell'anno precedente (*lag*), per stabilire se le acquisizioni precedono l'aumento di debito o se ne sono piuttosto una conseguenza ritardata — una domanda che in H1.1 non ci si poneva, perché lì la relazione era ipotizzata come contemporanea. Viene inoltre effettuata una decomposizione contabile della variazione dell'indebitamento netto nella componente dovuta al debito e in quella dovuta alla liquidità, applicata specificamente alle acquisizioni: questo permette di rispondere a una domanda più specifica, cioè non solo se le acquisizioni aumentano l'indebitamento netto, ma attraverso quale meccanismo lo fanno, se cioè le imprese si indebitano di più o attingono alla propria liquidità. Infine, coerentemente con H1.1, viene applicata la stabilità su sotto-periodi e il *bootstrap*, ma solo alla relazione ritenuta più rilevante (rispettivamente Acq. vs Δ Net Debt e la relazione con il p-value HAC più basso), per non moltiplicare inutilmente questi controlli onerosi su tutte le sette relazioni testate.

H2.1 cerca di rispondere alla domanda se un aumento del profitto operativo, dei proventi da collegate, delle dismissioni o del flusso di cassa libero si accompagni a un aumento o a una diminuzione delle distribuzioni agli azionisti (dividendi + buyback) e se tale relazione preceda temporalmente la decisione di distribuzione. Vengono utilizzati tutti gli strumenti già descritti — *Pearson*, *Spearman*, *leave-one-out*, OLS semplice e con trend, *Durbin-Watson*, *Breusch-Godfrey*, HAC — applicati sistematicamente a una matrice di cinque driver economici incrociati con tre misure di distribuzione, sia in versione contemporanea sia con un anno di ritardo, riprendendo la stessa logica di lag già introdotta in H1.2. Data l'elevata numerosità di relazioni testate (trentadue in totale), viene infine applicata la correzione di *Benjamini-Hochberg* sui p-value HAC: questo test corregge la soglia di significatività quando si eseguono molti confronti statistici simultanei, perché altrimenti la probabilità di trovare per puro caso almeno una relazione apparentemente significativa cresce con il numero di test condotti.

3.4.3 Risultati delle analisi statistiche integrative

Di seguito sono riportate le principali evidenze emerse dalle analisi statistiche svolte; i risultati completi sono riportati nella *Tabella analisi H1.1* per l'ipotesi H1.1, nella *Tabella analisi H1.2* per H1.2 e nella *Tabella analisi H2.1* per H2.1.

L'analisi H1.1 esamina la relazione tra il rapporto tra attività intangibili e attività tangibili e il rapporto tra investimenti in capitale fisico e risultato operativo nel periodo 1995–2025, sulla base di 31 osservazioni annuali. I risultati evidenziano una relazione negativa e statisticamente significativa tra le due variabili. La correlazione di *Pearson* assume un valore pari a -0,769 ($p < 0,001$), mentre la correlazione di *Spearman* risulta pari a -0,667 ($p < 0,001$). Le due misure, pur differendo nell'intensità, convergono quindi nell'indicare che valori più elevati del rapporto *Intang/Tang* tendono ad associarsi a valori più contenuti del rapporto *Capex/Trading Profit*. L'evidenza è particolarmente rilevante perché la relazione risulta consistente sia secondo una misura parametrica della correlazione, sia secondo una misura non parametrica basata sui ranghi.

La relazione appare inoltre robusta rispetto alla presenza di singole osservazioni potenzialmente influenti. Nell'analisi *leave-one-out*, il coefficiente di *Pearson* varia infatti tra -0,812 e -0,713 a seconda dell'anno escluso, mantenendo in tutti i casi segno negativo e un'elevata intensità. Il valore medio dei coefficienti (-0,768) risulta pressoché coincidente con quello ottenuto sull'intero campione, mentre la deviazione standard, pari a 0,019, evidenzia una variazione contenuta. Pertanto, il risultato non sembra essere determinato da un singolo esercizio particolarmente anomalo o influente.

Anche il controllo per il trend temporale fornisce un'evidenza coerente con quella osservata nella correlazione semplice. Rimuovendo dalle due variabili la componente lineare associata al tempo, la correlazione tra i rispettivi residui rimane negativa e statisticamente significativa, con un coefficiente pari a -0,654 ($p < 0,001$). Analogamente, nella regressione che include sia *Intang/Tang* sia una variabile temporale centrata, il coefficiente associato a *Intang/Tang* rimane negativo, pari a -0,0915, e statisticamente significativo ($p < 0,001$). Il coefficiente del trend temporale, invece, risulta sostanzialmente nullo e non significativo ($p = 0,974$). L'inclusione del tempo non modifica quindi sostanzialmente la relazione stimata tra le due

variabili. Tale evidenza è ulteriormente rafforzata dalla stima con errori standard HAC di *Newey-West*, che tiene conto dell'autocorrelazione e dell'eteroschedasticità dei residui: il coefficiente di *Intang/Tang* rimane pari a -0,0915 e conserva la significatività statistica ($p = 0,00135$). Ciò è particolarmente importante considerando che i test diagnostici evidenziano la presenza di autocorrelazione dei residui: il valore del *Durbin-Watson*, pari a 0,948, è inferiore a 2 e il test di *Breusch-Godfrey* fino al terzo ritardo risulta statisticamente significativo ($p = 0,00388$). L'utilizzo di errori standard HAC rende pertanto più prudente l'inferenza sulla significatività del coefficiente, senza tuttavia modificarne la conclusione. La regressione lineare semplice offre inoltre un'indicazione sull'intensità dell'associazione: il coefficiente di *Intang/Tang* è pari a -0,0911 ed è statisticamente significativo ($p < 0,001$), mentre il modello presenta un R^2 pari a 0,591. Ciò significa che, nella specificazione lineare considerata, circa il 59,1% della variabilità osservata nel rapporto *Capex/Trading Profit* è associata alla variabilità di *Intang/Tang*. Tale valore non deve tuttavia essere interpretato come una quota di variabilità "causata" dalle attività intangibili, poiché l'analisi è di natura osservazionale e non consente di stabilire un rapporto causale.

Un elemento di cautela emerge invece dall'analisi delle variazioni annuali. Considerando le prime differenze delle due variabili, la correlazione di *Pearson* risulta pari a 0,153 ($p = 0,419$), mentre quella di *Spearman* è pari a 0,057 ($p = 0,766$). Non emerge quindi un'associazione statisticamente significativa tra le variazioni annuali di *Intang/Tang* e quelle di *capex/trading_profit*. Questo risultato non contraddice necessariamente l'evidenza ottenuta sui livelli, poiché le due analisi rispondono a domande differenti: la prima verifica l'associazione tra i livelli delle variabili lungo il periodo considerato, mentre la seconda verifica se le variazioni registrate da una variabile in un determinato anno tendano ad accompagnarsi sistematicamente a variazioni della stessa direzione o di direzione opposta nell'altra variabile. L'assenza di significatività nelle prime differenze suggerisce quindi cautela nell'interpretare la relazione negativa come un meccanismo di aggiustamento annuale immediato.

La stabilità della relazione presenta inoltre qualche elemento di eterogeneità tra i sotto-periodi. Nel periodo 1995–2010 la correlazione risulta molto elevata e statisticamente significativa ($r = -0,786$; $p < 0,001$), mentre nel periodo 2011–2025 l'intensità della relazione

si riduce sensibilmente ($r = -0,468$) e non raggiunge la soglia convenzionale di significatività statistica ($p = 0,078$). Questo risultato indica che l'associazione negativa osservata sull'intero arco temporale è particolarmente forte nella prima parte del campione, mentre appare più debole nel periodo successivo. L'evidenza non invalida pertanto il risultato complessivo, ma suggerisce che l'intensità della relazione non sia perfettamente costante nel tempo.

Un'ulteriore cautela riguarda i primi quattro anni della serie. Gli anni 1995–1998 presentano valori del *trading_profit* prossimi alla soglia considerata critica, e la loro esclusione determina una riduzione significativa dell'intensità della correlazione, che passa a $-0,361$ ($p = 0,064$; $n = 27$). Sebbene il segno della relazione rimanga negativo, essa non risulta più statisticamente significativa al livello del 5%. Questo risultato indica che i valori particolarmente bassi del denominatore nel periodo iniziale contribuiscono in misura non trascurabile all'intensità della correlazione osservata sull'intero campione.

D'altra parte, l'analisi *bootstrap* conferma la stabilità del segno della relazione: sulla base di 2.000 ricampionamenti, il coefficiente medio è pari a $-0,749$ e l'intervallo di confidenza al 95% è compreso tra $-0,905$ e $-0,481$. L'intero intervallo rimane quindi al di sotto dello zero, fornendo ulteriore evidenza della persistenza dell'associazione negativa nel ricampionamento. Anche la specificazione alternativa che utilizza il *net_profit* anziché il *trading_profit* come denominatore del rapporto relativo agli investimenti conferma il risultato: la correlazione di *Pearson* è pari a $-0,823$ ($p < 0,001$), mentre quella di *Spearman* è pari a $-0,718$ ($p < 0,001$). La relazione negativa risulta quindi non dipendere esclusivamente dalla scelta del *trading_profit* come misura del risultato economico.

Nel complesso, le evidenze supportano l'esistenza di una associazione negativa robusta tra la maggiore incidenza delle attività intangibili rispetto a quelle tangibili e la rilevanza degli investimenti in capitale fisico rispetto al risultato operativo. La relazione è forte nelle correlazioni sui livelli, permane dopo il controllo del trend temporale, resiste all'esclusione di singole osservazioni, mantiene la significatività quando vengono utilizzati errori standard robusti all'autocorrelazione e all'eteroschedasticità e trova conferma anche mediante una diversa misura del risultato economico. Tuttavia, la mancata significatività delle variazioni annuali, la minore intensità della correlazione nel sotto-periodo 2011–2025 e, soprattutto, la sensibilità del risultato all'esclusione degli anni 1995–1998 impongono di qualificare

l'evidenza. Pertanto, il risultato può essere considerato fortemente indicativo di un'associazione strutturale negativa tra la crescente rilevanza relativa degli assets intangibili e l'intensità degli investimenti fisici, ma non consente di affermare l'esistenza di un rapporto causale né di sostenere che un incremento degli investimenti immateriali determini direttamente una riduzione degli investimenti in capitale fisico.

L'analisi H1.2 è finalizzata a verificare se la crescita delle acquisizioni di attività o imprese (*acq_business*) sia associata a variazioni nella struttura finanziaria e nella posizione di liquidità di Nestlé. Nel complesso, i risultati evidenziano un'associazione positiva e statisticamente significativa tra le acquisizioni e l'incremento dell'indebitamento finanziario, particolarmente marcata quando si considera il debito finanziario complessivo e, di conseguenza, il *Net Debt*. Al contrario, non emerge una relazione significativa tra le acquisizioni e le variazioni della liquidità. Le evidenze suggeriscono pertanto che, nel periodo analizzato, le operazioni di acquisizione siano state associate soprattutto a un maggiore ricorso al debito finanziario, piuttosto che a una sistematica riduzione delle disponibilità liquide.

Per quanto riguarda il debito finanziario corrente, l'associazione tra *acq_business* e livello delle passività finanziarie correnti è positiva e statisticamente significativa: la correlazione di *Pearson* è pari a 0,551 ($p < 0,001$), mentre quella di *Spearman* è pari a 0,374 ($p = 0,0096$). Il risultato indica che gli anni caratterizzati da maggiori acquisizioni tendono a coincidere con livelli più elevati di debito finanziario corrente. La correlazione mantiene il segno positivo anche nell'analisi *leave-one-out*, con valori compresi tra 0,397 e 0,643, e rimane statisticamente significativa anche nel caso dell'esclusione dell'osservazione che determina il valore minimo. L'associazione risulta quindi sufficientemente stabile e non riconducibile a un singolo esercizio.

L'analisi delle variazioni annuali del debito finanziario corrente fornisce un'evidenza ancora più forte secondo la correlazione di *Pearson*. La relazione tra *acq_business* e variazione delle passività finanziarie correnti presenta infatti un coefficiente pari a 0,631 ($p < 0,001$). In questo caso, tuttavia, la correlazione di *Spearman* è più contenuta e non statisticamente significativa ($\rho = 0,230$; $p = 0,124$). La differenza tra le due misure suggerisce che

l'associazione lineare risulti più forte rispetto a quella monotona. Ciononostante, il coefficiente di *Pearson* rimane positivo in tutte le specificazioni *leave-one-out*, con valori compresi tra 0,416 e 0,679. Anche la regressione conferma l'associazione: il coefficiente stimato è pari a 0,6425 e rimane altamente significativo dopo l'inclusione del trend temporale e l'utilizzo di errori standard HAC ($p = 0,000195$). Il modello spiega circa il 40% della variabilità della variazione del debito finanziario corrente. L'evidenza è quindi favorevole all'ipotesi che le acquisizioni siano associate a un incremento del ricorso al debito finanziario a breve termine, pur con una cautela derivante dalla mancata significatività della correlazione di *Spearman*.

Un quadro differente emerge considerando le passività finanziarie non correnti. Tra *acq_business* e livello delle passività finanziarie non correnti non emerge alcuna relazione statisticamente significativa: *Pearson* assume un valore di -0,045 ($p = 0,764$), mentre *Spearman* è pari a 0,071 ($p = 0,635$). L'analisi *leave-one-out* conferma l'assenza di una relazione sistematica, con coefficienti compresi tra -0,086 e -0,003. Ciò indica che la maggiore dimensione delle acquisizioni non si associa necessariamente a livelli più elevati di debito finanziario non corrente.

Quando, tuttavia, si considerano le variazioni annuali delle passività finanziarie non correnti, il risultato cambia. La correlazione di *Pearson* tra *acq_business* e $\Delta nocur_fin_liabilities$ è pari a 0,405 ($p = 0,0053$), mentre quella di *Spearman* è pari a 0,295 ($p = 0,0467$). Entrambe risultano quindi statisticamente significative, sebbene l'intensità dell'associazione sia inferiore rispetto a quella osservata per il debito finanziario corrente. Il risultato è confermato dalla regressione, nella quale il coefficiente associato alle acquisizioni è pari a 0,2721 e rimane significativo sia nella specificazione con controllo del trend ($p = 0,0038$), sia con errori standard HAC ($p = 0,0033$). L' R^2 della regressione è pari a circa 0,25 nella specificazione con trend. Ne deriva che le acquisizioni risultano associate non tanto al livello assoluto del debito finanziario non corrente, quanto alla sua variazione nel tempo.

L'evidenza più netta emerge tuttavia considerando la variazione del debito finanziario totale. La correlazione tra *acq_business* e $\Delta Total\ Financial\ Liabilities$ raggiunge 0,699 secondo *Pearson* ($p < 0,001$) e 0,420 secondo *Spearman* ($p = 0,0037$). Entrambe le misure sono quindi positive e statisticamente significative e indicano un'associazione di intensità medio-alta. Il

risultato presenta inoltre un'elevata stabilità nell'analisi *leave-one-out*: il coefficiente varia tra 0,524 e 0,736, mantenendo in tutti i casi la significatività statistica. La regressione conferma questa evidenza: il coefficiente associato alle acquisizioni è pari a 0,9146 e rimane altamente significativo anche dopo l'introduzione del trend temporale e l'utilizzo di errori standard HAC ($p < 0,001$). L' R^2 è pari a circa 0,50, indicando che il modello spiega circa la metà della variabilità della variazione annuale delle passività finanziarie complessive all'interno della semplice relazione considerata. Anche in questo caso, tuttavia, tale risultato deve essere interpretato come un'associazione statistica e non come prova di un effetto causale delle acquisizioni sull'indebitamento.

La relazione con il *Net Debt* rafforza ulteriormente questa interpretazione. La correlazione tra *acq_business* e variazione del *Net Debt* è pari a 0,608 secondo *Pearson* ($p < 0,001$) e a 0,405 secondo *Spearman* ($p = 0,0052$). Anche in questo caso il risultato è robusto all'esclusione di singole osservazioni: il coefficiente di *Pearson* rimane compreso tra 0,488 e 0,692. La regressione produce un coefficiente pari a 0,8514, statisticamente significativo anche dopo il controllo del trend temporale e con errori standard HAC. Il modello presenta un R^2 pari a circa 0,39. L'analisi *bootstrap* fornisce inoltre un'ulteriore verifica di robustezza dell'associazione: su 2.000 ricampionamenti, la correlazione media è pari a 0,592 e l'intervallo di confidenza al 95% è compreso tra 0,262 e 0,828. L'intero intervallo rimane positivo, fornendo un'ulteriore evidenza della stabilità del segno della relazione.

La decomposizione della variazione del *Net Debt* consente di stabilire quale delle sue componenti contribuisca maggiormente a questa associazione. La relazione tra *acq_business* e variazione del debito finanziario è infatti identica a quella osservata tra *acq_business* e variazione delle passività finanziarie totali: *Pearson* = 0,699 ($p < 0,001$) e *Spearman* = 0,420 ($p = 0,0037$). Al contrario, la variazione della liquidità presenta una relazione sostanzialmente nulla con le acquisizioni. La correlazione tra *acq_business* e $-\Delta cur_liquid_assets$ è pari a -0,067 secondo *Pearson* ($p = 0,641$) e 0,018 secondo *Spearman* ($p = 0,901$), senza alcuna evidenza di significatività. Anche l'analisi *leave-one-out* non modifica questa conclusione. Pertanto, l'incremento del *Net Debt* associato alle acquisizioni sembra derivare prevalentemente dall'aumento delle passività finanziarie, piuttosto che da una sistematica riduzione delle attività liquide.

Questo risultato è coerente anche con l'analisi diretta di *acq_business* e variazione delle attività liquide. La correlazione tra le due variabili è infatti molto prossima allo zero (*Pearson* = 0,067; $p = 0,641$; *Spearman* = -0,018; $p = 0,901$), mentre la regressione presenta un R^2 di appena 0,004 e un coefficiente non significativo anche dopo il controllo del trend e l'utilizzo di errori standard HAC ($p = 0,704$). Non emerge quindi evidenza di una relazione sistematica tra la dimensione delle acquisizioni e la variazione annuale della liquidità. Questo aspetto è particolarmente rilevante perché permette di distinguere due possibili modalità di finanziamento delle acquisizioni: l'utilizzo di risorse liquide già disponibili e il ricorso a nuovo indebitamento. I risultati ottenuti sono maggiormente compatibili con la seconda dinamica, almeno per quanto riguarda l'associazione statistica osservata nel campione.

Le analisi temporali consentono di approfondire ulteriormente le relazioni individuate, considerando anche la possibile presenza di effetti ritardati nel tempo. Sia la specificazione con *lag* sia quella con *lead* non evidenziano una relazione positiva e statisticamente robusta tra acquisizioni e variazione dell'indebitamento. L'associazione osservata appare pertanto prevalentemente contemporanea, senza che le analisi effettuate consentano di identificare una direzione temporale univoca.

L'analisi per sotto-periodi del *Net Debt* evidenzia infine una significativa variazione nel tempo dell'intensità della relazione. Nel periodo 1980–2002 la correlazione tra *acq_business* e $\Delta Net Debt$ è molto elevata, pari a 0,877 e altamente significativa, mentre nel periodo 2003–2025 scende a 0,350 e non raggiunge la significatività convenzionale ($p = 0,102$). Questo risultato è importante perché indica che l'associazione osservata sull'intero campione non è omogenea lungo tutto il periodo considerato. La relazione tra acquisizioni e incremento del *Net Debt* appare infatti particolarmente forte nella prima fase, mentre risulta molto più debole nel periodo successivo. Di conseguenza, non sarebbe metodologicamente corretto presentare l'associazione complessiva come una relazione invariabile lungo l'intero arco temporale.

Nel complesso, le analisi forniscono un'evidenza consistente di associazione tra la realizzazione di acquisizioni e l'incremento dell'indebitamento finanziario, soprattutto quando si considera il debito finanziario complessivo e l'indebitamento netto. L'evidenza è sostenuta da correlazioni di *Pearson* e *Spearman* generalmente positive e significative, da regressioni nelle quali il coefficiente delle acquisizioni rimane significativo dopo il controllo

del trend e, per le principali relazioni, dopo l'utilizzo di errori standard HAC. Le verifiche *leave-one-out* e il *bootstrap* forniscono inoltre ulteriori elementi a sostegno della robustezza dell'associazione complessiva. La decomposizione del *Net Debt* mostra che tale associazione è riconducibile prevalentemente alla componente del debito finanziario, mentre non emerge alcuna relazione sistematica con le variazioni della liquidità.

Il risultato può pertanto essere interpretato come evidenza di una maggiore associazione tra le acquisizioni e il ricorso al finanziamento mediante passività finanziarie, piuttosto che come evidenza di un sistematico impiego delle attività liquide per finanziare le acquisizioni. Tuttavia, la diversa intensità della relazione nei sotto-periodi e l'assenza di un'evidenza robusta nelle specificazioni con *lag* e *lead* impediscono di identificare una direzione temporale univoca e impongono di evitare un'interpretazione causale forte. In particolare, i risultati non dimostrano che le acquisizioni causino l'aumento dell'indebitamento, ma mostrano che le due dinamiche risultano significativamente associate nel periodo analizzato, con un'associazione particolarmente forte nella prima parte del campione.

Infine, in H2.1, per quanto riguarda le analisi contemporanee, le evidenze più robuste riguardano principalmente la relazione tra le variazioni delle grandezze economiche e i buyback. In particolare, la variazione dell'*operating_profit* presenta una relazione positiva e robusta con la variazione dei buyback. La correlazione di *Pearson* risulta pari a 0,583 ($p = 0,0035$), mentre la correlazione di *Spearman* è pari a 0,565 ($p = 0,0049$). La regressione con controllo per il trend temporale conferma la presenza di una relazione positiva e statisticamente significativa ($\beta = 0,2391$; $p = 0,0044$), così come l'inferenza basata su errori standard HAC ($p < 0,001$). Il risultato risulta inoltre stabile nell'analisi *leave-one-out*. Una configurazione analoga emerge considerando congiuntamente dividendi e buyback: la variazione dell'*operating_profit* presenta una relazione positiva e robusta con la variazione complessiva delle distribuzioni agli azionisti, con un coefficiente di *Pearson* pari a 0,587 ($p = 0,0032$), un coefficiente di *Spearman* pari a 0,575 ($p = 0,0041$), una relazione positiva e significativa nella regressione con trend ($\beta = 0,2432$; $p = 0,0038$) e una conferma attraverso l'inferenza HAC ($p < 0,001$). Anche in questo caso, il risultato risulta stabile al *leave-one-out*.

Accanto a queste evidenze robuste, alcune relazioni risultano soltanto parzialmente supportate dai diversi approcci statistici. La variazione dell' *operating_profit* presenta, infatti, un'evidenza parziale di relazione positiva con la variazione dei dividendi: le correlazioni di *Pearson* e *Spearman* e la regressione con controllo per il trend non risultano statisticamente significative, mentre l'inferenza HAC evidenzia una relazione positiva ($\beta = 0,0041$; $p = 0,0337$). Anche la relazione tra *inc_from_assoc* e buyback presenta un'evidenza parziale, poiché le correlazioni e la regressione con trend non risultano significative, mentre l'inferenza HAC evidenzia una relazione negativa ($\beta = -0,2580$; $p = 0,0087$). La medesima configurazione emerge considerando la variazione complessiva di dividendi e buyback, per la quale l'inferenza HAC evidenzia una relazione negativa ($\beta = -0,2610$; $p = 0,0067$), in assenza di significatività negli altri approcci.

Le *disp_business* mostrano invece un'evidenza parziale di relazione positiva con le distribuzioni agli azionisti. In relazione ai dividendi, la correlazione di *Spearman* risulta significativa ($\rho = 0,435$; $p = 0,0128$), mentre gli altri approcci non evidenziano una relazione statisticamente significativa. Per quanto riguarda i buyback, la correlazione di *Pearson* è significativa ($r = 0,577$; $p = 0,0010$), così come la regressione con trend ($\beta = 0,2136$; $p = 0,0013$) e l'inferenza HAC ($p < 0,001$), mentre la correlazione di *Spearman* non risulta significativa. Una configurazione analoga si osserva considerando congiuntamente dividendi e buyback: *Pearson* risulta significativo ($r = 0,582$; $p = 0,0009$), così come la regressione con trend ($\beta = 0,2175$; $p = 0,0011$) e l'inferenza HAC ($p < 0,001$), mentre *Spearman* non risulta significativo.

Anche il *free_cash_flow* presenta alcune evidenze parziali. La relazione tra la variazione del *free_cash_flow* e la variazione dei dividendi non risulta convergente tra i diversi approcci: la correlazione di *Spearman* risulta significativa ($\rho = 0,329$; $p = 0,0314$), mentre *Pearson*, la regressione con trend e l'inferenza HAC non evidenziano una relazione statisticamente significativa. Per quanto riguarda i buyback, emerge invece una relazione negativa esclusivamente nell'inferenza HAC ($\beta = -0,3779$; $p = 0,0195$), mentre *Pearson*, *Spearman* e la regressione con trend non risultano significativi. La stessa configurazione si osserva per la distribuzione complessiva di dividendi e buyback, per la quale l'inferenza HAC evidenzia

una relazione negativa ($\beta = -0,3719$; $p = 0,0234$), mentre gli altri approcci non risultano significativi.

Per quanto riguarda le relazioni non supportate, i risultati non evidenziano associazioni statisticamente significative tra la variazione dell'*inc_from_assoc* e quella dei dividendi. Analogamente, non emerge un'evidenza statisticamente significativa e convergente per la relazione tra *free_cash_flow* e dividendi. Le restanti relazioni contemporanee non caratterizzate da evidenza robusta o parziale non risultano statisticamente significative.

Le analisi condotte introducendo un ritardo di un anno evidenziano un numero più limitato di relazioni statisticamente significative. Le evidenze più robuste riguardano il *free_cash_flow*. La variazione del *free_cash_flow* dell'anno precedente presenta una relazione positiva e robusta con la variazione dei buyback dell'anno successivo. La correlazione di *Pearson* è pari a 0,594 ($p = 0,0036$), mentre quella di *Spearman* è pari a 0,551 ($p = 0,0079$). La regressione con controllo per il trend temporale conferma la relazione positiva ($\beta = 0,6747$; $p = 0,0039$), così come l'inferenza HAC ($p = 0,0001$). Il risultato risulta inoltre stabile nell'analisi *leave-one-out*. La stessa evidenza emerge considerando la distribuzione complessiva di dividendi e buyback: *Pearson* presenta un coefficiente pari a 0,595 ($p = 0,0035$), *Spearman* pari a 0,564 ($p = 0,0062$), la regressione con trend evidenzia $\beta = 0,6835$ ($p = 0,0034$) e l'inferenza HAC conferma la significatività della relazione ($p = 0,0001$). Anche in questo caso, il risultato risulta stabile al *leave-one-out*.

Le restanti relazioni statisticamente significative risultano invece soltanto parzialmente supportate. La variazione dell'*inc_from_assoc* dell'anno precedente presenta una relazione positiva con la variazione dei buyback dell'anno successivo. La correlazione di *Pearson* risulta significativa ($r = 0,542$; $p = 0,0024$), così come la regressione con trend ($\beta = 0,6092$; $p = 0,0028$) e l'inferenza HAC ($p < 0,001$), mentre la correlazione di *Spearman* non risulta significativa. Una configurazione analoga emerge considerando la distribuzione complessiva di dividendi e buyback, per la quale *Pearson* risulta significativo ($r = 0,537$; $p = 0,0027$), così come la regressione con trend ($\beta = 0,6081$; $p = 0,0030$) e l'inferenza HAC ($p < 0,001$), mentre *Spearman* non è significativo.

Per quanto riguarda le relazioni non supportate, i risultati non evidenziano associazioni statisticamente significative tra la variazione dell'*operating_profit* dell'anno precedente e le

successive variazioni dei dividendi, dei buyback o della distribuzione complessiva. Analogamente, non risultano significative le relazioni tra *inc_from_assoc* dell'anno precedente e dividendi e tra *disp_business* dell'anno precedente e le diverse forme di distribuzione agli azionisti. Anche la relazione tra *free_cash_flow* dell'anno precedente e dividendi non risulta statisticamente significativa.

Infine, l'analisi diretta della relazione tra variazione dei buyback e variazione dei dividendi non evidenzia risultati statisticamente significativi. Pertanto, non emerge evidenza di una relazione sistematica tra le variazioni delle due modalità di distribuzione agli azionisti.

Sulla base dei risultati ottenuti, si può ipotizzare quindi che la politica di riacquisto di azioni proprie, avviata nella seconda metà degli anni Duemila, presenti associazioni più articolate con le dinamiche di generazione e disponibilità delle risorse finanziarie rispetto alla politica dei dividendi. In particolare, la variazione dell'*operating_profit* presenta una relazione positiva e robusta con la variazione dei buyback nello stesso esercizio, mentre la relazione positiva tra la variazione delle *disp_business* e i riacquisti risulta meno convergente tra i diversi approcci statistici. Con uno scarto temporale di un anno, emerge inoltre un'associazione positiva tra la variazione dell'*inc_from_assoc* e i buyback, sebbene anche in questo caso l'evidenza non risulti pienamente convergente. Particolarmente consistente risulta invece la relazione tra la variazione del *free_cash_flow* dell'anno precedente e la variazione dei buyback dell'anno successivo, suggerendo che una maggiore capacità di generazione di risorse finanziarie interne possa essere associata a un successivo incremento dei riacquisti di azioni proprie.

Nel complesso, tali risultati suggeriscono quindi una possibile associazione tra l'intensità dei buyback e la disponibilità di risorse finanziarie derivanti dalla performance operativa, da operazioni di dismissione e dalla generazione del flusso di cassa libero. L'evidenza appare invece differente per quanto riguarda i dividendi, in quanto la loro variazione non presenta relazioni sistematiche con le principali componenti considerate. Inoltre, la variazione dei buyback e quella dei dividendi non risultano significativamente associate tra loro, suggerendo che le due modalità di distribuzione possano seguire dinamiche differenti.

4 Discussioni e conclusioni

La presente ricerca si è proposta di analizzare l'evoluzione di Nestlé S.A. nel contesto della progressiva affermazione della finanziarizzazione dell'economia, verificando se e attraverso quali modalità le trasformazioni individuate dalla letteratura sulle imprese non finanziarie si siano manifestate nel Gruppo Nestlé. L'analisi ha preso in considerazione il periodo 1970–2025 e ha combinato la ricostruzione storica dell'impresa con l'analisi della documentazione societaria e dei dati economico-finanziari di bilancio. Su questa base sono state formulate quattro ipotesi di ricerca, relative rispettivamente all'evoluzione della struttura finanziaria (H1), alla distribuzione del valore agli azionisti (H2), al ricorso agli strumenti finanziari derivati (H3) e alla rilevanza delle componenti finanziarie nella formazione del risultato economico (H4). La verifica è stata condotta attraverso una prima fase di analisi descrittiva, volta a individuare le principali tendenze di lungo periodo, seguita da una serie di analisi integrative finalizzate ad esplorare alcune relazioni tra le diverse dimensioni considerate.

Un ulteriore elemento caratterizzante dell'impostazione adottata riguarda la scelta di non ricondurre ciascuna dimensione della finanziarizzazione a un unico indicatore. Le quattro ipotesi sono state infatti operazionalizzate attraverso un numero differenziato di costruzioni: tre per H1, quattro per H2, due per H3 e una per H4. Tale impostazione riflette la natura multidimensionale del fenomeno analizzato e consente di esaminare ciascuna ipotesi attraverso prospettive di misurazione differenti, evitando che le conclusioni dipendano dall'andamento di una singola misura. In particolare, la presenza di più costruzioni per una medesima ipotesi permette di verificare se le evidenze emerse risultino coerenti al variare della modalità di operazionalizzazione e, al contempo, di mettere in luce eventuali divergenze riconducibili alle diverse caratteristiche degli indicatori utilizzati.

Alla luce del percorso ricostruito, le crisi degli anni Settanta segnarono il progressivo superamento dell'assetto economico affermatosi con Bretton Woods e crearono le condizioni

per l'affermazione di un nuovo paradigma politico ed economico, quello della controrivoluzione neoliberale. Le pressioni verso una maggiore apertura e integrazione dei mercati, esercitate anche dalle grandi imprese, ormai divenute veri e propri attori politici oltre che economici, trovarono nel pensiero neoliberista il quadro teorico e politico entro il quale furono tradotte in interventi di liberalizzazione degli scambi, dei mercati e dei movimenti di capitale. La rimozione dei vincoli che avevano caratterizzato il precedente assetto contribuì così ad accelerare l'integrazione dell'economia mondiale, ponendo le basi per la seconda ondata della globalizzazione e creando, al contempo, condizioni favorevoli alla progressiva affermazione della finanziarizzazione.

La svolta neoliberista non può pertanto essere interpretata semplicemente come un processo di riduzione dell'intervento pubblico nell'economia, ma come una più ampia trasformazione dei principi attraverso cui l'ordine economico veniva organizzato e regolato. La maggiore apertura dei mercati, la mobilità internazionale dei capitali e la crescente centralità attribuita alla concorrenza contribuirono infatti a ridefinire il rapporto tra Stato, mercato e soggetti economici, favorendo il passaggio da un sistema caratterizzato da un articolato insieme di forme di regolazione pubblica a uno nel quale il mercato assunse un ruolo sempre più centrale nell'organizzazione dell'attività economica.

In questo quadro, la progressiva affermazione della finanza all'interno dell'economia non può essere considerata un fenomeno indipendente, ma deve essere collocata nel più ampio processo di riorganizzazione dell'economia mondiale associato al consolidamento dell'ordine neoliberale. La finanziarizzazione può quindi essere intesa come una trasformazione strutturale delle economie capitalistiche, caratterizzata dalla crescente centralità della finanza nei processi di accumulazione, nelle strategie delle imprese e nei comportamenti degli agenti economici. L'integrazione e la liberalizzazione dei mercati finanziari favorirono una maggiore mobilità dei capitali e ampliarono le possibilità di impiego delle risorse finanziarie, contribuendo a estendere la rilevanza della finanza oltre il settore finanziario in senso stretto. In questa prospettiva, globalizzazione e finanziarizzazione non costituiscono processi mutuamente esclusivi, ma dimensioni strettamente interconnesse della più ampia trasformazione del capitalismo contemporaneo.

Le trasformazioni macroeconomiche descritte consentono quindi di comprendere come la liberalizzazione e la crescente integrazione dei mercati abbiano modificato l'ambiente competitivo nel quale operavano le imprese, mentre la progressiva centralità della finanza contribuì a trasformare i criteri attraverso i quali venivano valutati i risultati e orientate le decisioni di allocazione del capitale. In questo contesto, acquisirono crescente importanza la competitività, la performance economico-finanziaria e la valorizzazione del capitale. La finanziarizzazione dell'economia contribuì così a ridefinire il rapporto tra attività produttive e finanziarie, estendendo la presenza delle logiche finanziarie non soltanto nelle modalità di impiego delle risorse, ma anche nelle decisioni strategiche e nelle pratiche di gestione delle imprese non finanziarie.

A partire da questo quadro macroeconomico, l'analisi si è quindi concentrata sul caso di Nestlé S.A., al fine di esaminare come tali trasformazioni si siano riflesse nell'evoluzione e nelle strategie dell'impresa. La ricostruzione qualitativa ha evidenziato una trasformazione nelle modalità attraverso le quali Nestlé ha organizzato la propria crescita e allocato le proprie risorse nel corso del periodo considerato, consentendo di distinguere due fasi principali.

La prima fase è caratterizzata da una marcata capacità di espansione internazionale, accompagnata dalla progressiva costruzione di una struttura produttiva e commerciale sempre più articolata. La crescita attraverso l'apertura di stabilimenti, la costruzione di reti distributive e le acquisizioni contribuì alla formazione di una grande impresa multinazionale, già caratterizzata da una significativa dimensione internazionale molto prima della svolta neoliberista. La globalizzazione non rappresentò quindi per Nestlé l'origine dell'internazionalizzazione, ma modificò piuttosto il contesto e le modalità attraverso cui questa veniva organizzata e gestita.

La continuità delle acquisizioni è inoltre rilevante per interpretare la fase successiva, poiché la crescita esterna non costituisce, di per sé, un elemento sufficiente per identificare un processo di finanziarizzazione. Ciò che muta è infatti la loro collocazione all'interno della strategia aziendale: da uno strumento già consolidato di espansione, le acquisizioni sono state progressivamente integrate in una gestione più orientata alla selezione delle attività, alla gestione del portafoglio e alla ricerca di specifiche aree di crescita.

Tale trasformazione diviene più evidente nel corso della seconda fase, a partire dagli anni Ottanta e soprattutto dagli anni Novanta, quando Nestlé iniziò ad adattarsi alle nuove condizioni determinate dalla crescente integrazione dei mercati finanziari. La rimozione delle restrizioni agli investitori stranieri, la quotazione del titolo su ulteriori mercati internazionali, lo *stock split* del 1992, la semplificazione della struttura azionaria e l'adozione di pratiche di comunicazione agli investitori più vicine al modello statunitense segnalano una crescente integrazione dell'impresa nei mercati finanziari internazionali.

A questa evoluzione si accompagnò una profonda trasformazione della struttura proprietaria: nel corso degli anni Novanta la quota detenuta dagli investitori stranieri passò da circa un terzo a oltre il 50% del capitale, raggiungendo circa i due terzi nel 2002, mentre la partecipazione degli investitori istituzionali aumentò dal 43,8% nel 1994 al 68,4% nel 2005. L'ampliamento della presenza di questi investitori contribuì a rendere le aspettative del mercato un elemento sempre più rilevante nelle modalità di gestione e nella comunicazione dell'impresa, favorendo al contempo l'adozione di pratiche volte ad accrescere l'attrattività del titolo.

In questo processo assume particolare rilievo il passaggio da Helmut Maucher a Peter Brabeck. Nel corso degli anni Novanta, Maucher introdusse infatti diverse misure volte a sostenere l'attrattività del titolo, tra cui la custodia gratuita delle azioni, i piani di *stock option* per il management e il successivo frazionamento azionario. Con Brabeck, insediatosi nel 1997, questo orientamento divenne ancora più esplicito: agli obiettivi di crescita organica e di miglioramento dell'EBITA e del ROIC si affiancarono, a partire dal 2005, programmi sistematici di riacquisto di azioni proprie. Inoltre, tra il 1996 e il 2005, il dividendo per azione triplicò e il rendimento totale per gli azionisti raggiunse il 267%.

La ricostruzione storica mostra quindi che la crescente attenzione allo *shareholder value* non riguardò soltanto la politica di distribuzione, ma coinvolse più ampiamente la governance, la struttura azionaria, le modalità di comunicazione con gli investitori e i criteri di valutazione della performance aziendale. Le successive pressioni degli azionisti, comprese quelle esercitate da Third Point a partire dal 2017, mostrano inoltre la persistenza di questo rapporto tra impresa e mercati finanziari. La convergenza temporale tra le richieste del fondo e alcune successive decisioni di Nestlé, tra cui il programma di riacquisto di azioni proprie fino a 20

miliardi di franchi e l'accelerazione delle dismissioni di attività non strategiche, non consente tuttavia di stabilire un rapporto causale diretto.

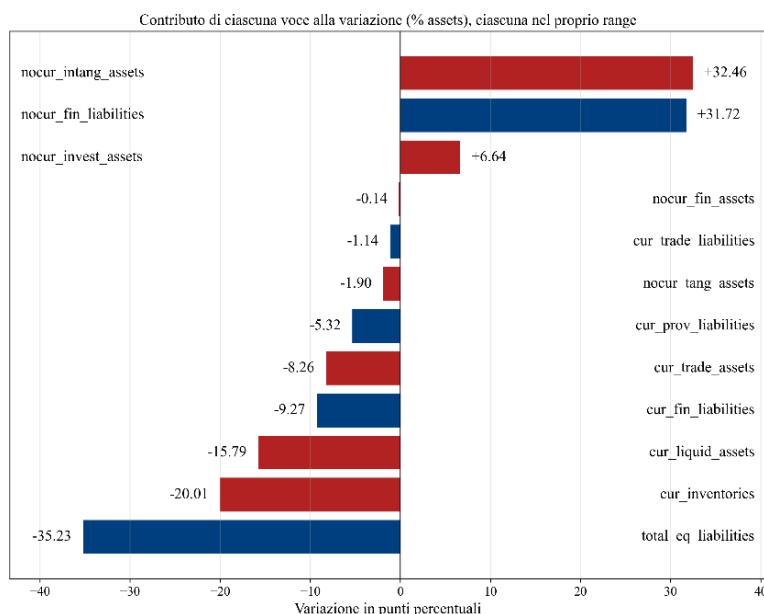
Alla luce di questa ricostruzione, la definizione di Nestlé come impresa progressivamente orientata verso il modello *downsize and distribute* trova il proprio principale fondamento non nella trasformazione dell'impresa in un soggetto finanziario in senso stretto, ma nel cambiamento delle modalità di allocazione e distribuzione delle risorse. È soprattutto su questo piano che emerge la discontinuità rispetto alla precedente logica *retain-and-reinvest*. La ricostruzione storica non consente tuttavia, da sola, di stabilire in quale misura tale transizione abbia inciso sulla struttura economico-finanziaria dell'impresa e sulle diverse dimensioni della finanziarizzazione considerate. Per verificare questi aspetti è stato quindi necessario confrontare l'evoluzione delle variabili individuate attraverso l'analisi quantitativa.

La prima dimensione attraverso cui è stata analizzata la finanziarizzazione di Nestlé riguarda la possibile crescita del peso delle componenti finanziarie all'interno della struttura patrimoniale. I risultati ottenuti dalle tre diverse costruzioni dell'indicatore H1 non restituiscono tuttavia un'evidenza univoca. Sebbene una delle misure mostri un incremento nel periodo considerato (FA_{Huang}), FA_{Davis} presenta un'evidenza piuttosto debole, mentre FA_{Demir} non conferma una crescita generalizzata delle componenti finanziarie e, al contrario, evidenzia una riduzione del loro peso relativo.

La decomposizione degli indicatori ha permesso di interpretare tale divergenza. L'aumento registrato da FA_{Huang} risulta infatti legato soprattutto alla crescita delle passività finanziarie non correnti e alla contemporanea riduzione degli attivi correnti, mentre le componenti finanziarie dell'attivo hanno mostrato variazioni più contenute. Al contrario, FA_{Demir} , che considera in modo più circoscritto le componenti liquide e i crediti commerciali correnti, presenta una tendenza decrescente, mentre assumono maggiore rilevanza le attività non correnti. Nel complesso, la trasformazione della struttura patrimoniale non appare quindi riconducibile a una progressiva accumulazione di attività finanziarie, ma piuttosto a una ricomposizione tra componenti correnti e non correnti, accompagnata da una crescente rilevanza delle passività finanziarie. Rispetto alla domanda iniziale di H1, i risultati non

hanno indicato pertanto che Nestlé sia diventata progressivamente più finanziarizzata attraverso una maggiore detenzione di attività finanziarie.

I risultati indicano piuttosto una trasformazione generale della struttura patrimoniale dell'impresa, caratterizzata dal progressivo spostamento del peso relativo dagli attivi e dalle passività correnti verso le componenti non correnti (cfr. immagine a lato). La riduzione di alcune componenti correnti, quali la liquidità, le scorte e i debiti finanziari a breve termine, può essere compatibile con una diversa gestione dei rischi di credito, di liquidità e di approvvigionamento dell'impresa. Tuttavia, tali



variazioni non possono essere ricondotte direttamente a un processo di finanziarizzazione, poiché l'andamento delle singole componenti non consente di individuarne una causa specifica.

Diversamente, è stata approfondita la crescita delle attività intangibili, motivo per cui si è reso necessario l'approfondimento H1.1.

La domanda non riguarda più la semplice presenza di attività intangibili, ma se la loro crescente rilevanza relativa sia associata a una minore intensità degli investimenti fisici rispetto al risultato operativo. L'analisi ha evidenziato una relazione negativa molto consistente tra le due variabili, consentendo di considerare la relazione come un'evidenza strutturale significativa per l'interpretazione della finanziarizzazione di Nestlé. Quando gli intangibili assumono una maggiore rilevanza rispetto al capitale fisico, gli investimenti fisici risultano associati a una minore intensità rispetto al risultato operativo. Il risultato è quindi coerente con una trasformazione della composizione del capitale dell'impresa nella quale l'espansione delle attività intangibili ha assunto un peso crescente rispetto all'accumulazione

fisica. Tuttavia, il significato del risultato deve essere circoscritto. Le prime differenze non risultano significative: non si è osservato cioè che un aumento annuale del rapporto intangibili/capitale fisico fosse sistematicamente accompagnato, nello stesso arco temporale, da una diminuzione del rapporto tra investimenti fisici e risultato operativo.

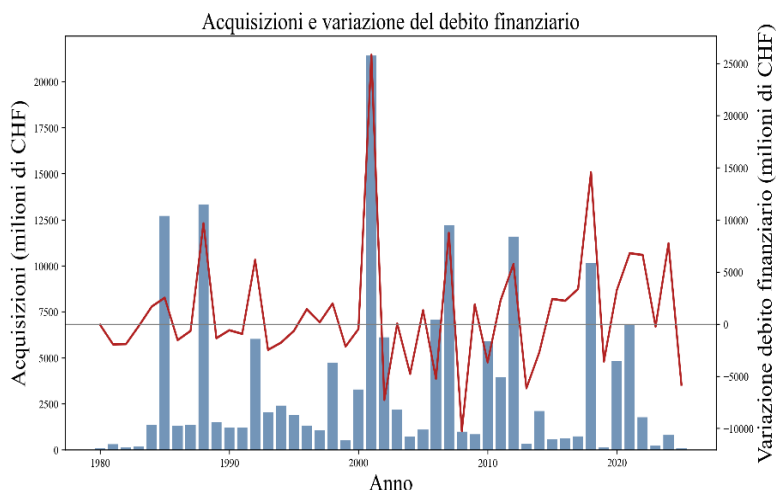
Questa differenza tra livelli e variazioni annuali è importante per comprendere che l'associazione osservata riguarda principalmente una configurazione strutturale di lungo periodo e non dimostra l'esistenza di un meccanismo annuale di sostituzione tra investimenti intangibili e investimenti fisici. Inoltre, la relazione è più forte nella prima parte del campione e si indebolisce nel periodo successivo. La sua intensità diminuisce ulteriormente quando vengono esclusi i primi quattro anni della serie, caratterizzati da valori del *trading_profit* prossimi alla soglia individuata come critica. Il risultato complessivo deve quindi essere interpretato come una forte evidenza di associazione strutturale, ma non come dimostrazione di un processo causale nel quale l'aumento degli intangibili determina la riduzione degli investimenti fisici.

Il risultato di H1.1 permette pertanto di qualificare la conclusione di H1. Nestlé non mostra una finanziarizzazione riconducibile principalmente all'accumulazione di attività finanziarie, ma presenta una trasformazione della composizione degli assets nella quale gli intangibili acquisiscono una rilevanza crescente. L'associazione con una minore intensità degli investimenti fisici suggerisce che questa trasformazione rappresenti un elemento rilevante per comprendere il cambiamento delle modalità di accumulazione dell'impresa, pur senza consentire di stabilire un rapporto causale.

La seconda componente di approfondimento riguarda il rapporto tra acquisizioni e struttura finanziaria. L'analisi H1.2 evidenzia un'associazione positiva tra le acquisizioni e l'incremento dell'indebitamento finanziario, particolarmente evidente considerando il debito finanziario complessivo. La relazione con il *Net Debt* conferma questa evidenza e risulta inoltre stabile rispetto all'esclusione delle singole osservazioni e al *bootstrap*. La sua decomposizione mostra tuttavia che tale associazione è riconducibile prevalentemente alla componente del debito, mentre non emerge una relazione sistematica tra acquisizioni e variazione della liquidità. Gli anni caratterizzati da maggiori acquisizioni risultano quindi

associati a incrementi delle passività finanziarie, senza un corrispondente andamento sistematico delle attività liquide.

Il risultato suggerisce pertanto che l'associazione tra acquisizioni e *Net Debt* sia maggiormente compatibile con un ricorso al debito per accompagnare le operazioni di acquisizione che con un sistematico utilizzo delle disponibilità liquide già esistenti, contribuendo così a interpretare la crescente rilevanza delle passività finanziarie osservata nelle analisi descrittive (cfr. immagine sottostante). Le analisi con *lag* e *lead* non individuano tuttavia una relazione temporale robusta, indicando che l'associazione è prevalentemente contemporanea. Inoltre, essa risulta più intensa nella prima parte del periodo considerato e si indebolisce successivamente, fino a non risultare più statisticamente significativa. Non è pertanto possibile sostenere che ogni acquisizione abbia determinato un aumento del debito o che l'aumento del debito abbia necessariamente preceduto le acquisizioni.



La combinazione dei risultati di H1, H1.1 e H1.2 porta quindi a una prima conclusione sulla finanziarizzazione di Nestlé. La trasformazione della struttura finanziaria dell'impresa appare reale, ma non coincide con una progressiva finanziarizzazione dell'attivo. Essa si manifesta piuttosto attraverso tre fenomeni collegati ma distinti: una ricomposizione patrimoniale verso componenti non correnti, una crescente rilevanza relativa degli intangibili e una maggiore associazione tra acquisizioni e ricorso al debito finanziario. La finanziarizzazione che emerge da questa dimensione riguarda quindi maggiormente la struttura, la strategia e le modalità di

finanziamento dell'impresa che la progressiva sostituzione dell'attività produttiva con attività finanziarie.

La seconda dimensione presenta un risultato molto più netto. Tutte e quattro le variabili utilizzate per H2 mostrano una crescita nel periodo considerato e, soprattutto, la decomposizione delle serie permette di verificare che tale risultato non dipende semplicemente dalla diminuzione delle grandezze utilizzate come denominatore. In termini reali aumentano infatti sia le risorse destinate agli azionisti sia quelle destinate agli investimenti in capitale fisico e ricerca e sviluppo. La crescita degli indicatori riflette quindi un effettivo aumento dei pagamenti agli azionisti rispetto alle principali grandezze economico-finanziarie considerate.

La rilevanza del risultato è particolarmente evidente nelle misure che rapportano le distribuzioni all'utile netto e agli investimenti in capitale fisico e ricerca e sviluppo. In queste specificazioni, i pagamenti agli azionisti arrivano a superare sistematicamente le grandezze di riferimento. Ciò mostra che, soprattutto nella fase più recente, dividendi e riacquisti di azioni proprie non rappresentano più una componente marginale dell'allocazione delle risorse generate dall'impresa. Al contrario, assumono un peso crescente rispetto sia al risultato economico sia agli investimenti considerati.

Per comprendere cosa questo significhi in termini di finanziarizzazione, è importante osservare che il risultato non consiste semplicemente in una crescita dei pagamenti, la trasformazione riguarda piuttosto la destinazione del capitale. L'impresa continua a investire in capitale fisico e ricerca e sviluppo e continua a utilizzare le acquisizioni come strumento di crescita, ma parallelamente destina una quota crescente delle proprie risorse alla remunerazione degli azionisti. È quindi sul piano dell'allocazione del valore generato che la finanziarizzazione di Nestlé appare maggiormente evidente.

Questa evidenza quantitativa è inoltre coerente con la ricostruzione storica contenuta nel secondo capitolo. L'apertura della struttura proprietaria agli investitori internazionali, la crescente presenza degli investitori istituzionali, l'introduzione di pratiche rivolte ad accrescere l'attrattività del titolo e, soprattutto, la crescente centralità di obiettivi finanziari sotto la guida di Peter Brabeck costituiscono il contesto nel quale si sviluppa la crescita delle

distribuzioni. A partire dal 2005, inoltre, i riacquisti di azioni proprie assumono carattere sistematico.

H2 rappresenta quindi la dimensione nella quale il passaggio dal modello *retain-and-reinvest* al modello *downsize-and-distribute* risulta più chiaramente osservabile. Il risultato non implica che Nestlé abbia smesso di reinvestire nell'attività produttiva; indica piuttosto che il reinvestimento non costituisce più la principale modalità attraverso cui le risorse generate vengono impiegate. Una quota crescente viene destinata direttamente agli azionisti, attraverso strumenti differenti e con dinamiche non necessariamente coincidenti.

È proprio questa distinzione che emerge dall'analisi H2.1. L'approfondimento non cerca infatti semplicemente di stabilire se le distribuzioni aumentino, ma di comprendere con quali grandezze economiche esse siano associate e se tale associazione possa fornire indicazioni sulle risorse che alimentano le distribuzioni.

Le analisi evidenziano una maggiore associazione tra le variazioni dei buyback e alcune componenti economico-finanziarie dell'impresa. In particolare, le variazioni del risultato operativo e delle dismissioni risultano positivamente associate ai buyback nello stesso esercizio, mentre considerando un anno di ritardo emerge un'associazione positiva con i proventi da *associates and joint ventures* e con il *free cash flow*. Per i dividendi, invece, non emergono relazioni statisticamente significative con le componenti considerate.

Questa differenziazione è coerente con l'assenza di una relazione significativa tra le variazioni dei buyback e dei dividendi, che non consente di interpretare i primi come una semplice sostituzione annuale dei secondi. Le due modalità di remunerazione degli azionisti presentano pertanto dinamiche differenti. Anche la significatività della distribuzione complessiva potrebbe essere interpretata alla luce di tale distinzione, poiché potrebbe risultare sostanzialmente riconducibile alle associazioni rilevate per i buyback, dato che i dividendi non presentano analoghe relazioni.

Nel complesso, H2.1 non rafforza direttamente la lettura di H2, ma ne precisa le modalità attraverso cui si realizza la distribuzione agli azionisti. I risultati mostrano infatti che dividendi e buyback seguono dinamiche differenti: le principali associazioni individuate riguardano i riacquisti di azioni proprie, mentre per i dividendi non emergono relazioni sistematiche con le componenti considerate. La crescente rilevanza dei buyback appare

quindi particolarmente significativa per interpretare il cambiamento nelle modalità di allocazione del surplus, senza tuttavia implicare che essi abbiano sostituito i dividendi.

Le associazioni emerse dalle analisi integrative H1.2 e H2.1 trovano un ulteriore elemento di contestualizzazione nella ricostruzione delle scelte strategiche adottate da Nestlé, soprattutto nelle fasi in cui tali relazioni risultano statisticamente meno evidenti. L'associazione positiva tra acquisizioni e incremento dell'indebitamento finanziario risulta infatti coerente con una politica di crescita esterna che, in diverse fasi, è stata accompagnata dal ricorso al debito. Parallelamente, la relazione tra dismissioni e buyback, pur presentando un'evidenza statistica meno robusta, trova riscontro in alcune operazioni nelle quali le risorse ottenute dalla cessione di attività sono state destinate, almeno in parte, alla remunerazione degli azionisti.

Un passaggio particolarmente significativo si osserva dal 2005, quando Nestlé avviò il primo programma sistematico di riacquisto di azioni proprie, pari a CHF 1 miliardo. Completato nell'ottobre dello stesso anno, fu seguito dopo soli dieci giorni da un secondo programma da CHF 3 miliardi e, nell'agosto 2007, da un ulteriore programma di CHF 25 miliardi, da realizzarsi in tre anni. Quest'ultimo, insieme all'acquisizione di *Novartis Medical Nutrition*, contribuì all'aumento dell'indebitamento netto e alla conseguente riduzione del merito creditizio, da AAA ad AA+ secondo *Fitch* e ad Aa1 secondo *Moody's*, esito ritenuto accettabile dalla società²⁵⁴.

Nonostante il declassamento, la solvibilità di Nestlé rimaneva tra le più elevate del settore, garantendo un'ampia flessibilità finanziaria. In questo contesto, prima ancora della conclusione del precedente programma di buyback e della vendita definitiva di Alcon nel 2010, la società annunciò un quarto programma di riacquisto, pari a CHF 10 miliardi. Dei CHF 30 miliardi di liquidità derivanti dalla cessione di Alcon, solo CHF 12 miliardi furono destinati al rimborso del debito, mentre i restanti CHF 18 miliardi furono impiegati in strumenti finanziari, riacquisti di azioni proprie e acquisizioni, riflettendo anche le pressioni degli azionisti per una maggiore leva finanziaria e un'intensificazione delle acquisizioni²⁵⁵.

²⁵⁴ Nestlé S.A., *Nestlé: 150 Years of Nutrition, Health and Wellness, 1866–2016*, Vevey, Nestlé S.A., 2016.

²⁵⁵ Ivi.

La crisi finanziaria del 2008 rese più prudenti creditori e agenzie di *rating* nella valutazione della liquidità e della solvibilità delle imprese. In tale contesto, Nestlé aumentò temporaneamente le proprie riserve di liquidità e prolungò progressivamente la durata delle scadenze del debito²⁵⁶.

Il programma di riacquisto da CHF 10 miliardi, annunciato nel giugno 2010 e concluso nel settembre 2011, non fu immediatamente rinnovato a causa del difficile contesto economico, così da preservare la flessibilità finanziaria del gruppo. La politica dei buyback riprese nel 2014, in seguito alla cessione di parte della partecipazione in L'Oréal: Nestlé destinò CHF 8 miliardi dei proventi dell'operazione a un nuovo programma di riacquisto, annunciato ufficialmente nell'agosto 2014 e da concludersi entro il 2015²⁵⁷.

In seguito al programma, il management precisò che, nonostante i cinque buyback realizzati in nove anni, tali operazioni non sarebbero divenute una pratica ordinaria. La priorità restava infatti il mantenimento di una solida capacità finanziaria per le acquisizioni e di una politica dei dividendi stabile, ricorrendo ai riacquisti solo in presenza di una solida posizione patrimoniale e di adeguate attività liquide²⁵⁸.

Il 27 giugno 2017 Nestlé annunciò un nuovo programma di buyback da CHF 20 miliardi, da realizzarsi entro giugno 2020 e subordinato alle condizioni di mercato e alle opportunità strategiche²⁵⁹. Avviato nel luglio 2017, il programma si concluse nel dicembre 2019 con il riacquisto di 225,2 milioni di azioni per CHF 20 miliardi. Poiché il programma precedette la cessione di *Nestlé Skin Health*, completata nel 2019 per circa CHF 10,2 miliardi, e non sono disponibili evidenze sufficienti sulla destinazione dei relativi proventi, non è possibile stabilire se questi abbiano contribuito direttamente al finanziamento dei riacquisti.

Il 30 dicembre 2019 Nestlé annunciò un nuovo programma di buyback fino a CHF 20 miliardi, avviato il 3 gennaio 2020. Il programma fu interrotto il 30 dicembre 2021, dopo il

²⁵⁶ *Ivi.*

²⁵⁷ *Ivi.*

²⁵⁸ *Ivi.*

²⁵⁹ Nestlé S.A., *Financial Statements 2017: Consolidated Financial Statements of the Nestlé Group 2017*, Vevey, Nestlé S.A., 2017, p. 78.

riacquisto di 123,1 milioni di azioni per CHF 13,057 miliardi, pari a circa due terzi dell'importo previsto²⁶⁰.

Anche in questo caso emerge una significativa coincidenza temporale con la cessione, annunciata nel dicembre 2021, di 22,26 milioni di azioni L'Oréal per CHF 9,3 miliardi, che ridusse la partecipazione di Nestlé dal 23,2% al 20,1%. Contestualmente, la società annunciò la sostituzione del programma in corso con un nuovo programma di riacquisto per il periodo 2022–2024²⁶¹.

L'ultimo programma, avviato il 3 gennaio 2022, prevedeva il riacquisto di azioni proprie per CHF 20 miliardi entro dicembre 2024. A differenza del precedente, il programma fu completato integralmente: al 23 dicembre 2024 erano state riacquistate 187,4 milioni di azioni per un controvalore complessivo di CHF 20 miliardi²⁶².

Nel periodo considerato non si osservano cessioni di attività operative comparabili a quelle delle precedenti fasi di distribuzione del capitale. Al contrario, l'evoluzione dell'indebitamento netto evidenzia il peso delle distribuzioni agli azionisti: Nestlé ha ricondotto l'aumento dell'indebitamento netto del 2023 principalmente al pagamento di dividendi per CHF 7,8 miliardi e a riacquisti per CHF 5,1 miliardi. Nel 2024, l'incremento è stato nuovamente associato in larga misura ai dividendi, pari a CHF 7,8 miliardi, e ai riacquisti, pari a CHF 4,5 miliardi, oltre che agli effetti dei cambi²⁶³.

Nel complesso, le evidenze emerse dalle analisi integrative H1.1 e H1.2 suggeriscono che, in alcune fasi, le risorse derivanti dalla cessione di attività e dalle partecipazioni in società collegate e joint ventures siano state destinate, oltre che al finanziamento di nuove acquisizioni, anche alla remunerazione degli azionisti attraverso dividendi e, soprattutto, riacquisti di azioni proprie, anziché essere integralmente reinvestite nell'attività operativa. Parallelamente, la progressiva diffusione dei programmi di buyback si è accompagnata, in determinate fasi, a un maggiore ricorso all'indebitamento nell'ambito della politica di

²⁶⁰ Nestlé S.A., *Financial Statements 2019: Consolidated Financial Statements of the Nestlé Group 2019*, Vevey, Nestlé S.A., 2019; Nestlé S.A., “Nestlé Terminates Existing Share Buyback Program, Will Start New Share Buyback Program of up to CHF 20 Billion on January 3, 2022”, comunicato stampa, 30 dicembre 2021.

²⁶¹ Nestlé S.A., “Nestlé Reduces Stake in L'Oréal to 20.1%, Initiates New CHF 20 Billion Share Buyback Program”, comunicato stampa, 7 dicembre 2021.

²⁶² Nestlé S.A., “Nestlé Completes Its Share Buyback Program”, comunicato stampa, dicembre 2024.

²⁶³ Nestlé S.A., *Annual Review 2023*, Vevey, 2024; Nestlé S.A., *Annual Review 2024*, Vevey, 2025.

allocazione del capitale. L'evoluzione osservata suggerisce quindi un progressivo rafforzamento del ruolo delle distribuzioni agli azionisti nelle modalità di impiego delle risorse finanziarie del gruppo, anche attraverso il ricorso alla leva finanziaria.

La terza dimensione considerata riguarda il crescente utilizzo degli strumenti derivati. I risultati non confermano questa ipotesi. La principale misura basata sul valore nozionale mostra infatti una diminuzione dell'esposizione relativa nel periodo considerato, mentre le misure basate sul fair value presentano variazioni molto più contenute. Non emerge quindi una crescita generalizzata dell'esposizione ai derivati.

Questo risultato è rilevante perché impedisce di interpretare la finanziarizzazione di Nestlé come un processo caratterizzato da un'espansione quantitativa degli strumenti derivati. L'impresa opera su scala globale ed è esposta a rischi di cambio, tassi di interesse e prezzi delle commodity, per cui l'esistenza di una gestione tramite derivati costituisce una componente della gestione finanziaria; tuttavia, i dati analizzati non mostrano che questa componente sia diventata progressivamente più rilevante in termini complessivi.

L'aspetto più significativo emerge invece dalla composizione degli strumenti. All'interno dell'esposizione complessiva diminuisce il peso dei *fair value hedges* e aumenta quello dei *cash flow hedges*, sia considerando i valori nozionali sia considerando il fair value. In particolare, aumenta la rilevanza delle coperture dei flussi di cassa futuri.

La finanziarizzazione osservata attraverso H3 assume quindi, se mai, una forma qualitativa piuttosto che quantitativa. Non aumenta infatti la dimensione complessiva dell'esposizione ai derivati, ma cambia la composizione delle forme di copertura utilizzate. Tale risultato non è sufficiente per sostenere H3, poiché l'ipotesi formulata prevedeva un crescente ricorso agli strumenti derivati. Esso risulta tuttavia rilevante per la comprensione complessiva della gestione finanziaria di Nestlé, in quanto evidenzia una trasformazione delle modalità attraverso cui l'impresa gestisce la propria esposizione ai rischi finanziari. Lo spostamento della copertura verso flussi di cassa futuri, inoltre, può essere interpretato alla luce della crescente rilevanza dell'indebitamento finanziario osservata nelle analisi precedenti: una maggiore esposizione al debito può infatti accrescere l'esposizione dell'impresa alla variabilità dei tassi di interesse e dei tassi di cambio, rendendo maggiormente rilevante il

ricorso a strumenti di copertura dei flussi finanziari futuri. Tale interpretazione rimane tuttavia un'ipotesi, poiché i risultati non consentono di stabilire un nesso causale tra l'aumento dell'indebitamento e la maggiore rilevanza dei *cash flow hedges*.

La presenza di informazioni contabili non completamente omogenee nel tempo impone inoltre una cautela specifica. Dopo il 2010 alcune categorie non vengono più riportate separatamente e dal 2019 non è più disponibile il valore nozionale dei contratti classificati come *trading*. Di conseguenza, la diminuzione osservata nella misura complessiva deve essere distinta dall'impossibilità di ricostruire integralmente alcune componenti negli ultimi anni.

Nel complesso, H3 contribuisce quindi soprattutto a delimitare la natura della finanziarizzazione di Nestlé. La società utilizza strumenti derivati e ne modifica nel tempo la composizione, ma non emerge un processo di crescente esposizione quantitativa. I derivati rappresentano pertanto una componente della gestione finanziaria dell'impresa, non una delle dimensioni attraverso cui la finanziarizzazione si manifesta come progressivo aumento del peso della finanza.

L'ultima dimensione riguarda la rilevanza dei redditi derivanti da componenti non direttamente riconducibili alla gestione operativa. Anche in questo caso l'ipotesi non trova conferma. Il rapporto tra *financial income*, *income from associates and joint ventures* e *trading profit* presenta una tendenza complessivamente decrescente nel periodo considerato. Il risultato assume particolare rilievo perché costituisce una verifica diretta dell'ipotesi secondo cui la finanziarizzazione avrebbe potuto modificare la fonte dei profitti di Nestlé, aumentando il peso dei canali finanziari rispetto al risultato dell'attività caratteristica. I dati non mostrano questo cambiamento. Al contrario, la componente finanziaria diminuisce nel periodo considerato. La crescita degli introiti derivanti da *associates and joint ventures* compensa soltanto in parte tale riduzione.

I due picchi osservati nella serie non modificano questa conclusione. Essi derivano principalmente dalla componente *associates and joint ventures* e non rappresentano quindi una trasformazione permanente verso una maggiore dipendenza dai *financial income*. Si

tratta piuttosto di episodi specifici che incidono temporaneamente sulla relazione tra redditi non operativi e risultato operativo.

H4 fornisce quindi un elemento particolarmente importante per interpretare l'intero caso. La maggiore centralità dei mercati finanziari nella governance dell'impresa e la crescente distribuzione di risorse agli azionisti non si sono accompagnate, almeno sulla base delle variabili considerate, a una crescente dipendenza dell'impresa dalla generazione di redditi finanziari. La finanziarizzazione di Nestlé non coincide quindi con una trasformazione dell'origine dei profitti: l'attività operativa rimane la principale dimensione rispetto alla quale vengono valutati i risultati economici considerati nell'analisi.

Considerate insieme, H3 e H4 permettono pertanto di escludere due interpretazioni particolarmente forti della finanziarizzazione. Da un lato, Nestlé non mostra una crescente esposizione complessiva agli strumenti derivati; dall'altro, non mostra una crescente incidenza dei redditi finanziari nella formazione dei risultati. La trasformazione evidenziata dalle altre analisi deve quindi essere interpretata senza identificare automaticamente finanziarizzazione e progressiva sostituzione dell'attività produttiva con attività finanziarie.

Il risultato complessivo delle quattro ipotesi porta quindi a una conclusione differenziata. Nestlé presenta una trasformazione significativa nelle modalità di allocazione e finanziamento delle risorse, accompagnata dalla crescente rilevanza degli intangibili e da una maggiore centralità della distribuzione agli azionisti. Non emerge invece una trasformazione equivalente nella composizione finanziaria dell'attivo, nell'esposizione complessiva ai derivati o nell'origine dei redditi.

La dimensione più evidente della finanziarizzazione di Nestlé risiede pertanto nel rapporto dell'impresa con il capitale e con gli azionisti: la progressiva affermazione di obiettivi finanziari, l'evoluzione della struttura proprietaria e l'aumento dei *payout* trovano una corrispondenza nelle evidenze quantitative relative alla distribuzione delle risorse. La trasformazione della struttura finanziaria e la maggiore rilevanza degli intangibili rappresentano ulteriori elementi coerenti con questo processo, ma con evidenze più circoscritte e che non consentono interpretazioni causali.

Nel complesso, i risultati descrivono quindi una Nestlé nella quale la finanziarizzazione si manifesta soprattutto nelle modalità di allocazione, distribuzione e finanziamento del capitale, piuttosto che nella progressiva trasformazione dell'impresa in un soggetto finanziario. L'impresa continua a mantenere una base operativa e produttiva centrale, mentre ciò che cambia maggiormente è il modo in cui le risorse generate dall'attività d'impresa vengono organizzate tra investimento, crescita esterna, finanziamento e remunerazione degli azionisti.

L'analisi di Nestlé S.A. nel periodo 1970–2025 evidenzia quindi una significativa trasformazione delle modalità attraverso cui una grande impresa non finanziaria organizza e alloca le proprie risorse, senza tuttavia confermare una finanziarizzazione uniforme lungo tutte le dimensioni considerate.

La ricostruzione storica ha mostrato come Nestlé, originariamente caratterizzata da una logica di crescita fondata sullo sviluppo delle capacità produttive e organizzative, abbia progressivamente incorporato elementi riconducibili alla crescente centralità dei mercati finanziari. L'internazionalizzazione della proprietà, la maggiore presenza degli investitori istituzionali, l'attenzione al prezzo del titolo e agli indicatori finanziari, i programmi di riacquisto di azioni proprie e le successive pressioni degli investitori testimoniano un cambiamento nel rapporto tra impresa e mercati finanziari, che l'analisi quantitativa consente di precisare.

Alla luce di queste evidenze, il caso Nestlé non sembra quindi descrivere la trasformazione dell'impresa non finanziaria in un soggetto prevalentemente orientato alla detenzione di attività finanziarie o alla generazione di redditi finanziari. Il cambiamento appare piuttosto concentrato sulle modalità di allocazione e finanziamento delle risorse e, soprattutto, sulla crescente centralità della remunerazione degli azionisti.

In questo senso, il passaggio dalla «Nestlé manageriale» alla «Nestlé finanziarizzata» può essere interpretato come un cambiamento nei criteri di funzionamento dell'impresa, più che come una sostituzione dell'attività produttiva con quella finanziaria. La crescita degli investimenti, delle acquisizioni, degli assets intangibili e delle attività operative non viene meno; cambia piuttosto il modo in cui queste attività convivono con una crescente

distribuzione di risorse agli azionisti, una maggiore rilevanza dell'indebitamento e una struttura proprietaria e manageriale maggiormente esposta alle aspettative dei mercati finanziari.

La ricerca consente quindi di qualificare la finanziarizzazione di Nestlé come un processo differenziato nelle sue manifestazioni. La dimensione dello *shareholder value* costituisce l'evidenza più solida; le modificazioni della struttura patrimoniale e finanziaria e la crescita relativa degli intangibili rappresentano ulteriori elementi rilevanti; non trovano invece conferma le ipotesi relative alla crescita generalizzata delle attività finanziarie, all'aumento dell'esposizione complessiva ai derivati e alla crescente dipendenza dai redditi finanziari. In definitiva, il caso Nestlé mostra come la finanziarizzazione di una grande impresa non finanziaria possa manifestarsi anche senza una trasformazione dell'impresa in un soggetto la cui attività principale sia finanziaria. Nel caso analizzato, la trasformazione appare soprattutto nella crescente centralità assunta dai mercati finanziari nella definizione delle modalità di allocazione delle risorse, nella distribuzione del valore e nella struttura finanziaria dell'impresa. L'accesso ai mercati finanziari ha certamente ampliato, soprattutto nelle fasi iniziali, le possibilità di finanziamento e di gestione delle risorse. Nel corso del tempo, tuttavia, l'evoluzione osservata sembra delineare una relazione più complessa.

La progressiva finanziarizzazione dei mercati ha infatti contribuito ad ampliarne la liquidità e la profondità, ma anche ad accrescerne l'esposizione alla volatilità. L'aumento della volatilità implica, a sua volta, una maggiore esposizione al rischio per gli investitori e può tradursi in una maggiore remunerazione richiesta a fronte dell'investimento.

Per un'impresa come Nestlé, ciò può comportare una crescente attenzione alla remunerazione degli azionisti e alla capacità di mantenere attrattivo il proprio titolo. La decisione di procedere al delisting dalle principali piazze finanziarie estere, motivata anche dalla limitata liquidità del titolo²⁶⁴, e la crescente rilevanza dei pagamenti agli azionisti, evidenziata tanto

²⁶⁴ Nel 2000 Nestlé annunciò il ritiro delle proprie azioni dalle borse di Amsterdam, Bruxelles, Tokyo e Vienna, dove i volumi di negoziazione risultavano molto ridotti, inferiori complessivamente all'1% delle azioni negoziate; il processo fu completato tra il dicembre 2000 e il giugno 2001. Successivamente, il gruppo procedette al delisting dalle borse di Francoforte nel 2004 e di Londra e Parigi nel 2005, proseguendo nella concentrazione delle negoziazioni sulla borsa svizzera, in ragione dei limitati volumi registrati sulle piazze estere (Nestlé S.A., "Nestlé S.A to Concentrate on Major Stock Exchanges", *Nestlé Global*, 30 novembre

dall'analisi quantitativa quanto dalle evidenze qualitative ricostruite nel secondo capitolo, suggeriscono infatti che l'accesso ai mercati finanziari non deve essere considerato come un processo automatico attraverso il quale l'impresa ottiene semplicemente maggiori possibilità di finanziamento. Al contrario, l'integrazione nei mercati finanziari sembra aver richiesto una crescente attenzione all'attrattività del titolo e, quindi, alla capacità di garantire agli azionisti un adeguato rendimento. Nel caso di Nestlé, la progressiva intensificazione dei dividendi e, soprattutto, l'introduzione dei programmi di riacquisto di azioni dal 2005 possono essere lette anche in questa prospettiva: non soltanto come modalità di distribuzione del valore già prodotto, ma come strumenti funzionali a mantenere il titolo attrattivo per gli investitori e a rafforzare il rapporto della società con i mercati finanziari. Pertanto, in alcuni momenti, la destinazione delle risorse a dividendi e programmi di riacquisto di azioni proprie può aver concorso a ridurre lo spazio disponibile per altri impieghi, compresi quelli orientati alla crescita produttiva.

In un settore caratterizzato dalla presenza di grandi operatori consolidati, la crescita organica può risultare più difficile e la strategia di sviluppo del gruppo Nestlé sembra quindi essersi progressivamente articolata attorno a due direttrici complementari: da un lato, l'espansione attraverso acquisizioni, finalizzata ad ampliare e rafforzare il perimetro dell'impresa; dall'altro, la distribuzione di una quota crescente delle risorse agli azionisti attraverso dividendi e riacquisti di azioni proprie. La finanziarizzazione di Nestlé può dunque essere interpretata non semplicemente come il risultato di una pressione esercitata dai mercati finanziari sull'impresa, ma come l'esito di un processo nel quale le opportunità offerte dalla crescente integrazione finanziaria sono state progressivamente incorporate nelle strategie del gruppo, generando al contempo nuove esigenze di remunerazione del capitale. Il modello di sviluppo osservato sembra così collocarsi tra l'impiego delle risorse per l'espansione attraverso acquisizioni e la loro distribuzione agli azionisti, in una tensione crescente tra le esigenze di crescita dell'impresa e quelle di remunerazione del capitale.

2000; Nestlé S.A., "Nestlé S.A. concentrates trading of its shares on SWX Swiss Exchange", *Nestlé Global*, 30 maggio 2005).

È proprio questa dimensione, più che la semplice crescita delle attività o dei redditi finanziari, a rendere il caso Nestlé coerente con il passaggio dal modello *retain-and-reinvest* al modello *downsize-and-distribute* ricostruito nel corso della ricerca.

Tali conclusioni devono tuttavia essere interpretate alla luce dei limiti metodologici e documentari della ricerca. Il primo riguarda la disponibilità e la continuità delle informazioni contabili. Le diverse variabili non possono essere costruite per l'intero periodo 1970–2025, ma presentano finestre temporali differenti in funzione della disponibilità delle singole voci di bilancio. Per questo motivo alcune variabili sono state ricostruite utilizzando le informazioni disponibili nei documenti societari, mentre per altre l'analisi quantitativa inizia soltanto negli anni Novanta o Duemila.

La ricostruzione delle serie permette di ampliare l'orizzonte temporale dell'analisi, ma introduce necessariamente un limite rispetto alla piena comparabilità delle informazioni. Le analisi preliminari e le variabili costruite hanno pertanto funzioni complementari: le prime consentono di osservare l'evoluzione delle singole voci contabili nel più lungo periodo disponibile, mentre le seconde sono utilizzate per la verifica sistematica delle ipotesi.

Un ulteriore limite riguarda le analisi integrative, ossia le analisi H1.1, H1.2 e H2.1. Il campione è costituito da osservazioni annuali riferite a una singola impresa e non consente quindi di utilizzare disegni statistici di ampia scala né di generalizzare direttamente i risultati ad altre imprese. Le correlazioni, le regressioni e le verifiche di robustezza sono state utilizzate per valutare la direzione e la stabilità delle associazioni osservate, ma non possono essere interpretate come identificazione di rapporti causali. La presenza di correlazioni statisticamente significative non permette infatti di stabilire quale variabile determini l'altra. Questo limite risulta particolarmente evidente nelle analisi H1.2, nelle quali le specificazioni con *lag* e *lead* non consentono di individuare una direzione temporale univoca, e in H1.1, dove l'associazione osservata sui livelli non trova corrispondenza nelle prime differenze.

Un ulteriore limite riguarda la possibilità di ricostruire alcune categorie contabili lungo l'intero periodo. Nel caso dei derivati, ad esempio, Nestlé non riporta più dopo il 2010 la voce *Hedges of net investments* e dal 2019 non rende più disponibile il valore nozionale dei

contratti classificati come *trading*. Questo impedisce di ricostruire integralmente alcune componenti per gli ultimi anni e impone cautela nell'interpretazione della loro evoluzione. Infine, alcune delle relazioni statistiche risultano sensibili alla scelta del periodo e alla composizione del campione. H1.1, ad esempio, mostra una relazione molto più forte nel periodo 1995–2010 e risente dell'esclusione degli anni iniziali. H1.2 presenta invece una relazione molto più intensa tra acquisizioni e *Net Debt* nel periodo 1980–2002 rispetto al periodo successivo. Tali evidenze non annullano i risultati complessivi, ma indicano che le dinamiche individuate non devono essere considerate costanti lungo l'intero arco temporale.

Più in generale, lo studio della finanziarizzazione attraverso un singolo caso permette di analizzare nel dettaglio l'evoluzione di una grande impresa lungo un periodo temporale particolarmente esteso e di coglierne alcune dinamiche che gli studi basati su ampi panel di aziende tendono inevitabilmente a non osservare. La ricostruzione storica e l'analisi delle singole voci economico-finanziarie consentono di seguire nel tempo le trasformazioni della struttura patrimoniale, delle modalità di finanziamento, delle politiche di investimento e delle forme di distribuzione delle risorse agli azionisti, collegandole all'evoluzione della strategia e della governance dell'impresa. Il caso di studio permette quindi di osservare il fenomeno della finanziarizzazione non soltanto attraverso la variazione di specifici indicatori, ma anche considerando le modalità con cui le diverse dimensioni del fenomeno si sono manifestate e interagiscono nel corso del tempo.

Questa maggiore profondità di analisi comporta tuttavia alcuni limiti. La disponibilità e la struttura delle informazioni contenute nella documentazione storica non sono omogenee lungo l'intero periodo considerato e alcune voci contabili risultano disponibili con un livello di dettaglio differente nelle diverse fasi. A ciò si aggiunge la limitata numerosità delle osservazioni, che riduce la possibilità di applicare metodologie statistiche più articolate e rende necessario interpretare con cautela le associazioni individuate. L'analisi di un singolo caso non consente inoltre di stabilire se le relazioni osservate siano specifiche di Nestlé o riflettano dinamiche più generali delle imprese non finanziarie. Anche per queste ragioni, è stato necessario ricorrere a indicatori compositi e a diverse costruzioni delle variabili, così da cogliere il fenomeno attraverso prospettive differenti e ridurre il rischio che una singola modalità di misurazione ne restituisse una rappresentazione parziale.

Alla luce di questi limiti, si possono individuare diversi possibili filoni di approfondimento. Un primo sviluppo potrebbe consistere nell'estendere l'analisi di Nestlé attraverso ulteriori variabili e voci contabili, approfondendo al contempo le diverse fasi storiche per verificare se le modalità di finanziarizzazione siano variate nel tempo e in relazione ai cambiamenti della proprietà, della governance e dei mercati finanziari. Su questa base, ulteriori ricerche potrebbero riguardare le interazioni tra le diverse dimensioni analizzate, verificando se assets finanziari, indebitamento, buyback, derivati e redditi non operativi evolvano congiuntamente o secondo percorsi distinti.

Un ulteriore aspetto meritevole di approfondimento riguarda l'evoluzione degli standard contabili. La letteratura ha evidenziato come l'adozione obbligatoria degli standard IFRS nell'Unione Europea a partire dal 2005 abbia avuto effetti sul comportamento delle imprese. Uno studio condotto su oltre 5.300 società dell'Unione Europea nel periodo 1990–2019 mostra, in particolare, che il passaggio dai D-GAAP agli IFRS è associato a una riduzione della sensibilità degli investimenti alle opportunità di investimento, a un maggiore orientamento al breve periodo e a una riallocazione delle risorse verso dividendi e riacquisti di azioni proprie. Gli autori interpretano tali risultati come evidenza di un possibile contributo degli IFRS ai processi di finanziarizzazione delle imprese europee e di una conseguente riduzione degli investimenti reali²⁶⁵.

Il caso di Nestlé presenta tuttavia caratteristiche istituzionali differenti. La Svizzera non fa parte dell'Unione Europea e Nestlé dichiara di applicare gli standard IAS/IFRS ai bilanci consolidati del Gruppo già dal 1989, quindi ben prima dell'introduzione dell'obbligo nell'Unione Europea. Un ulteriore approfondimento potrebbe pertanto consistere nell'analizzare l'evoluzione degli standard contabili applicati dalla società, le modalità con cui Nestlé ha recepito i successivi cambiamenti degli IAS/IFRS e l'eventuale influenza di tali trasformazioni sulla rappresentazione contabile, sulle decisioni aziendali e sui fenomeni di finanziarizzazione osservati.

²⁶⁵ Andrew G. Haldane, Alessandro Migliavacca, Vera Palea, "Is accounting a matter for bookkeepers only? The effects of IFRS adoption on the financialisation of economy", *Cambridge Journal of Economics*, 48, n. 3 (2024), pp. 489–512.

Un secondo filone riguarda invece l'estensione dell'analisi ad altre grandi imprese non finanziarie comparabili. L'applicazione dello stesso approccio a imprese dello stesso settore quali PepsiCo, Unilever e Danone permetterebbe di confrontare l'evoluzione delle rispettive strutture patrimoniali, strategie di investimento, politiche di distribuzione e rapporti con i mercati finanziari. Un simile confronto consentirebbe di verificare se le caratteristiche emerse nel caso Nestlé siano riconducibili a specifiche scelte aziendali oppure costituiscano manifestazioni più generali della finanziarizzazione delle grandi imprese multinazionali. L'ampliamento del campione permetterebbe inoltre di superare, almeno in parte, il limite della singola osservazione e di verificare con maggiore solidità statistica le associazioni individuate nel presente studio, offrendo al contempo la possibilità di distinguere eventuali differenze legate al settore, alla struttura proprietaria o alle diverse fasi del processo di globalizzazione e finanziarizzazione.

In questa prospettiva, il caso Nestlé può quindi rappresentare non soltanto un'analisi circoscritta di una singola impresa, ma anche un punto di partenza per una ricerca comparata sulla trasformazione delle grandi imprese non finanziarie. L'integrazione tra ricostruzione storica, analisi contabile e confronto tra imprese potrebbe contribuire a comprendere se la finanziarizzazione debba essere interpretata come un processo omogeneo e generalizzato oppure come un insieme di trasformazioni differenziate, la cui intensità e le cui modalità dipendono dalle caratteristiche delle singole imprese e dai contesti economici e istituzionali nei quali esse operano.

Tabelle e grafici

Tabella analisi H1

Ipot.	Variabile	iniz.	fin.	min(yyyy)	max.(yyyy)	media	mediana	Δ (pp.)
H1	FA _{Huang}	0.585358	0.650612	0.378522(2013)	0.661521(2024)	0.505785	0.506609	6.525423
	FA _{Demir}	0.424715	0.259943	0.254383(2022)	0.424715(2000)	0.318799	0.299207	-16.477171
	FA _{Davis}	0.348776	0.391385	0.334025(2008)	0.494548(2018)	0.421499	0.423881	4.260900

Tabella analisi H2

Ipot.	Variabile	iniz.	fin.	min(yyyy)	max.(yyyy)	media	mediana	Δ (pp.)
H2	D _{Lazonick}	0.379594	0.886103	0.347066(1997)	1.928720(2022)	0.846422	0.772588	50.650907
H2	D _{Montalban}	0.021342	0.091630	0.019858(1997)	0.196009(2022)	0.097067	0.092434	7.028798
H2	D _{Seo}	0.025296	0.064490	0.025296(1996)	0.161894(2010)	0.077684	0.067020	3.919438
H2	D _{Klinge}	0.342986	1.335505	0.342986(1996)	3.255636(2019)	1.508473	1.418615	99.251870

Tabella analisi H3

Ipot.	Variabile	iniz.	fin.	min(yyyy)	max.(yyyy)	media	mediana	Δ (pp.)
H3	DV _{Judge}	0.457390	0.265566	0.131457(2013)	0.457390(2000)	0.215149	0.204664	-19.182352
H3	DV _{Hahnenstein1}	0.006929	0.004121	0.001336(2018)	0.015149(2008)	0.005554	0.005012	-0.280767
	DV _{Hahnenstein2}	0.007310	0.002721	0.002048(2020)	0.013906(2008)	0.005740	0.004506	-0.458912
	DV _{Hahnenstein3}	0.014239	0.006842	0.004547(2020)	0.029054(2008)	0.011294	0.010657	-0.739680

Tabella analisi H4

Ipot.	Variabile	iniz.	fin.	min(yyyy)	max.(yyyy)	media	mediana	Δ (pp.)
H4	FI _{Salento}	0.177006	0.113846	0.062361(2009)	0.580498(2014)	0.134039	0.108374	-6.315944

Tabella analisi decomposizione H1

Variabile	voce	iniz.	fin.	min	max.	$\Delta(\text{pp.})$
FA _{Huang}	nocur_fin_liabilities/assets	0.065457	0.363709	0.053454	0.371216	29.825236
	deriv_assets/assets	0.006929	0.004121	0.001336	0.015149	-0.280767
	deriv_liabilities/assets	0.007310	0.002721	0.002048	0.013906	-0.458912
	nocur_fin_assets/assets	0.036414	0.028635	0.018735	0.062766	-0.777889
	cur_assets/assets	0.469248	0.251425	0.237386	0.469248	-21.782244
FADemir	nocur_invest_assets/assets	0.033163	0.095131	0.026624	0.103422	6.196756
	cur_liquid_assets/assets	0.154615	0.048997	0.046235	0.175466	-10.561824
	cur_trade_assets/assets	0.193593	0.083059	0.080170	0.193593	-11.053446
FADavis	nocur_invest_assets/sales	0.026688	0.135166	0.026688	0.156819	10.847782
	nocur_fin_assets/sales	0.029304	0.040686	0.027211	0.085615	1.138199
	deriv_assets/sales	0.005576	0.005855	0.002001	0.015527	0.027951
	-cur_goods_assets/sales	-0.055955	-0.075450	-0.082797	-0.043856	-1.949438
	cur_assets/sales	0.377625	0.357235	0.300688	0.460991	-2.038977
	-cur_raw_mat_assets/sales	-0.034462	-0.072109	-0.079736	-0.028757	-3.764619

Tabella analisi decomposizione H3

Variabile	voce	iniz.	fin.	min	max.	$\Delta(\text{pp.})$
DV _{Judge}	Quota_fvh_na	0.767868	0.607575	0.242508	0.767868	-16.029242
	Quota_cfh_na	0.134101	0.331241	0.134101	0.462318	19.713979
	Quota_trading_na	0.086987	/	0.000000	0.517735	/
DV _{Hahnenstein}	Quota_fvh_fv	0.915327	0.619540	0.219298	0.915327	-29.578667
	Quota_cfh_fv	0.073955	0.337931	0.073955	0.625887	26.397605
	Quota_trading_fv	0.010718	0.042529	0.000000	0.980983	3.1810

Tabella analisi H1.1

Analisi	Periodo (n)	Statistica	Coeff.	Errore standard	t / z	R ²	p-value	IC 95%	Esito
Pearson	1995–2025 (31)	<i>r</i>	−0,769	—	—	—	<0,001	—	Sign.
Spearman	1995–2025 (31)	ρ	−0,667	—	—	—	<0,001	—	Sign.
Leave-one-out – minimo	1995–2025 (31)	<i>r</i> _{min}	−0,812	—	—	—	—	—	Neg
Leave-one-out – massimo	1995–2025 (31)	<i>r</i> _{max}	−0,713	—	—	—	—	—	Neg
Correlazione dei residui dopo detrending	1995–2025 (31)	<i>r</i>	−0,654	—	—	—	<0,001	—	Sign.
Pearson sulle variazioni annuali	1996–2025 (30)	<i>r</i>	0,153	—	—	—	0,419	—	NoSign.
Spearman sulle variazioni annuali	1996–2025 (30)	ρ	0,057	—	—	—	0,766	—	NoSign.
OLS semplice	1995–2025 (31)	β Intang/Tang	−0,0911	0,0141	−6,475	0,591	<0,001	[−0,120;−0,062]	Sign.
		Costante	0,4778	0,0211	22,602		<0,001	[0,435;0,521]	Sign.
		F-statistic	41,93	—	—		<0,001	—	Sign.
OLS + trend temporale	1995–2025 (31)	β Intang/Tang	−0,0915	0,0200	−4,569	0,591	<0,001	[−0,133;−0,050]	Sign.
		β Anno	0,000043	0,0013	0,033		0,974	[−0,003;0,003]	NoSign.
		Costante	0,4784	0,0289	16,528		<0,001	[0,419;0,538]	Sign.
		F-statistic	20,24	—	—	0,591	<0,001	—	Sign.
Durbin-Watson	Modello OLS + trend	DW	0,948	—	—	—	—	—	—
Breusch-Godfrey	Modello OLS + trend, 3 lag	LM	13,381	—	—	—	0,0039	—	Sign.
OLS + trend + HAC	1995–2025 (31)	β Intang/Tang	−0,0915	0,0290	−3,205	0,591	0,001	[−0,148;−0,036]	Sign.
		β Anno	0,000043	0,0016	0,027		0,979	[−0,003;0,003]	NoSign.
		Costante	0,4784	0,0448	10,686		<0,001	[0,391; 0,566]	Sign.
		F-statistic	8,541	—	—	0,591	0,0013	—	Sign.
Pearson – sotto-periodo	1995–2010 (16)	<i>r</i>	−0,786	—	—	—	<0,001	—	Sign.
Pearson – sotto-periodo	2011–2025 (15)	<i>r</i>	−0,468	—	—	—	0,078	—	NoSign.

Analisi	Periodo (n)	Statistica	Coeff.	Errore standard	t / z	R ²	p-value	IC 95%	Esito
Pearson – esclusione anni con Trading Profit vicino a zero	1999–2025 (27)	<i>r</i>	−0,361	—	—	—	0,064	—	NoSign.
Bootstrap	2.000 ricampionamenti	<i>r</i> medio	−0,749	—	—	—	—	[−0,905; −0,481]	Neg
Pearson – specificazione alternativa	1995–2025 (31)	<i>r</i> , Capex/Net Profit	−0,823	—	—	—	<0,001	—	Sign.
Spearman – specificazione alternativa	1995–2025 (31)	ρ , Capex/Net Profit	−0,718	—	—	—	<0,001	—	Sign.

Tabella analisi H1.2

Categoria	Test / verifica	n	Statistica / coefficiente	R ²	p-value	Esito
Debito finanziario corrente	Pearson	47	$r = 0,551$	—	<0,001	Sign.
	Spearman	47	$\rho = 0,374$	—	0,010	Sign.
	Leave-one-out	47	$r \in [0,397; 0,643]$	—	—	Sign.
Δ Debito finanziario corrente	Pearson	46	$r = 0,631$	—	<0,001	Sign.
	Spearman	46	$\rho = 0,230$	—	0,124	NoSign.
	OLS semplice	46	$\beta = 0,6421$	0,399	<0,001	Sign.
	OLS + trend	46	$\beta = 0,6425$	—	<0,001	Sign.
	HAC (3 lag)	46	$\beta = 0,6425$	—	<0,001	Sign.
	Durbin-Watson	46	DW = 2,413	—	—	—
	Breusch-Godfrey (3 lag)	46	—	—	0,051	NoSign.
Debito finanziario non corrente	Pearson	47	$r = -0,045$	—	0,764	NoSign.
	Spearman	47	$\rho = 0,071$	—	0,635	NoSign.
	Leave-one-out	47	$r \in [-0,086; -0,003]$	—	—	Sign.
Δ Debito finanziario non corrente	Pearson	46	$r = 0,405$	—	0,005	Sign.
	Spearman	46	$\rho = 0,295$	—	0,047	Sign.
	OLS semplice	46	$\beta = 0,2735$	0,164	0,005	Sign.

Categoria	Test / verifica	n	Statistica / coefficiente	R ²	p-value	Esito
Liquidità corrente	OLS + trend	46	$\beta = 0,2721$	—	0,004	Sign.
	HAC (3 lag)	46	$\beta = 0,2721$	—	0,003	Sign.
	Durbin-Watson	46	DW = 1,630	—	—	—
	Breusch-Godfrey (3 lag)	46	—	—	0,747	NoSign.
	Pearson	51	$r = 0,350$	—	0,012	Sign.
	Spearman	51	$\rho = 0,353$	—	0,011	Sign.
Δ Liquidità	Leave-one-out	51	$r \in [0,188; 0,410]$	—	—	Sign.
	Pearson	51	$r = 0,067$	—	0,641	NoSign.
	Spearman	51	$\rho = -0,018$	—	0,901	NoSign.
	Leave-one-out	51	$r \in [-0,126; 0,138]$	—	—	NoSign.
	OLS semplice	51	$\beta = 0,0504$	0,004	0,641	NoSign.
	OLS + trend	51	$\beta = 0,0579$	—	0,597	NoSign.
Δ Debito finanziario totale	HAC (3 lag)	51	$\beta = 0,0579$	—	0,704	NoSign.
	Durbin-Watson	51	DW = 2,771	—	—	—
	Breusch-Godfrey (3 lag)	51	—	—	0,022	Sign.
	Pearson	46	$r = 0,699$	—	<0,001	Sign.
	Spearman	46	$\rho = 0,420$	—	0,004	Sign.
	Leave-one-out	46	$r \in [0,524; 0,736]$	—	—	Sign.
Δ Net Debt	OLS semplice	46	$\beta = 0,9156$	0,488	<0,001	Sign.
	OLS + trend	46	$\beta = 0,9146$	—	<0,001	Sign.
	HAC (3 lag)	46	$\beta = 0,9146$	—	<0,001	Sign.
	Durbin-Watson	46	DW = 2,309	—	—	—
	Breusch-Godfrey (3 lag)	46	—	—	0,051	NoSign.
	Pearson	46	$r = 0,608$	—	<0,001	Sign.
	Spearman	46	$\rho = 0,405$	—	0,005	Sign.
	Leave-one-out	46	$r \in [0,488; 0,692]$	—	—	Sign.
	OLS semplice	46	$\beta = 0,8528$	0,369	<0,001	Sign.
	OLS + trend	46	$\beta = 0,8514$	—	<0,001	Sign.
	HAC (3 lag)	46	$\beta = 0,8514$	—	<0,001	Sign.

Categoria	Test / verifica	n	Statistica / coefficiente	R ²	p-value	Esito
Decomposizione Δ Net Debt	Durbin-Watson	46	DW = 2,770	—	—	—
	Breusch-Godfrey (3 lag)	46	—	—	0,013	Sign.
	Pearson, $-\Delta$ Liquidità	51	$r = -0,067$	—	0,641	NoSign.
	Spearman, $-\Delta$ Liquidità	51	$\rho = 0,018$	—	0,901	NoSign.
	Leave-one-out	51	$r \in [-0,138; 0,126]$	—	—	NoSign.
Stabilità Δ Net Debt	1980–2002	23	$r = 0,877$	—	<0,001	Sign.
	2003–2025	23	$r = 0,350$	—	0,102	NoSign.
Lag temporali	Acq. (t–1) vs Δ Debito (t) — Pearson	46	$r = -0,283$	—	0,057	NoSign.
	Spearman	46	$\rho = -0,170$	—	0,259	NoSign.
	OLS semplice	46	$\beta = -0,3713$	0,080	0,057	NoSign.
	OLS + trend	46	$\beta = -0,3815$	—	0,052	NoSign.
	HAC (3 lag)	46	$\beta = -0,3815$	—	<0,001	Sign.
Lag temporali	Acq. (t) vs Δ Debito (t+1) — Pearson	46	$r = -0,283$	—	0,057	NoSign.
	Spearman	46	$\rho = -0,170$	—	0,259	NoSign.
	OLS semplice	46	$\beta = -0,3713$	0,080	0,057	NoSign.
	OLS + trend	46	$\beta = -0,3815$	—	0,052	NoSign.
	HAC (3 lag)	46	$\beta = -0,3815$	—	<0,001	Sign.
Robustezza complessiva	Bootstrap, Δ Net Debt	2.000	r medio = 0,592; IC 95% [0,262; 0,828]	—	—	Positivo

Tabella analisi H1.2 – robustezza aggiuntiva

Test	Risultato
Bootstrap — Acq. Business vs Δ Net Debt	r medio = 0,592; IC 95% [0,262; 0,828]; 2.000 bootstrap validi
Stabilità temporale — 1980–2002, Acq. Business vs Δ Net Debt	$r = 0,877$; $p < 0,001$
Stabilità temporale — 2003–2025, Acq. Business vs Δ Net Debt	$r = 0,350$; $p = 0,102$

Tabella analisi H2.1 – variazioni annuali: correlazioni

Variabile esplicativa	Distribuzione	n	Pearson (r)	p-value Pearson	Spearman (ρ)	p-value Spearman	LOO r min	LOO r max
Δ Operating Profit	Δ Dividendi	23	0,192	0,379	0,396	0,061	0,036	0,330
Δ Operating Profit	Δ Buyback	23	0,583	0,004	0,565	0,005	0,439	0,635
Δ Operating Profit	Δ Dividendi + Buyback	23	0,587	0,003	0,575	0,004	0,454	0,646
Δ Income from Associates	Δ Dividendi	46	-0,015	0,921	0,133	0,377	-0,105	0,107
Δ Income from Associates	Δ Buyback	29	-0,223	0,246	-0,075	0,698	-0,294	-0,111
Δ Income from Associates	Δ Dividendi + Buyback	29	-0,222	0,248	-0,093	0,633	-0,288	-0,120
Δ Disposals of Businesses	Δ Dividendi	32	0,178	0,329	0,435	0,013	0,032	0,280
Δ Disposals of Businesses	Δ Buyback	29	0,577	0,001	0,263	0,169	0,442	0,617
Δ Disposals of Businesses	Δ Dividendi + Buyback	29	0,582	0,001	0,275	0,149	0,455	0,625
Δ Free Cash Flow	Δ Dividendi	43	0,120	0,442	0,329	0,031	-0,019	0,245
Δ Free Cash Flow	Δ Buyback	23	-0,317	0,140	-0,310	0,150	-0,482	-0,222
Δ Free Cash Flow	Δ Dividendi + Buyback	23	-0,305	0,156	-0,310	0,150	-0,463	-0,212

Tabella analisi H2.1 – variazioni annuali: regressioni

Variabile esplicativa	Distribuzione	β OLS	p OLS	R ²	β OLS + trend	p OLS + trend	β HAC	p HAC	DW	BG p
Δ Operating Profit	Δ Dividendi	0,005049	0,379	0,037	0,004070	0,350	0,004070	0,034	1,409	0,673
Δ Operating Profit	Δ Buyback	0,242891	0,004	0,339	0,239143	0,004	0,239143	<0,001	2,320	0,625
Δ Operating Profit	Δ Dividendi + Buyback	0,247941	0,003	0,345	0,243213	0,004	0,243213	<0,001	2,335	0,613
Δ Income from Associates	Δ Dividendi	-0,001268	0,921	0,000	-0,001116	0,931	-0,001116	0,879	0,726	<0,001
Δ Income from Associates	Δ Buyback	-0,252070	0,246	0,050	-0,258038	0,238	-0,258038	0,009	2,116	0,814
Δ Income from Associates	Δ Dividendi + Buyback	-0,253694	0,248	0,049	-0,260984	0,235	-0,260984	0,007	2,102	0,860
Δ Disposals of Businesses	Δ Dividendi	0,004481	0,329	0,032	0,004326	0,327	0,004326	0,073	0,901	0,010
Δ Disposals of Businesses	Δ Buyback	0,215309	0,001	0,333	0,213615	0,001	0,213615	<0,001	2,309	0,484

Variabile esplicativa	Distribuzione	β OLS	p OLS	R ²	β OLS + trend	p OLS + trend	β HAC	p HAC	DW	BG p
Δ Disposals of Businesses	Δ Dividendi + Buyback	0,219637	<0,001	0,339	0,217491	0,001	0,217491	<0,001	2,302	0,517
Δ Free Cash Flow	Δ Dividendi	0,010026	0,442	0,014	0,010563	0,403	0,010563	0,246	0,698	<0,001
Δ Free Cash Flow	Δ Buyback	-0,361903	0,140	0,101	-0,377856	0,125	-0,377856	0,020	1,955	0,547
Δ Free Cash Flow	Δ Dividendi + Buyback	-0,352798	0,156	0,093	-0,371886	0,133	-0,371886	0,023	1,969	0,568

Tabella analisi H2.1 – lag 1 anno: correlazioni

Variabile esplicativa	Distribuzione	n	Pearson (r)	p-value Pearson	Spearman (ρ)	p-value Spearman	LOO r min	LOO r max
Δ Operating Profit (t-1)	Δ Dividendi (t)	22	-0,009	0,968	0,267	0,230	-0,060	0,172
Δ Operating Profit (t-1)	Δ Buyback (t)	22	-0,180	0,423	-0,342	0,120	-0,607	0,130
Δ Operating Profit (t-1)	Δ Dividendi + Buyback (t)	22	-0,178	0,428	-0,339	0,122	-0,585	0,124
Δ Income from Associates (t-1)	Δ Dividendi (t)	45	0,006	0,968	0,035	0,822	-0,181	0,083
Δ Income from Associates (t-1)	Δ Buyback (t)	29	0,542	0,002	0,185	0,337	0,452	0,603
Δ Income from Associates (t-1)	Δ Dividendi + Buyback (t)	29	0,537	0,003	0,171	0,375	0,434	0,594
Δ Disposals of Businesses (t-1)	Δ Dividendi (t)	31	-0,028	0,880	0,138	0,461	-0,083	0,107
Δ Disposals of Businesses (t-1)	Δ Buyback (t)	29	-0,151	0,435	-0,108	0,576	-0,486	0,171
Δ Disposals of Businesses (t-1)	Δ Dividendi + Buyback (t)	29	-0,151	0,434	-0,081	0,677	-0,472	0,163
Δ Free Cash Flow (t-1)	Δ Dividendi (t)	42	0,127	0,423	0,143	0,367	-0,031	0,207
Δ Free Cash Flow (t-1)	Δ Buyback (t)	22	0,594	0,004	0,551	0,008	0,522	0,651
Δ Free Cash Flow (t-1)	Δ Dividendi + Buyback (t)	22	0,595	0,003	0,564	0,006	0,521	0,648

Tabella analisi H2.1 – Lag 1 anno: regressioni

Variabile esplicativa	Distribuzione	β OLS	p OLS	R ²	β OLS + trend	p OLS + trend	β HAC	p HAC	DW	BG p
Δ Operating Profit(t-1)	Δ Dividendi(t)	-0,000239	0,968	0,000	-0,000970	0,802	-0,000970	0,678	1,789	0,193
Δ Operating Profit(t-1)	Δ Buyback(t)	-0,075140	0,423	0,032	-0,078461	0,404	-0,078461	0,482	2,118	0,854

Variabile esplicativa	Distribuzione	β OLS	p OLS	R ²	β OLS + trend	p OLS + trend	β HAC	p HAC	DW	BG p
Δ Operating Profit(t-1)	Δ Dividendi + Buyback(t)	-0,075379	0,428	0,032	-0,079430	0,399	-0,079430	0,473	2,130	0,855
Δ Income from Associates(t-1)	Δ Dividendi(t)	0,000509	0,968	0,000	0,000612	0,962	0,000612	0,954	0,738	<0,001
Δ Income from Associates(t-1)	Δ Buyback(t)	0,613881	0,002	0,294	0,609175	0,003	0,609175	<0,001	1,819	0,956
Δ Income from Associates(t-1)	Δ Dividendi + Buyback(t)	0,614062	0,003	0,288	0,608118	0,003	0,608118	<0,001	1,815	0,968
Δ Disposals of Businesses(t-1)	Δ Dividendi(t)	-0,000703	0,880	0,001	-0,000904	0,837	-0,000904	0,727	0,948	0,024
Δ Disposals of Businesses(t-1)	Δ Buyback(t)	-0,056194	0,435	0,023	-0,058089	0,424	-0,058089	0,443	2,121	0,817
Δ Disposals of Businesses(t-1)	Δ Dividendi + Buyback(t)	-0,056974	0,434	0,023	-0,059295	0,417	-0,059295	0,428	2,108	0,864
Δ Free Cash Flow(t-1)	Δ Dividendi(t)	0,010558	0,423	0,016	0,010449	0,415	0,010449	0,266	0,688	<0,001
Δ Free Cash Flow(t-1)	Δ Buyback(t)	0,680941	0,004	0,352	0,674687	0,004	0,674687	<0,001	1,471	0,379
Δ Free Cash Flow(t-1)	Δ Dividendi + Buyback(t)	0,691270	0,003	0,354	0,683487	0,003	0,683487	<0,001	1,488	0,406

Tabella analisi H2.1 – Relazione tra variazione dei buyback e variazione dei dividendi: correlazione

Variabile esplicativa	Distribuzione	n	Pearson (r)	p-value Pearson	Spearman (ρ)	p-value Spearman	LOO r min	LOO r max
Δ Buyback	Δ Dividendi	29	0,133	0,492	0,118	0,543	0,006	0,195

Tabella analisi H2.1 – Relazione tra variazione dei buyback e variazione dei dividendi: regressione

Variabile esplicativa	Variabile dipendente	n	Pearson p r	Spearman p ρ	LOO r min	LOO r max	β OLS	p OLS	R ²	β OLS + trend	p OLS + trend	β HAC	p HAC	DW	BG p
Δ Buyback	Δ Dividendi	29	0,133	0,492	0,118	0,543	0,008667	0,492	0,018	0,003661	0,741	0,003661	0,694	1,161	0,072

Grafico 1 – variabili H1

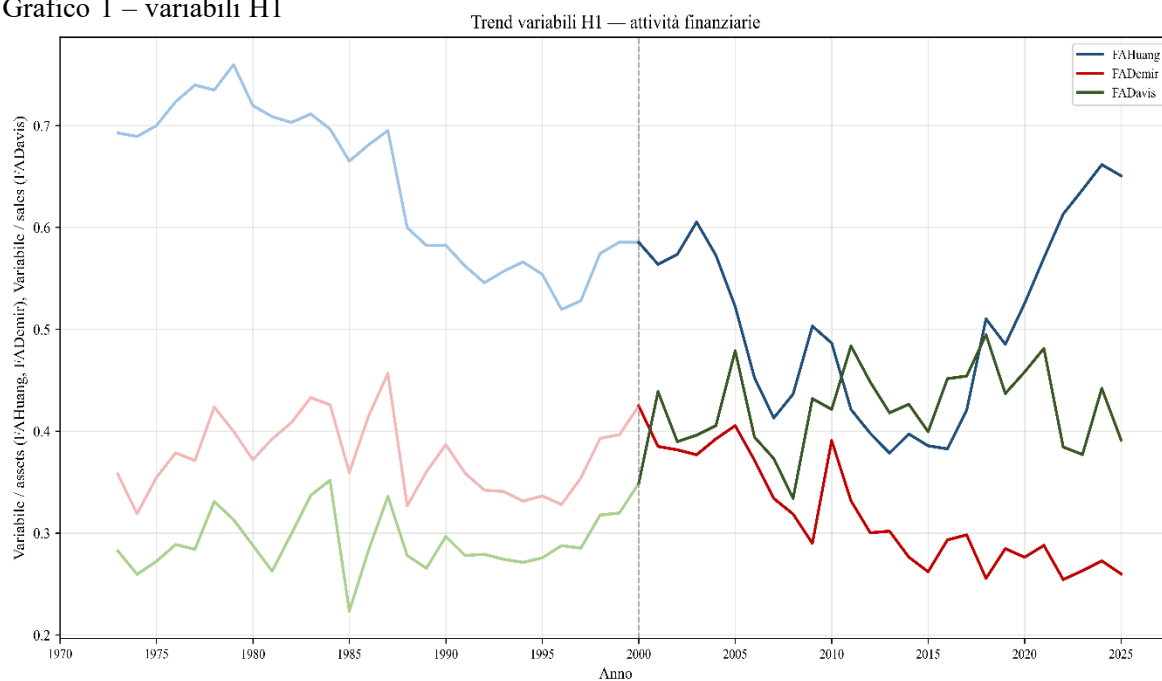


Grafico 2 – variabili H2

Trend variabili H2 - payout agli azionisti

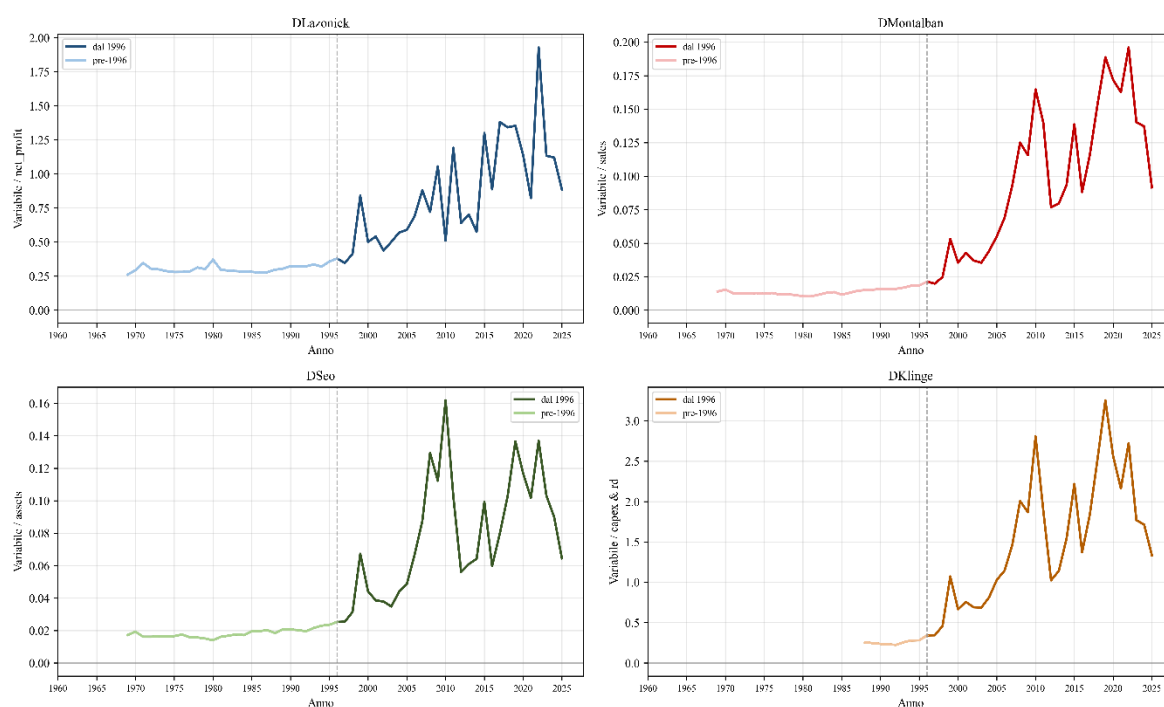


Grafico 3 – variabili H3

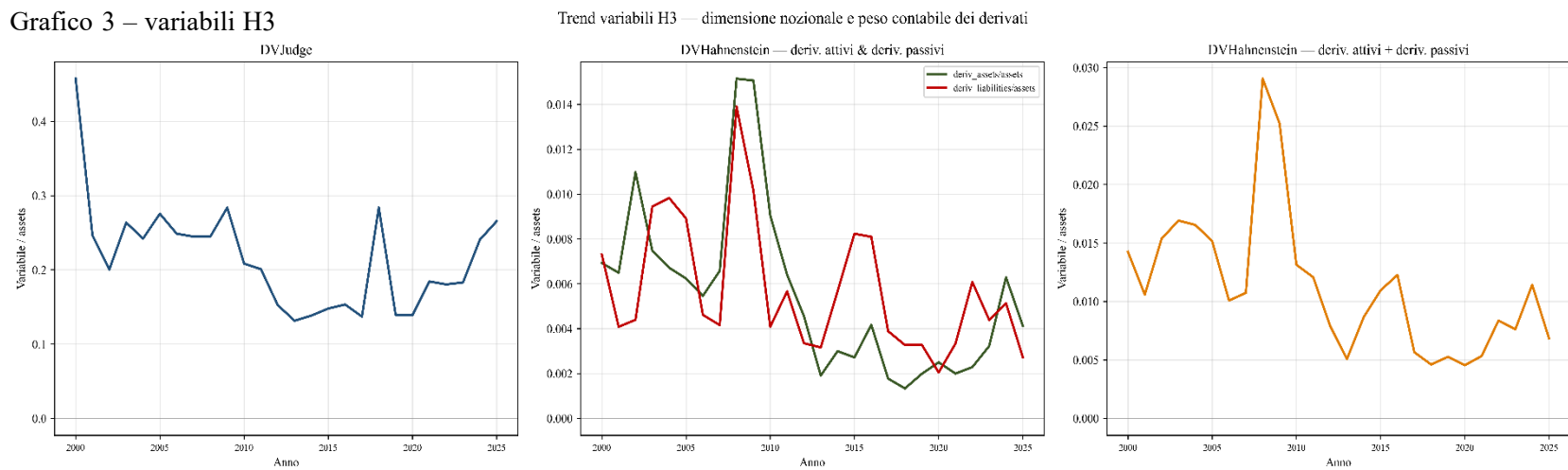


Grafico 4 – variabili H4

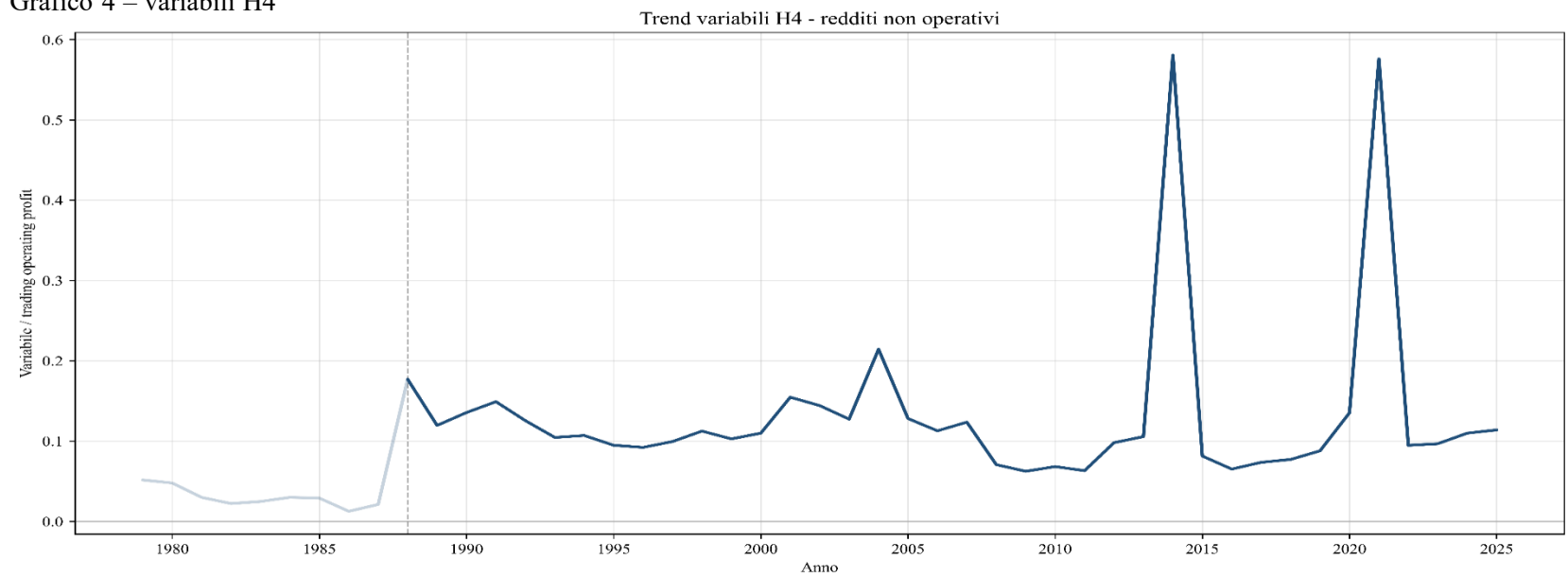


Grafico 1.1 – decomposizione variabili H1

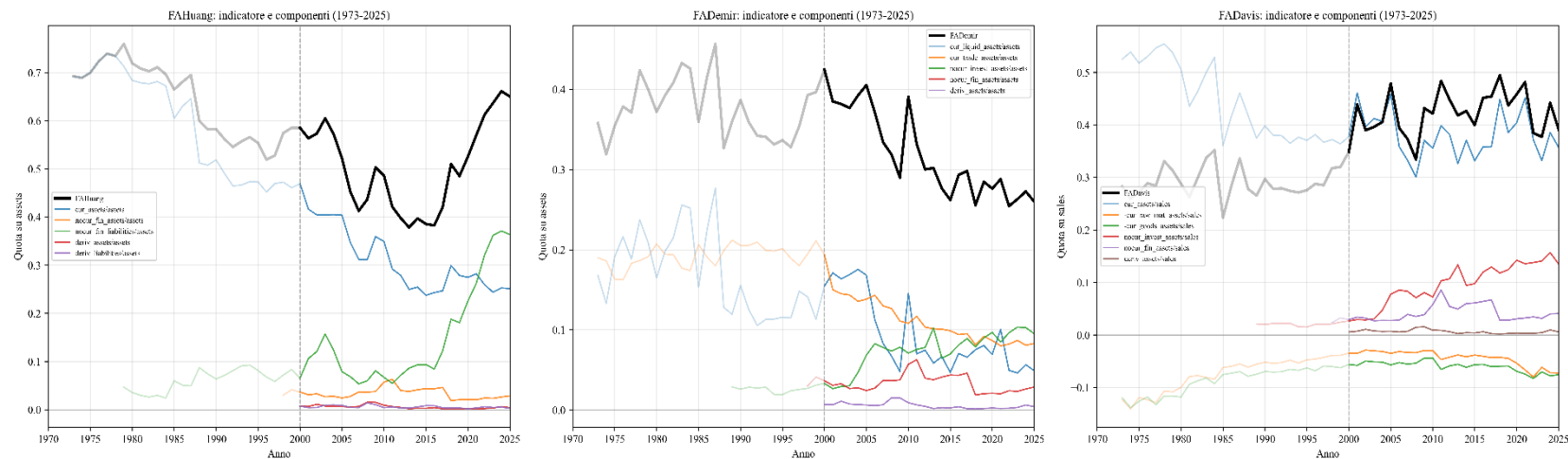


Grafico 2.1 – decomposizione variabili H2

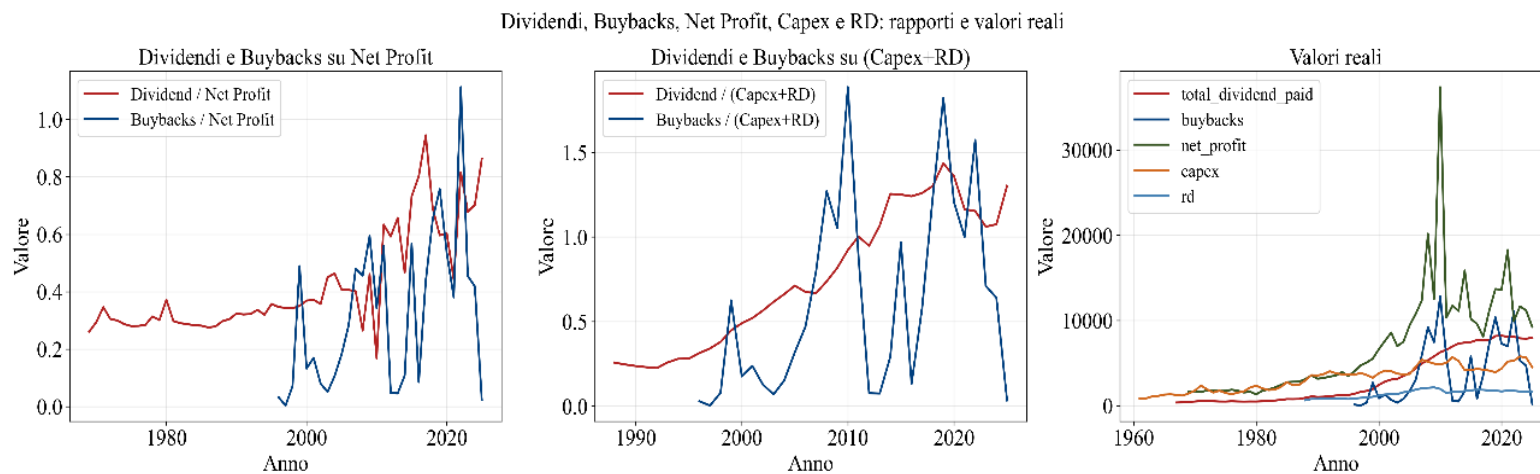


Grafico 3.1a – decomposizione variabili H3

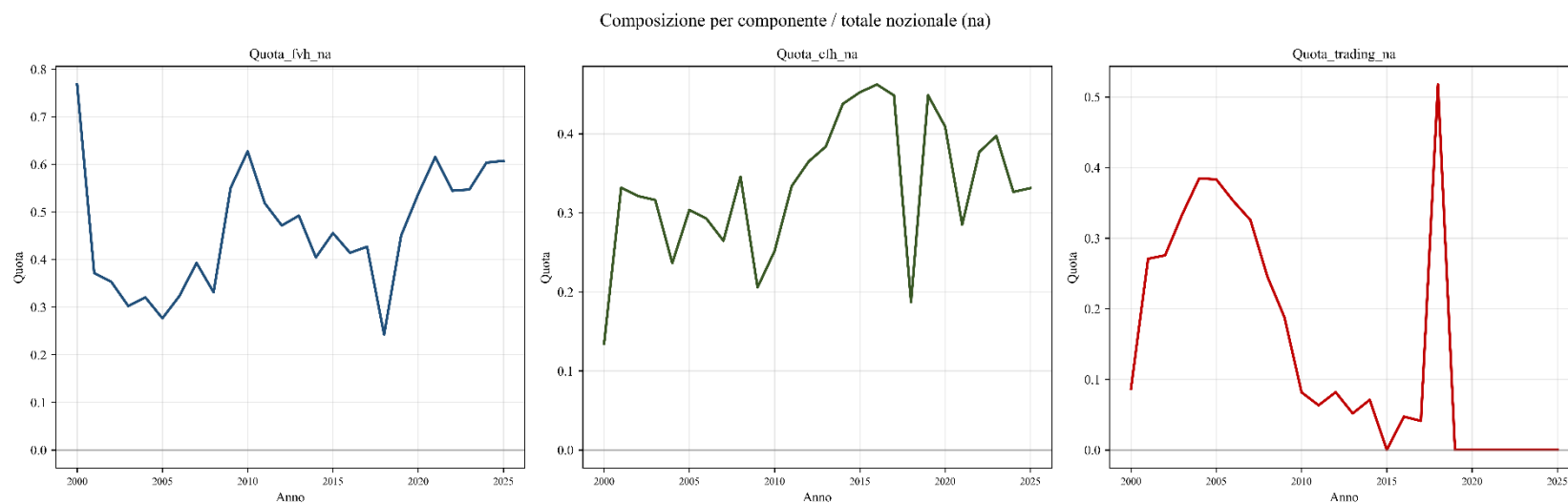


Grafico 3.1b – decomposizione variabili H3

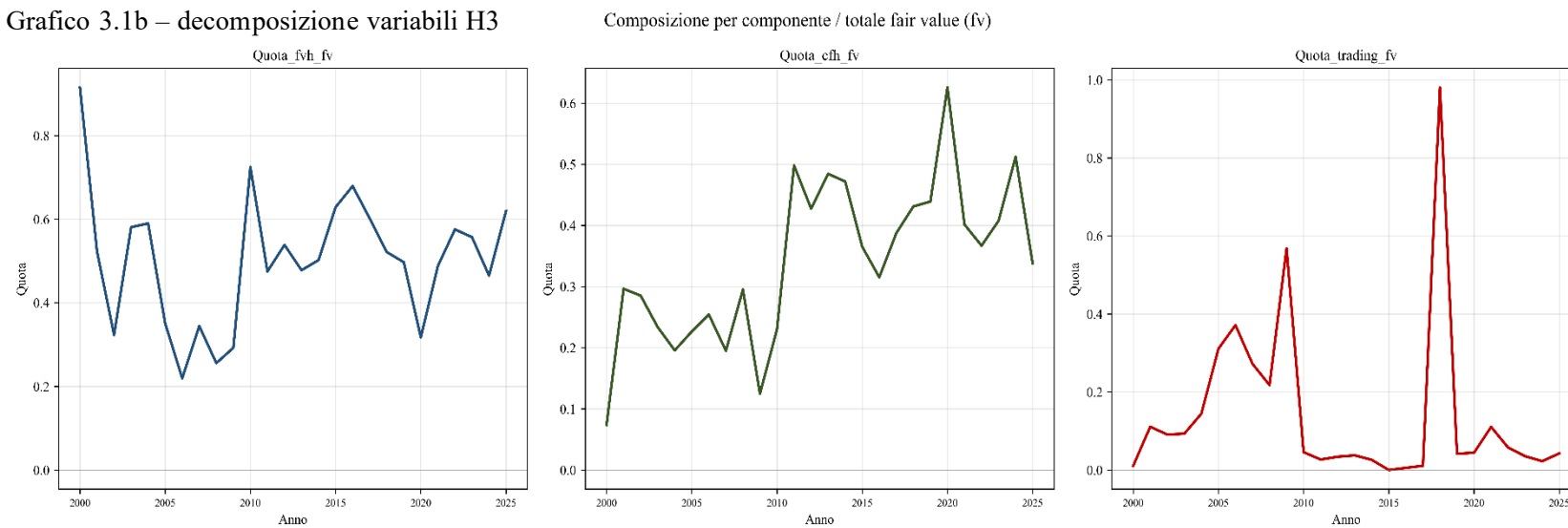
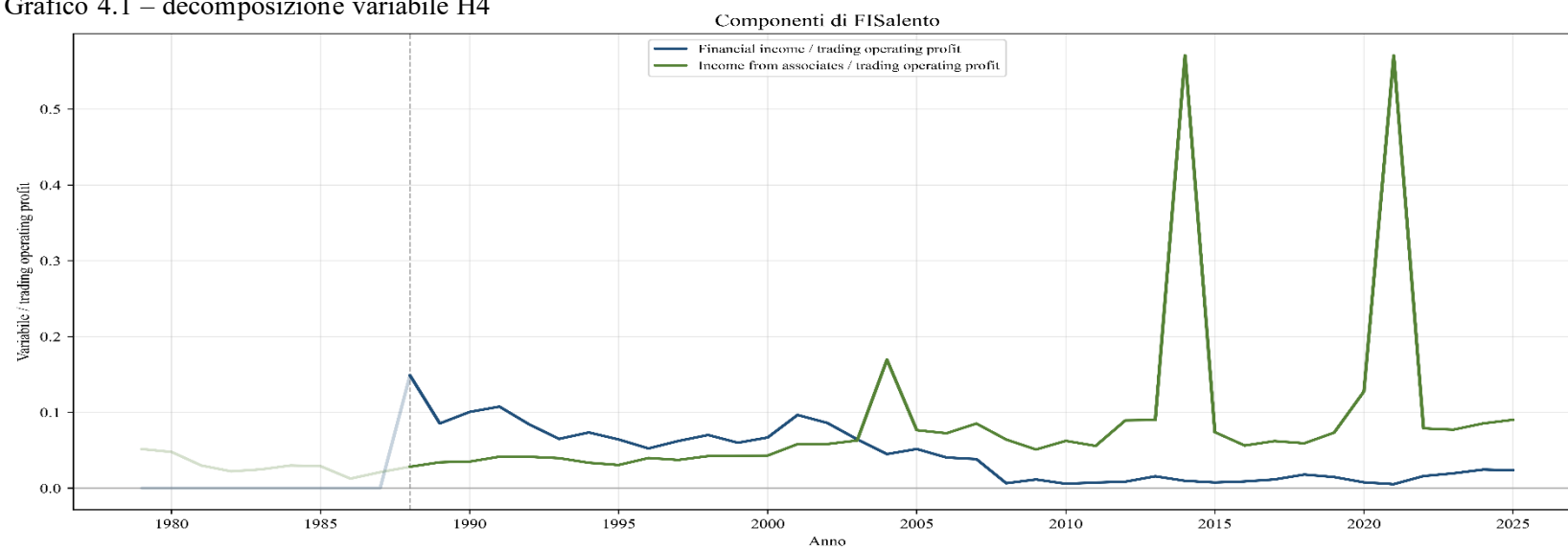


Grafico 4.1 – decomposizione variabile H4



Fonti

Albert Pfiffner, Hans-Jörg Renk, *Transformation Challenge Nestlé 1990–2005*, Cham and Vevey, Nestlé S.A., 2007.

Nestlé S.A., *Nestlé 150 Years: Nutrition, Health and Wellness: Since 1866*, Vevey, Nestlé, 2016, ISBN 978-2-81231-4100.

Nestlé Alimentana S.A. and Unilac Inc., *Nestlé Annual Report 1970*, Vevey, Nestlé S.A., 1970.

Nestlé Alimentana S.A. and Unilac Inc., *Nestlé Annual Report 1971*, Vevey, Nestlé S.A., 1971.

Nestlé Alimentana S.A. and Unilac Inc., *Nestlé Annual Report 1972*, Vevey, Nestlé S.A., 1972.

Nestlé Alimentana S.A. and Unilac Inc., *Nestlé Annual Report 1973*, Vevey, Nestlé S.A., 1973.

Nestlé Alimentana S.A. and Unilac Inc., *Nestlé Annual Report 1974*, Vevey, Nestlé S.A., 1974.

Nestlé Alimentana S.A. and Unilac Inc., *Nestlé Annual Report 1975*, Vevey, Nestlé S.A., 1975.

Nestlé Alimentana S.A. and Unilac Inc., *Nestlé Annual Report 1976*, Vevey, Nestlé S.A., 1976.

Nestlé S.A., *Nestlé Annual Report 1977*, Vevey, Nestlé S.A., 1977.

Nestlé S.A., *Nestlé Annual Report 1978*, Vevey, Nestlé S.A., 1978.

Nestlé S.A., *Nestlé Annual Report 1979*, Vevey, Nestlé S.A., 1979.

Nestlé S.A., *Nestlé Annual Report 1980*, Vevey, Nestlé S.A., 1980.

Nestlé S.A., *Nestlé Annual Report 1981*, Vevey, Nestlé S.A., 1981.

Nestlé S.A., *Nestlé Annual Report 1982*, Vevey, Nestlé S.A., 1982.

Nestlé S.A., *Nestlé Annual Report 1983*, Vevey, Nestlé S.A., 1983.

Nestlé S.A., *Nestlé Annual Report 1984*, Vevey, Nestlé S.A., 1984.

Nestlé S.A., *Nestlé Annual Report 1985*, Vevey, Nestlé S.A., 1985.

Nestlé S.A., *Nestlé Annual Report 1986*, Vevey, Nestlé S.A., 1986.

Nestlé S.A., *Nestlé Annual Report 1987*, Vevey, Nestlé S.A., 1987.

Nestlé S.A., *Nestlé Annual Report 1988*, Vevey, Nestlé S.A., 1988.

Nestlé S.A., *Nestlé Annual Report 1989*, Vevey, Nestlé S.A., 1989.

Nestlé S.A., *Nestlé Annual Report 1990*, Vevey, Nestlé S.A., 1990.

Nestlé S.A., *Nestlé Annual Report 1991*, Vevey, Nestlé S.A., 1991.

Nestlé S.A., *Nestlé Annual Report 1992*, Vevey, Nestlé S.A., 1992.

Nestlé S.A., *Nestlé Annual Report 1993*, Vevey, Nestlé S.A., 1993.

Nestlé S.A., *Nestlé Management Report 1994*, Vevey, Nestlé S.A., 1994.

Nestlé S.A., *Nestlé Management Report 1995*, Vevey, Nestlé S.A., 1995.

Nestlé S.A., *Nestlé Management Report 1996*, Vevey, Nestlé S.A., 1996.

Nestlé S.A., *Nestlé Management Report 1997*, Vevey, Nestlé S.A., 1997.

Nestlé S.A., *Nestlé Management Report 1998*, Vevey, Nestlé S.A., 1998.

Nestlé S.A., *Nestlé Management Report 1999*, Vevey, Nestlé S.A., 1999.

Nestlé S.A., *Nestlé Financial Statements 2000*, Vevey, Nestlé S.A., 2000.

Nestlé S.A., *Financial Statements 2001*, Nestlé Publications, 2001.

Nestlé S.A., *Financial Statements 2002*, Nestlé Publications, 2002.

Nestlé S.A., *Financial Statements 2003*, Nestlé Publications, 2003.

Nestlé S.A., *Financial Statements 2004*, Nestlé Publications, 2004.

Nestlé S.A., *Financial Statements 2005*, Nestlé Publications, 2005.

Nestlé S.A., *Financial Statements 2006*, Nestlé Publications, 2006.

Nestlé S.A., *Financial Statements 2007*, Nestlé Publications, 2007.

Nestlé S.A., *Financial Statements 2008*, Nestlé Publications, 2008.

Nestlé S.A., *Financial Statements 2009*, Nestlé Publications, 2009.

Nestlé S.A., *Financial Statements 2010*, Nestlé Publications, 2010.

Nestlé S.A., *Financial Statements 2011*, Nestlé Publications, 2011.

Nestlé S.A., *Financial Statements 2012*, Nestlé Publications, 2012.

Nestlé S.A., *Financial Statements 2013*, Nestlé Publications, 2013.

Nestlé S.A., *Financial Statements 2014*, Nestlé Publications, 2014.

Nestlé S.A., *Financial Statements 2015*, Nestlé Publications, 2015.

Nestlé S.A., *Financial Statements 2016*, Nestlé Publications, 2016.

Nestlé S.A., *Financial Statements 2017*, Nestlé Publications, 2017.

Nestlé S.A., *Financial Statements 2018*, Nestlé Publications, 2018.

Nestlé S.A., *Financial Statements 2019*, Nestlé Publications, 2019.

Nestlé S.A., *Financial Statements 2020*, Nestlé Publications, 2020.

Nestlé S.A., *Financial Statements 2021*, Nestlé Publications, 2021.

Nestlé S.A., *Financial Statements 2022*, Nestlé Publications, 2022.

Nestlé S.A., *Financial Statements 2023*, Nestlé Publications, 2023.

Nestlé S.A., *Financial Statements 2024*, Nestlé Publications, 2024.

Nestlé S.A., *Financial Statements 2025*, Nestlé Publications, 2025.

Nestlé S.A., “Nestlé Reports Full-Year Results for 2017”, Nestlé Publications, 2018.

Nestlé S.A., “Nestlé Reports Half-Year Results for 2018”, Nestlé Publications, 2018.

Nestlé S.A., “Nestlé Outlines Value Creation Progress”, comunicato stampa, 2018, <https://www.nestle.com/media/pressreleases/allpressreleases/nestle-value-creation-update-july-2018>.

Nestlé S.A., “Nestlé Reduces Stake in L’Oréal to 20.1%, Initiates New CHF 20 Billion Share Buyback Program”, comunicato stampa, Vevey, 7 dicembre 2021, <https://www.nestle.com/media/pressreleases/allpressreleases/loreal-stake-new-share-buyback-program>.

Nestlé S.A., “Nestlé Terminates Existing Share Buyback Program, Will Start New Share Buyback Program of up to CHF 20 Billion on January 3, 2022”, comunicato stampa, Vevey, 30 dicembre 2021, <https://www.nestle.com/media/pressreleases/allpressreleases/nestle-terminates-share-buyback-program-2020-starts-new-share-buyback-2022>.

Nestlé S.A., “Nestlé Completes Its Share Buyback Program”, comunicato stampa, Vevey, dicembre 2024, <https://www.nestle.com/media/news/nestle-completes-share-buyback-program-december-2024>.

Ethos Foundation, “Nestlé AGM: Ethos and Five Swiss Pension Funds Propose Separation of Chairman and CEO Positions”, 25 febbraio 2005, <https://www.ethosfoundation.ch/en/nestle-agm-ethos-and-five-swiss-pension-funds-propose-separation-of-chairman-and-ceo-positions>.

Nestlé S.A., “Nestlé S.A. Shareholders Reject Ethos Initiatives – Peter Brabeck-Letmathe Elected Chairman and CEO”, comunicato stampa, 14 aprile 2005, <https://www.reuters.com/>.

Nestlé S.A., “Nestlé S.A to Concentrate on Major Stock Exchanges”, comunicato stampa, 30 novembre 2000; <https://www.nestle.com/media/pressreleases/allpressreleases/tradingswx-30may05>.

Nestlé S.A., “Nestlé S.A. concentrates trading of its shares on SWX Swiss Exchange”, comunicato stampa, 30 maggio 2005; <https://www.nestle.com/media/pressreleases/allpressreleases/tradingswx-30may05>.

Ethos Foundation, “Nestlé Consults Shareholders for Revision of its Articles of Association”, 2005, <https://www.ethos.swiss/en/nestle-consults-shareholders-for-revision-of-its-articles-of-association>.

Ethos Foundation, “Nestlé General Meeting: Approve Complete Revision of the Articles of Association”, 2006, <https://www.ethosfoundation.ch/en/nestle-general-meeting-approve-complete-revision-of-the-articles-of-association>.

Ethos Foundation, “Nestlé Substantially Improves Corporate Governance Following Shareholder Pressure”, 27 marzo 2008, <https://www.ethosfund.net/en/nestle-substantially-improves-corporate-governance-following-shareholder-pressure>.

Third Point LLC, “Nestlé”, lettera agli azionisti e al management di Nestlé, 25 giugno 2017, <https://it.scribd.com/document/352220358/Third-Point-Nestle-Letter>.

Geller, Martine, Koltrowitz, Silke, “Nestle Plans \$20.8 Billion Share Buyback Amid Third Point Pressure”, *Reuters*, 27 giugno 2017, <https://www.reuters.com/article/world/nestle-plans-208-billion-share-buyback-amid-third-point-pressure-idUSKBN19I2AF/>.

Third Point LLC, “Third Quarter 2017 Investor Letter”, 2017, <https://www.gurufocus.com/news/582164/dan-loebs-third-point-3rd-quarter-2017-investor-letter>.

Deveau, Scott, “Loeb's Third Point Calls for Faster Changes at Nestle in Letter”, *Bloomberg*, 22 gennaio 2018, https://finanza.repubblica.it/Bloomberg/2018/01/22/loebs_third_point_calls_for_faster_changes_at_nestle_in_letter-P2YN0B6KLVT901_BLE/.

Third Point LLC, “Fourth Quarter 2018 Investor Letter”, 2019, <https://www.insidermonkey.com/blog/dan-loebs-third-points-q4-2018-investor-letter-734757/>.

Reuters, “Nestlé CEO Shake-Up Overshadows Broader Malaise”, *Reuters*, 5 settembre 2025, <https://www.reuters.com/sustainability/sustainable-finance-reporting/nestle-ceo-shake-up-overshadows-broader-malaise-2025-09-05/>.

Financial Times, “The Meltdown at Nestlé”, 2025, <https://www.ft.com/content/6fde8b37-458e-4611-b878-da2959766ce4?syn-25a6b1a6=1>.

Bibliografia

Accominotti, Olivier e Ugolini, Stefano, “International Trade Finance from the Origins to the Present: Market Structures, Regulation, and Governance”, in Brousseau, Eric, Glachant, Jean-Michel e Sgard, Jérôme (a cura di), *The Oxford Handbook of Institutions of International Economic Governance and Market Regulation*, Oxford University Press, Oxford, 2020, <https://doi.org/10.1093/oxfordhb/9780190900571.013.1>.

Aitken, Rob, *Performing Capital: Toward a Cultural Economy of Popular and Global Finance*, 1ª ed., Palgrave Macmillan, New York, 2007, ISBN 9781403977335.

Altay, Serdar, “The Rise and Decline of the Liberal World Order and the Multilateral Trade System: A Critical-Constructivist Synthesis to International Regime Analysis”, *Uluslararası İlişkiler Dergisi*, 21, n. 82, 2024, pp. 97–115, <https://doi.org/10.33458/uidergisi.1489978>.

Amato, Massimo, Fantacci, Luca, *Fine della finanza. Da dove viene la crisi e come si può pensare di uscirne*, Donzelli Editore, Roma, 2009, ISBN 9788860367242.

Ansoff, H. Igor, “Strategies for Diversification”, *Harvard Business Review*, 35, n. 5, 1957, pp. 113–124, <https://ia803104.us.archive.org/32/items/strategiesfordiversificationansoff1957hbr/Strategies%20for%20Diversification-Ansoff1957-HBR.pdf>.

Appel, Hilary, Orenstein, Mitchell A., “Why Did Neoliberalism Triumph and Endure in the Post-Communist World?”, *Comparative Politics*, 48, n. 3, 2016, pp. 313–331, <http://www.jstor.org/stable/24886207>.

Arrighi, Giovanni, *The Long Twentieth Century: Money, Power, and the Origins of Our Times*, 2ª ed., Verso, London, 2010, ISBN 9781844673216.

Baldwin, Richard E., Martin, Philippe, “Two Waves of Globalisation: Superficial Similarities, Fundamental Differences”, *NBER Working Paper*, 6904, 1999, <https://doi.org/10.3386/w6904>.

Berle, Adolf Augustus, Means, Gardiner Gardiner Coit, *The Modern Corporation and Private Property*, Transaction Publishers, New Brunswick, 1991, ISBN 9781412815536.

Bertilorenzi, Marco, “Futures of Europe: The City of London’s Commodity Exchanges, the European Economic Community, and the Global Regulation of Futures Trading (1960s–1980s)”, *Enterprise & Society*, 24, n. 3, 2023, pp. 731–758, <https://doi.org/10.1017/eso.2022.8>

Blanchard, Olivier Jean, “Reaganomics”, *Economic Policy*, 2, n. 5, 1987, pp. 15–56, <https://doi.org/10.2307/1344620>.

Boughton, James M., “From Suez to Tequila: The IMF as Crisis Manager”, *IMF Working Paper*, 97/090, International Monetary Fund, Washington, D.C., 1997, <https://doi.org/10.5089/9781451952001.001>.

Buckley, Peter J., Casson, Mark, *The Future of the Multinational Enterprise*, Macmillan, London, 1976, ISBN 9780333194768.

Chandler, Alfred D. Jr., *Scale and Scope: The Dynamics of Industrial Capitalism*, Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge (Mass.), 1994, ISBN 9780674789951.

Chandler, Alfred D. Jr., *Strategy and Structure: Chapters in the History of the American Industrial Enterprise*, MIT Press, Cambridge (Mass.), 1970, ISBN 9780262030045.

Chandler, Alfred D. Jr., *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*, Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge (Mass.), 1993, ISBN 9780674940529.

Cheffins, Brian R., “Corporate Governance since the Managerial Capitalism Era”, *Business History Review*, 89, n. 4, 2015, pp. 717–744, <https://doi.org/10.1017/S0007680515000690>.

Cheffins, Brian R., “Does Law Matter? The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom”, *The Journal of Legal Studies*, 30, n. 2, 2001, pp. 459–484, <https://doi.org/10.1086/322052>.

Chen, B., Li, J., Zhang, J., “How Corporate Financialization Affects Main Business Performance—Empirical Evidence Based on a Dynamic Panel Threshold Model”, *PLOS ONE*, 20, n. 1, 2025, art. e0317892, <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0317892>.

Chen, Chunlai, “The Liberalisation of FDI Policies and the Impacts of FDI on China’s Economic Development”, in Garnaut, Ross, Song, Ligang, Fang, Cai (a cura di), *China’s 40 Years of Reform and Development: 1978–2018*, ANU Press, 2018, <http://www.jstor.org/stable/j.ctv5cgbnk.37>.

Clarida, Richard, Galí, Jordi, Gertler, Mark, “The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective”, *Journal of Economic Literature*, 37, n. 4, 1999, pp. 1661–1707, <http://www.jstor.org/stable/2565488>.

Colli, Andrea, *Dynamics of International Business: Comparative Perspectives of Firms, Markets and Entrepreneurship*, Routledge, 2015, <https://doi.org/10.4324/9781315848396>.

Crotty, James R., *The Effects of Increased Product Market Competition and Changes in Financial Markets on the Performance of Nonfinancial Corporations in the Neoliberal Era*, *PERI Working Paper*, n. 44, Political Economy Research Institute, University of Massachusetts Amherst, Amherst, 2002, <https://doi.org/10.2139/ssrn.341763>.

Crotty, James, “The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and Impatient Finance on Nonfinancial Corporations in the Neoliberal Era”, *Review of Radical Political Economics*, 35, n. 3, 2003, pp. 271–279, <https://doi.org/10.1177/0486613403255533>.

- Cupertino, Sebastiano, Consolandi, Costanza, Vercelli, Alessandro, “Corporate Social Performance, Financialization, and Real Investment in US Manufacturing Firms”, *Sustainability*, 11, n. 7, 2019, art. 1836, <https://doi.org/10.3390/su11071836>.
- Cutler, Tony, Waine, Barbara, “Social Insecurity and the Retreat from Social Democracy: Occupational Welfare in the Long Boom and Financialization”, *Review of International Political Economy*, 8, n. 1, 2001, pp. 96–118, <http://www.jstor.org/stable/4177375>.
- Davis, Leila E., “Financialization and Investment: A Survey of the Empirical Literature”, *Journal of Economic Surveys*, 31, 2017, pp. 1332–1358, <https://doi.org/10.1111/joes.12242>.
- Davis, Leila E., “Financialization, Shareholder Orientation and the Cash Holdings of US Corporations”, *Review of Political Economy*, 30, n. 1, 2018, pp. 1–27, <https://doi.org/10.1080/09538259.2018.1429147>.
- Davis, Leila E., “Identifying the ‘Financialization’ of the Nonfinancial Corporation in the U.S. Economy: A Decomposition of Firm-Level Balance Sheets”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 39, n. 1, 2016, pp. 115–141, <https://doi.org/10.1080/01603477.2015.1116370>.
- Demir, Firat, “Financial Liberalization, Private Investment and Portfolio Choice: Financialization of Real Sectors in Emerging Markets”, *Journal of Development Economics*, 88, n. 2, 2009, pp. 314–324, <https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2008.04.002>.
- Demir, Fuat, “Capital Market Imperfections and Financialization of Real Sectors in Emerging Markets: Private Investment and Cash Flow Relationship Revisited”, *World Development*, 37, n. 5, 2009, pp. 953–964, <https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2008.09.003>.
- Donzé, Pierre-Yves e Pitteloud, Sabine, “International human resource management and political risks: Nestlé in the Global South during the Cold War (1950–1980)”, *Management & Organizational History*, 20, n. 3, 2025, pp. 293–313, <https://doi.org/10.1080/17449359.2025.2503140>.

Dore, Ronald, Pontieri, Annalisa, “La finanziarizzazione dell’economia globale”, *Stato e mercato*, n. 84, 2008, pp. 373–394, <http://www.jstor.org/stable/24650769>.

Duchin, Ran, Gilbert, Thomas, Harford, Jarrad, Hrdlicka, Christopher, “Precautionary Savings with Risky Assets: When Cash Is Not Cash”, *The Journal of Finance*, 72, 2017, pp. 793–852, <https://doi.org/10.1111/jofi.12490>.

Duménil, Gérard, Lévy, Dominique, *Capital Resurgent: Roots of the Neoliberal Revolution*, Harvard University Press, Cambridge, MA, 2004, ISBN 9780674011588.

Duncan, Richard, *The Dollar Crisis: Causes, Consequences, Cures*, John Wiley & Sons, Hoboken, NJ, 2011, ISBN 978-0-470-82170-1.

Eichengreen, Barry, *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*, 2^a ed., Princeton University Press, Princeton, 2008, ISBN 9780691194585.

Epstein, Gerald A., “Introduction and Distributional Implications”, in Epstein, Gerald A. (a cura di), *Financialization and the World Economy*, Edward Elgar, Cheltenham, 2005, pp. 1–16, ISBN 978 1 84376 874 6.

Ertürk, Ismail, Froud, Julie, Johal, Sukhdev, Leaver, Adam, Williams, Karel, “Against Agency: A Positional Critique”, *Economy and Society*, 36, n. 1, 2007, pp. 51–77, <https://doi.org/10.1080/03085140601089903>.

Fisher, Karin, “The Influence of Neoliberals in Chile before, during, and after Pinochet”, in Mirowski, Philip, Plehwe, Dieter (a cura di), *The Road from Mont Pèlerin: The Making of the Neoliberal Thought Collective*, pp. 306–346, <https://doi.org/10.4159/9780674054264-010>.

Fitzgerald, Robert. *The Rise of the Global Company: Multinationals and the Making of the Modern World*, Cambridge University Press, Cambridge, 2016, ISBN 9780521849746.

Fourcade-Gourinchas, Marion, Babb, Sarah L., “The Rebirth of the Liberal Creed: Paths to Neoliberalism in Four Countries”, *American Journal of Sociology*, 108, n. 3, 2002, pp. 533–579, <https://doi.org/10.1086/367922>.

Friedman, Milton, “The Role of Monetary Policy”, *American Economic Review*, 58, n. 1, 1968, <https://www.jstor.org/stable/i331921>.

Gilbert, Christopher L., “How to Understand High Food Prices”, *Journal of Agricultural Economics*, 61, 2, 2010, pp. 398–425, <https://doi.org/10.1111/j.1477-9552.2010.00248.x>.

Gilbert, Christopher L., “Speculative Influences on Commodity Futures Prices, 2006–2008”, *Working Paper*, Department of Economics, University of Trento, Trento, 2009, <https://digitallibrary.un.org/record/687330?v=pdf>.

Goodfriend, Marvin, King, Robert G., “The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy”, in Ben S. Bernanke e Julio J. Rotemberg (a cura di), in *NBER Macroeconomics Annual 1997, Volume 12*, MIT Press, 1997, chap. 5, <https://www.nber.org/books-and-chapters/nber-macroeconomics-annual-1997-volume-12/new-neoclassical-synthesis-and-role-monetary-policy>.

Gordon, Robert J., “Friedman and Phelps on the Phillips Curve Viewed from a Half Century’s Perspective”, *Review of Keynesian Economics*, 6, n. 4, 2018, pp. 425–436, <https://doi.org/10.4337/roke.2018.04.03>.

Green, Jeremy, “Anglo-American Development, the Euromarkets, and the Deeper Origins of Neoliberal Deregulation”, *Review of International Studies*, 42, n. 3, 2016, pp. 425–449, <https://doi.org/10.1017/S0260210515000480>.

Hahnenstein, Lutz, Köchling, Gerrit, Posch, Peter N., “Do Firms Hedge in Order to Avoid Financial Distress Costs? New Empirical Evidence Using Bank Data”, *Journal of Business Finance & Accounting*, 48, nn. 3–4, 2021, pp. 718–741, <https://doi.org/10.1111/jbfa.12489>.

Haldane, Andrew G., Migliavacca, Alessandro, Palea, Vera, “Is Accounting a Matter for Bookkeepers Only? The Effects of IFRS Adoption on the Financialisation of Economy”, *Cambridge Journal of Economics*, 48, n. 3, 2024, pp. 489–512, <https://doi.org/10.1093/cje/beae006>.

Harvey, David, *A Brief History of Neoliberalism*, Oxford University Press, Oxford, 2005, <https://doi.org/10.1093/oso/9780199283262.001.0001>.

Helleiner, Eric, *States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s*, Cornell University Press, 1994, <http://www.jstor.org/stable/10.7591/j.ctt1tm7jgx>.

Huang, Bingbing, Cui, Yuying, Chan, Kam C., “Firm-Level Financialization: Contributing Factors, Sources, and Economic Consequences”, *International Review of Economics & Finance*, 80, 2022, pp. 1153–1162, <https://doi.org/10.1016/j.iref.2022.04.007>.

Hudson, Michael, “From Marx to Goldman Sachs: The Fictions of Fictitious Capital, and the Financialization of Industry”, *Critique*, 38, n. 3, 2010, pp. 419–444, <https://doi.org/10.1080/03017605.2010.492685>.

Iliopoulos, Panagiotis, Wójcik, Dariusz, “The Multiple Faces of Financialization: Financial and Business Services in the US Economy, 1997–2020”, *Competition & Change*, 27, n. 5, 2023, pp. 707–728, <https://doi.org/10.1177/10245294221120936>.

Irwin, Scott H., Sanders, Dwight R., “Financialization and Structural Change in Commodity Futures Markets”, *Journal of Agricultural and Applied Economics*, 44, n. 3, 2012, pp. 371–396, <https://doi.org/10.1017/S1074070800000481>.

Irwin, Scott H., Sanders, Dwight R., “Index Funds, Financialization, and Commodity Futures Markets”, *Applied Economic Perspectives and Policy*, 33, n. 1, 2011, pp. 1–31, <https://doi.org/10.1093/aepp/ppq032>.

Jayadev, Arjun, Epstein, Gerald A., “The Rise of Rentier Incomes in OECD Countries: Financialization, Central Bank Policy and Labor Solidarity”, in *The Political Economy of*

Central Banking, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 2019, pp. 350–378,
<https://doi.org/10.4337/9781788978415.00022>.

Jensen, Michael C., “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”, *The American Economic Review*, 76, n. 2, 1986, pp. 323–329,
<http://www.jstor.org/stable/1818789>.

Judge, Andrew, Le, K., Ly, K., “The Impact of Derivative Use on Default Probability Among Nonfinancial Firms: Evidence From European Firms”, *Journal of Futures Markets*, 46, 2026, pp. 562–581, <https://doi.org/10.1002/fut.70071>.

Kakegai, Yuta, “The Neoliberal Reforms and the Resistant against Them in Contemporary Swiss Fiscal Policies: The Effects and Limitations of ‘White Books’”, *Public Finance Studies*, 14, 2018, pp. 228–246, https://doi.org/10.50898/pfsjipf.14.0_228.

Karwowski, Ewa, Shabani, Morteza, Stockhammer, Engelbert, “Dimensions and Determinants of Financialisation: Comparing OECD Countries since 1997”, *New Political Economy*, 25, n. 6, 2020, pp. 957–977, <https://doi.org/10.1080/13563467.2019.1664446>.

Klinge, Tobias J., Fernandez, Rodrigo, Aalbers, Manuel B., “The Financialization of Big Pharma”, *Revista Internacional de Sociología*, 78, n. 4, 2020, art. e174,
<https://doi.org/10.3989/ris.2020.78.4.m20.006>.

Klinge, Tobias J., Fernandez, Rodrigo, Aalbers, Manuel B., “Whither Corporate Financialization? A Literature Review”, *Geography Compass*, e12588, 2021,
<https://doi.org/10.1111/gec3.12588>.

Konings, Martijn, *The Development of American Finance*, Cambridge University Press, Cambridge, 2011, ISBN 9781139015011.

Kopper, Christopher, “The Recycling of Petrodollars”, *Revue d’économie financière* (English ed.), hors-série, 2009, pp. 37–46, <https://doi.org/10.3406/ecofi.2009.5489>.

Krippner, Greta R., “The Financialization of the American Economy”, *Socio-Economic Review*, 3, n. 2, 2005, pp. 173–208, <https://doi.org/10.1093/SER/mwi008>.

Krippner, Greta R., *Capitalizing on Crisis: The Political Origins of the Rise of Finance*, Harvard University Press, Cambridge, MA, 2011, ISBN 9780674066199.

Kus, Basak, “Neoliberalism, Institutional Change and the Welfare State: The Case of Britain and France”, *International Journal of Comparative Sociology*, 47, n. 6, 2006, pp. 488–525, <https://doi.org/10.1177/0020715206070268>.

Langley, Paul, “In the Eye of the ‘Perfect Storm’: The Final Salary Pensions Crisis and Financialisation of Anglo-American Capitalism”, *New Political Economy*, 9, n. 4, 2004, pp. 539–558, <https://doi.org/10.1080/1356346042000311164>.

Langley, Paul, “Securitising Suburbia: The Transformation of Anglo-American Mortgage Finance”, *Competition & Change*, 10, n. 3, 2006, pp. 283–299, <https://doi.org/10.1179/102452906X114384>.

Lapavistas, Costas, “Theorizing Financialization”, *Work, Employment and Society*, 25, n. 4, 2011, pp. 611–626, <https://doi.org/10.1177/0950017011419708>.

Latif, Muhammad Ijaz, “Uruguay Round of GATT and Establishment of the WTO”, *Pakistan Horizon*, 65, n. 1, 2012, pp. 53–70, <http://www.jstor.org/stable/24711208>.

Lazonick, William, “Innovative Enterprise and Shareholder Value”, *Law and Financial Markets Review*, 8, n. 1, 2014, pp. 52–64, <https://doi.org/10.5235/17521440.8.1.52>.

Lazonick, William, “The Chandlerian Corporation and the Theory of Innovative Enterprise”, *Industrial and Corporate Change*, 19, n. 2, 2010, pp. 317–349, <https://doi.org/10.1093/icc/dtq005>.

Lazonick, William, “The Financialization of the U.S. Corporation: What Has Been Lost, and How It Can Be Regained”, *Seattle University Law Review*, 36, n. 2, 2013, pp. 857–909, <https://www.conference-board.org/retrievefile.cfm?filename=The-Financialization-of-the-US-Corporation.pdf&\type=subsite>.

Lazonick, William, O’Sullivan, Mary, “Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance”, *Economy and Society*, 29, n. 1, 2000, pp. 13–35, <https://doi.org/10.1080/030851400360541>.

Lazonick, William, O’Sullivan, Mary, “Organization, Finance and International Competition”, *Industrial and Corporate Change*, 5, n. 1, 1996, pp. 1–49, <https://doi.org/10.1093/icc/5.1.1>.

Lazonick, William, *Profits Without Prosperity: How Stock Buybacks Manipulate the Market, and Leave Most Americans Worse Off*, The Academic-Industry Research Network, 2014, https://www.ineteconomics.org/uploads/papers/LAZONICK_William_Profits-without-Prosperity-20140406.pdf.

Lazonick, William, Shin, Jang-Sup, *Predatory Value Extraction: How the Looting of the Business Corporation Became the US Norm and How Sustainable Prosperity Can Be Restored*, Oxford University Press, Oxford, 2019, <https://doi.org/10.1093/oso/9780198846772.001.0001>.

Marchetti, Juan A., Mavroidis, Petros C., “The Genesis of the GATS (General Agreement on Trade in Services)”, *European Journal of International Law*, 22, n. 3, 2011, pp. 689–721, <https://doi.org/10.1093/ejil/chr051>.

Martin, Randy, *Financialization of Daily Life*, Temple University Press, Philadelphia, 2002, ISBN 9781439905975.

Michie, Ranald C., “Commodities, Futures, Options, and Swaps, 1970–92”, in *Banks, Exchanges, and Regulators: Global Financial Markets from the 1970s*, Oxford University Press, Oxford, 2020, <https://doi.org/10.1093/oso/9780199553730.003.0004>.

Milberg, William, “Shifting Sources and Uses of Profits: Sustaining US Financialization with Global Value Chains”, *Economy and Society*, 37, n. 3, 2008, pp. 420–451, <https://doi.org/10.1080/03085140802172706>.

Mirowski, Philip, Plehwe, Dieter (a cura di), *The Road from Mont Pèlerin: The Making of the Neoliberal Thought Collective*, Harvard University Press, Cambridge, MA, 2009, ISBN 9780674088344.

Montalban, Matthieu, Sakinç, Mustafa Erdem, “Financialization and Productive Models in the Pharmaceutical Industry”, *Industrial and Corporate Change*, 22, n. 4, 2013, pp. 981–1030, <https://doi.org/10.1093/icc/dtt023>.

Montgomerie, Johnna, “The Financialization of the American Credit Card Industry”, *Competition & Change*, 10, n. 3, 2006, pp. 301–319, <https://doi.org/10.1179/102452906X114393>.

Mourlon-Druol, Emmanuel, “History of an Incomplete EMU”, in Amtenbrink, Fabian, Herrmann, Christoph, Repasi, René (a cura di), *The EU Law of Economic and Monetary Union*, Oxford University Press, New York, 2020, pp. 13-36, <https://doi.org/10.1093/oso/9780198793748.003.0003>.

Muellerleile, Chris, “Speculative Boundaries: Chicago and the Regulatory History of US Financial Derivative Markets”, *Environment and Planning A: Economy and Space*, 47, n. 9, 2015, pp. 1805–1823, <https://doi.org/10.1068/a130343p>.

O’Rourke, Kevin H., Williamson, Jeffrey G., *Globalization and History: The Evolution of a Nineteenth-Century Atlantic Economy*, MIT Press, Cambridge (Mass.), 1999, ISBN 9780262150491.

Orhangazi, Özgür, “Financialisation and Capital Accumulation in the Non-Financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation on the US Economy: 1973–

2003”, *Cambridge Journal of Economics*, 32, n. 6, 2008, pp. 863–886,
<https://doi.org/10.1093/cje/ben009>.

Orhangazi, Özgür, “The Role of Intangible Assets in Explaining the Investment–Profit Puzzle”, *Cambridge Journal of Economics*, 43, n. 5, 2019, pp. 1251–1286,
<https://www.jstor.org/stable/26795006>.

Orhangazi, Özgür, *Financialization of the U.S. Economy and Its Effects on Capital Accumulation: A Theoretical and Empirical Investigation*, tesi di dottorato, University of Massachusetts Amherst, 2006.

Pagano, Ugo, Maria Alessandra, Rossi, “The Crash of the Knowledge Economy.” *Cambridge Journal of Economics* 33, no. 4, 2009: 665–83.
<http://www.jstor.org/stable/23601993>.

Pagano, Ugo, “The Crisis of Intellectual Monopoly Capitalism”, *Cambridge Journal of Economics*, 38, n. 6, 2014, pp. 1409–1429, <https://doi.org/10.1093/cje/beu025>.

Palley, Thomas I., *Financialization: What It Is and Why It Matters*, *Levy Economics Institute Working Paper*, n. 525, 2007, <https://ssrn.com/abstract=1077923>,
<https://doi.org/10.2139/ssrn.1077923>.

Panitch, Leo, Gindin, Sam, “Finance and American Empire”, in Panitch, Leo, Konings, Martijn (a cura di), *American Empire and the Political Economy of Global Finance*, Palgrave Macmillan, London, 2009, pp. 25–44, https://doi.org/10.1057/9780230227675_2.

Penrose, Edith Tilton, *The Theory of the Growth of the Firm*, Oxford University Press, Oxford, 2009, ISBN 9780199573844.

Phillips, A. W., “The Relation between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861–1957”, *Economica*, 25, n. 100, 1958, pp. 283–299, <https://doi.org/10.2307/2550759>.

Pitteloud, Sabine, “Have Faith in Business: Nestlé, Religious Shareholders, and the Politicization of the Church in the Long 1970s”, *Enterprise & Society*, 25, n. 3, 2024, pp. 699–727, <https://doi.org/10.1017/eso.2023.7>.

Pitteloud, Sabine, “Industrie-Holding: Creating a Community of Interest among Swiss ‘Multinationals’”, *Schweizerische Zeitschrift für Geschichte*, 69, n. 3, 2019, pp. 410–411, <https://doi.org/10.24894/2296-6013.00045>.

Pitteloud, Sabine, “Let’s Coordinate! The Reinforcement of a ‘Liberal Bastion’ within European Industrial Federations, 1978–1987”, *Business History*, 65, n. 2, 2023, pp. 345–365, <https://doi.org/10.1080/00076791.2021.1905797>.

Pitteloud, Sabine, *Les multinationales suisses dans l’arène politique (1942–1993)*, Librairie Droz, Genève, 2022, <https://doi.org/10.47421/droz63289>.

Poitras, Geoffrey, “From Antwerp to Chicago: The History of Exchange-Traded Derivative Security Contracts”, *Revue d’Histoire des Sciences Humaines*, 20, n. 1, 2009, pp. 11–50, <https://doi.org/10.3917/rhsh.020.0011>.

Preeg, Ernest H., “The Uruguay Round Negotiations and the Creation of the WTO”, in Martin Daunt, Amrita Narlikar, and Robert M. Stern (a cura di), *The Oxford Handbook on The World Trade Organization* (2012; online edn, Oxford Academic, 21 Nov. 2012), pp. 122–138, <https://doi.org/10.1093/oxfordhb/9780199586103.013.0007>

Rabinovich, Joel, Reddy, Niall, “Corporate Financialization: A Conceptual Clarification and Critical Review of the Literature”, *Review of Political Economy*, 38, suppl. 1, 2026, pp. 208–233, <https://doi.org/10.1080/09538259.2025.2510696>.

Reichart, Alexandre, Slifi, Abdelkader, “The Influence of Monetarism on Federal Reserve Policy during the 1980s”, *Cahiers d’économie politique / Papers in Political Economy*, n. 70, 2016, pp. 107–150, <https://www.jstor.org/stable/cahieconpolipape.70.107>.

Rey, Hélène, “Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence”, *NBER Working Paper*, 21162, 2015, <https://doi.org/10.3386/w21162>.

Riddell, J. Barry, “Things Fall Apart Again: Structural Adjustment Programmes in Sub-Saharan Africa”, *The Journal of Modern African Studies*, 30, n. 1, 1992, pp. 53–68, <http://www.jstor.org/stable/161046>.

Rumelt, Richard P., *Strategy, Structure, and Economic Performance*, ed. riveduta, Harvard Business School Press, Boston, 1986, ISBN 9780875841267.

Salento, Alessandro, “The Financialization of Companies in Italy”, *Oñati Socio-Legal Series*, 6, n. 3, 2014, pp. 795–815, <https://opo.iisj.net/index.php/osls/article/view/460>.

Sawyer, Malcolm, “What Is Financialization?”, *International Journal of Political Economy*, 42, n. 4, 2013, pp. 5–18, <http://www.jstor.org/stable/24696306>.

Schumpeter, Joseph A., *The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle*, Harvard University Press, Cambridge (Mass.), 1934, ISBN 9780674879904.

Seo, Hwan Joo, Kim, Han Sung, Kim, Yoo Chan, “Financialization and the Slowdown in Korean Firms’ R&D Investment”, *Asian Economic Papers*, 11, n. 3, 2012, pp. 35–49, https://doi.org/10.1162/ASEP_a_00160.

Slobodian, Quinn, *Globalists: The End of Empire and the Birth of Neoliberalism*, Harvard University Press, Cambridge, MA, 2018, ISBN 9780674244849.

Song, Bo, Yang, Xiandong, Xu, Yao, “The Impact of Financial Asset Allocation on Firms’ Total Factor Productivity: Evidence from China’s Non-Financial Companies”, *Sustainability*, 17, n. 1, 2025, art. 96, <https://doi.org/10.3390/su17010096>.

Stein, Judith, *Pivotal Decade: How the United States Traded Factories for Finance in the Seventies*, Yale University Press, New Haven, 2010, ISBN 9780300118186.

- Stockhammer, Engelbert, “Financialization, Income Distribution and the Crisis”, *Investigación Económica*, 71, n. 279, 2012, pp. 39–70, <http://www.jstor.org/stable/42779220>.
- Stockhammer, Engelbert, *Financialization and the Global Economy*, Political Economy Research Institute, 2010, http://www.peri.umass.edu/fileadmin/pdf/working_papers/working_papers_201-250/WP240.pdf.
- Tang, Ke, Xiong, Wei, “Index Investment and Financialization of Commodities”, *NBER Working Paper*, 16385, 2010, <https://doi.org/10.3386/w16385>.
- Taylor, John B., “Discretion versus Policy Rules in Practice”, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 1993, pp. 195–214, DOI: [10.1016/0167-2231\(93\)90009-L](https://doi.org/10.1016/0167-2231(93)90009-L).
- Tobin, James, “The Monetarist Counter-Revolution Today: An Appraisal”, *The Economic Journal*, 91, n. 361, 1981, pp. 29–42, <https://doi.org/10.2307/2231692>.
- Tristan Auvray, Joel Rabinovich, “The financialisation–offshoring nexus and the capital accumulation of US non-financial firms”, *Cambridge Journal of Economics*, Volume 43, Issue 5, September 2019, Pages 1183–1218, <https://doi.org/10.1093/cje/bey058>.
- Tulum, Öner, Andreoni, Antonio, Lazonick, William, *From Financialisation to Innovation in UK Big Pharma: AstraZeneca and GlaxoSmithKline, Elements in Reinventing Capitalism*, Cambridge University Press, Cambridge, 2022, ISBN 9781009278188.
- Van Apeldoorn, Bastiaan, “Transnational Class Agency and European Governance: The Case of the European Round Table of Industrialists”, *New Political Economy*, 5, n. 2, 2000, pp. 157–181, <https://doi.org/10.1080/713687772>.
- van der Zwan, Natascha, “Making Sense of Financialization”, *Socio-Economic Review*, 12, n. 1, 2014, pp. 99–129, <https://doi.org/10.1093/ser/mwt020>.

Vines, David, Subacchi, Paola, “From the Bretton Woods System to the Global Non-System: The Trials and Tribulations of Slow Learning”, *Oxford Review of Economic Policy*, 39, n. 2, 2023, pp. 195–209, <https://doi.org/10.1093/oxrep/grad017>.

Volscho, Thomas, “The Revenge of the Capitalist Class: Crisis, the Legitimacy of Capitalism and the Restoration of Finance from the 1970s to Present”, *Critical Sociology*, 43, n. 2, 2017, pp. 249–266, <https://doi.org/10.1177/0896920515589003>.

Waine, Barbara, “Ownership and Security: Individualised Pensions and Pension Policy in the United Kingdom and the United States”, *Competition & Change*, 10, n. 3, 2006, pp. 321–337, <https://doi.org/10.1179/102452906X114401>.

Walter, Timo, Wansleben, Leon, “How Central Bankers Learned to Love Financialization: The Fed, the Bank, and the Enlisting of Unfettered Markets in the Conduct of Monetary Policy”, *Socio-Economic Review*, 18, n. 3, 2020, pp. 625–653, <https://doi.org/10.1093/ser/mwz011>.

Wellum, Caleb, “Energizing Finance: The Energy Crisis, Oil Futures, and Neoliberal Narratives”, *Enterprise & Society*, 21, n. 1, 2020, pp. 2–37, <https://doi.org/10.1017/eso.2019.26>.

Wilhelm, Lola, *Formulating Development: How Nestlé Shaped the Aid Industry*, Manchester University Press, Manchester, 2025, <https://doi.org/10.7765/9781526181008>.

Woll, Cornelia, “Global Companies as Agenda Setters in the World Trade Organization”, in Mikler, John (a cura di), *The Handbook of Global Companies*, 2013, <https://doi.org/10.1002/9781118326152.ch15>.

World Bank Group, 2026, <https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG?locations=CH>

Xu, Xiaodong, Mu, Yayu, Wang, Juan, “Corporate Risk and Financial Asset Holdings”, *Pacific-Basin Finance Journal*, 81, 2023, art. 102121, <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2023.102121>.

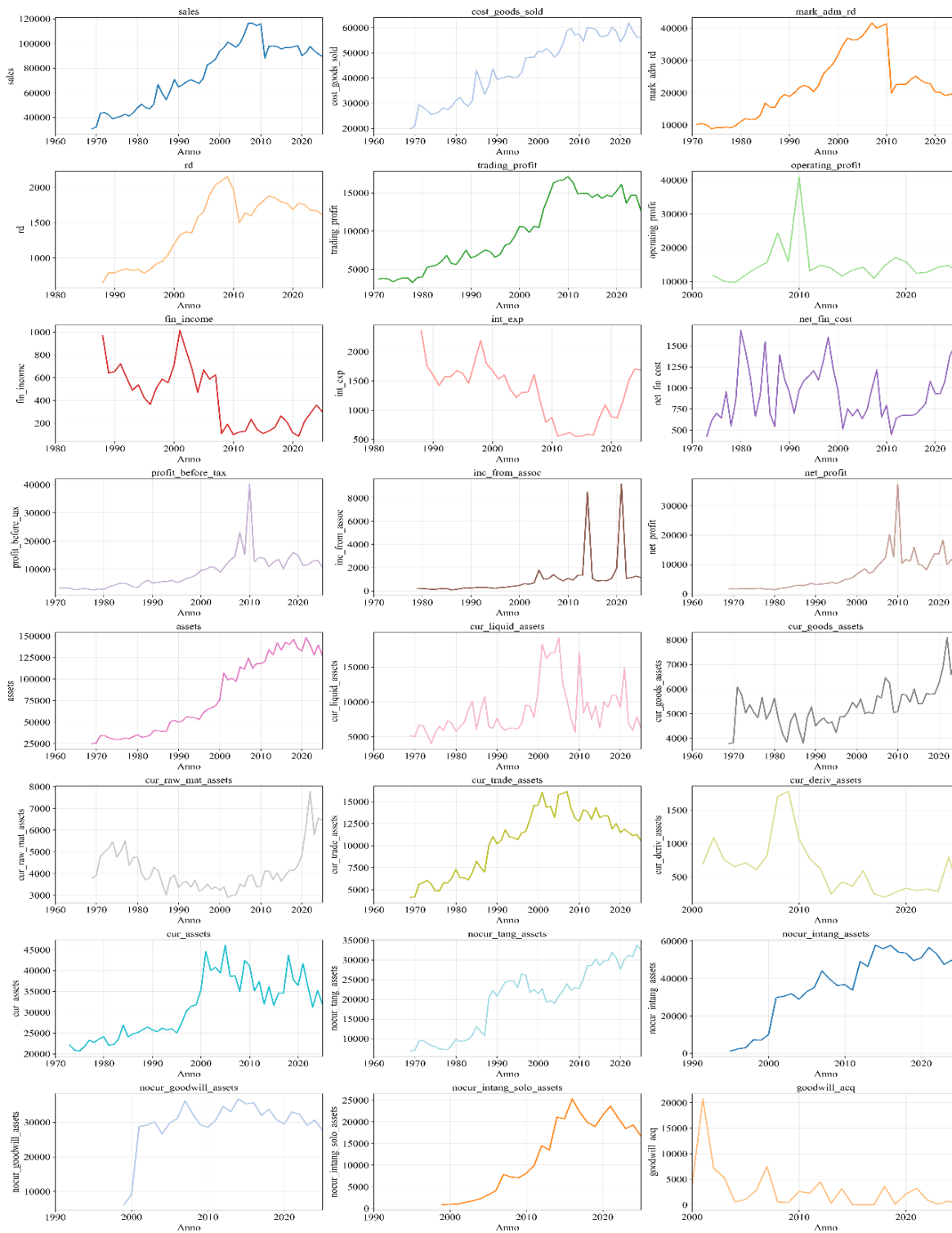
Zeiler, Thomas W., “The Expanding Mandate of the GATT: The First Seven Rounds”, in Daunton, Martin, Narlikar, Amrita, Stern, Robert M. (a cura di), *The Oxford Handbook on the World Trade Organization*, Oxford University Press, Oxford, 2012, <https://doi.org/10.1093/oxfordhb/9780199586103.013.0006>.

Zheng, Di, Yang, Guang, Lei, Lei, Li, Pinghua, “Feed-Back Effect or Crowding-Out Effect: The Influence of Financialization on the Main Business Performance of Real Enterprises”, *International Review of Economics & Finance*, 98, 2025, art. 103879, <https://doi.org/10.1016/j.iref.2025.103879>.

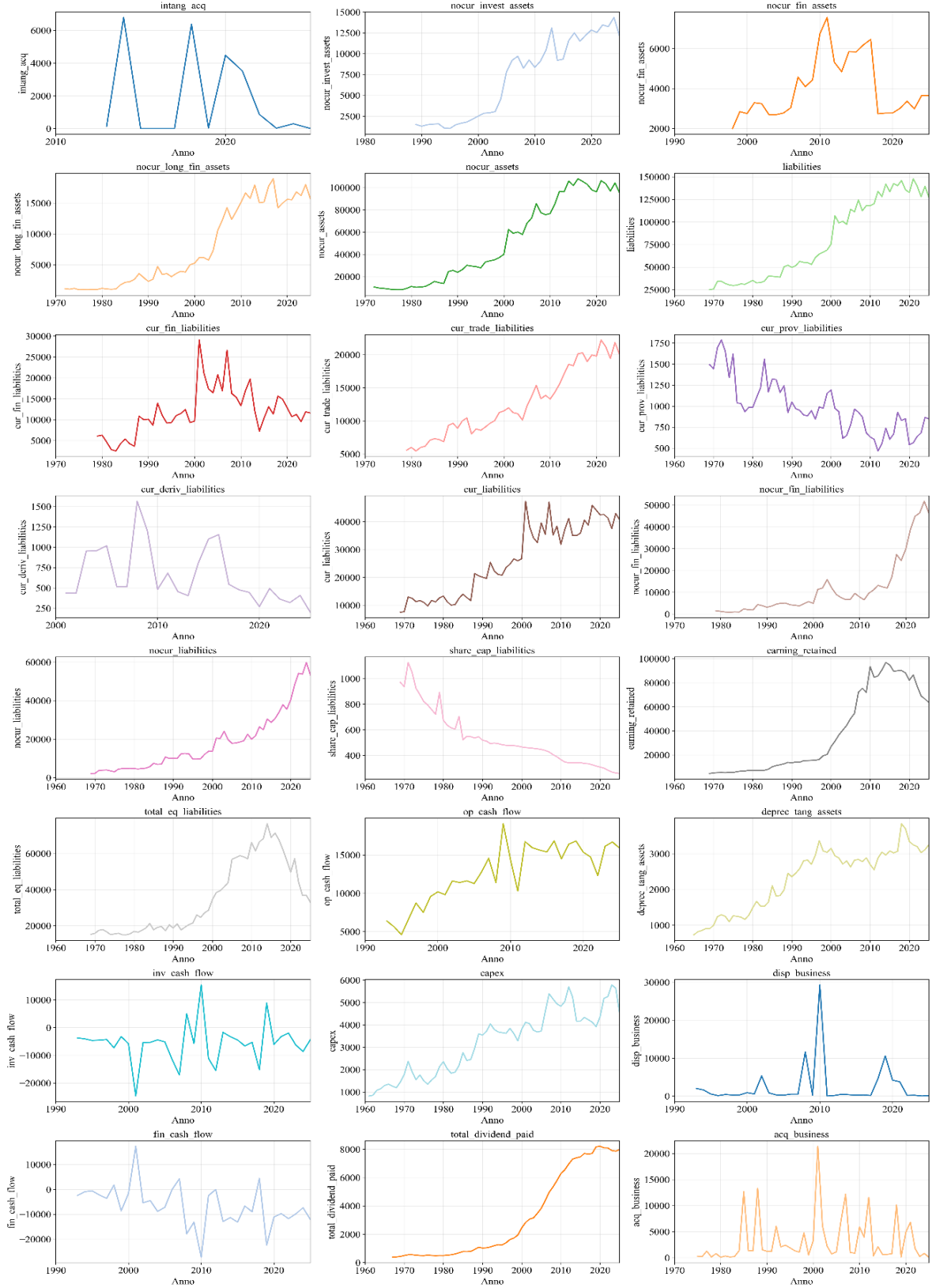
Zhu, Guanping, Hu, Wenxiu, Peng, Tao, Xue, Chaokai, “The Influence of Corporate Financialization on Asymmetric Cost Behavior: Weakening or Worsening”, *Journal of Business Economics and Management*, 22, n. 1, 2021, pp. 21–41, <https://doi.org/10.3846/jbem.2020.13634>.

Appendice

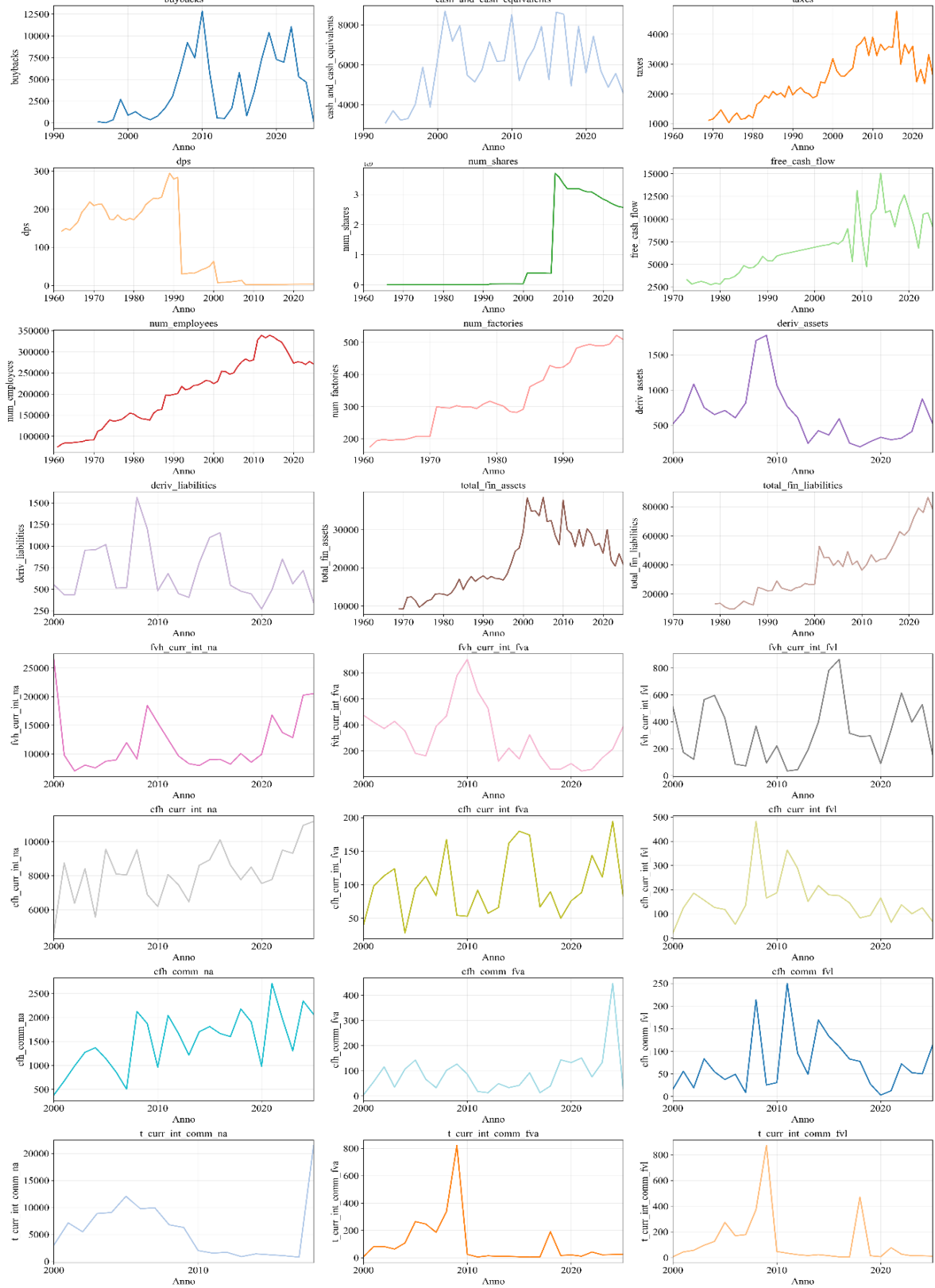
Andamento di tutte le variabili nel tempo (parte 1 di 3)



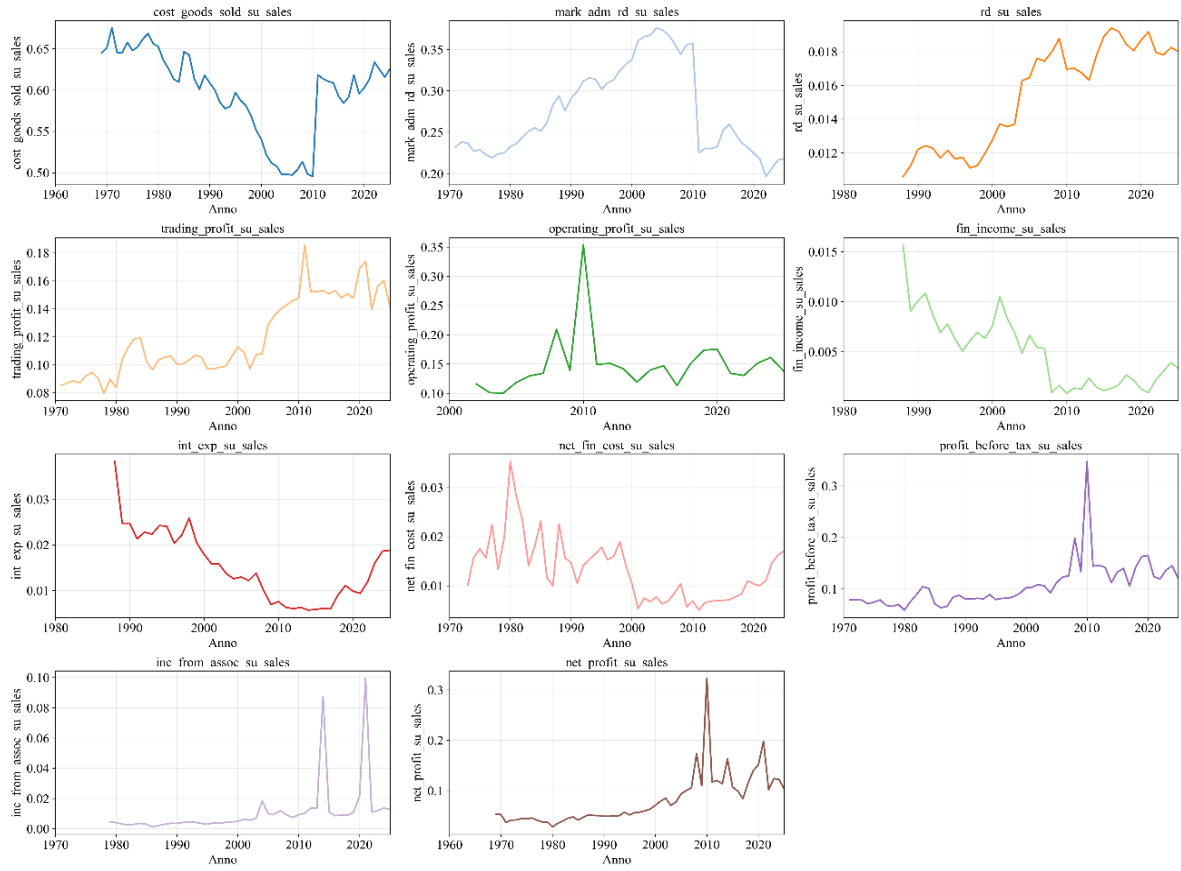
Andamento di tutte le variabili nel tempo (parte 2 di 3)



Andamento di tutte le variabili nel tempo (parte 3 di 3)



Andamento nel tempo delle voci di conto economico come quota di sales



Andamento nel tempo delle variabili come quota di assets

