



**UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA**

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI  
"M.FANNO"**

**CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN  
ECONOMIA E DIRITTO**

**TESI DI LAUREA**

***"STAKEHOLDER MANAGEMENT, CORPORATE GOVERNANCE E  
PERFORMANCE ECONOMICO-FINANZIARIE: EVIDENZE  
EMPIRICHE NEL SETTORE LUXURY"***

**RELATORE:**

**CH.MO PROF. Boesso Giacomo**

**LAUREANDA: Michela Italia Loconsolo  
MATRICOLA N. 1206561**

**ANNO ACCADEMICO 2020 – 2021**

Il candidato dichiara che il presente lavoro è originale e non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere.

Il candidato dichiara altresì che tutti i materiali utilizzati durante la preparazione dell'elaborato sono stati indicati nel testo e nella sezione "Riferimenti bibliografici" e che le eventuali citazioni testuali sono individuabili attraverso l'esplicito richiamo alla pubblicazione originale.

*The candidate declares that the present work is original and has not already been submitted, totally or in part, for the purposes of attaining an academic degree in other Italian or foreign universities. The candidate also declares that all the materials used during the preparation of the thesis have been explicitly indicated in the text and in the section "Bibliographical references" and that any textual citations can be identified through an explicit reference to the original publication.*

Firma dello studente

---

# INDICE

<b>INTRODUZIONE</b>	<b>6</b>
<b>CAPITOLO 1 – <i>STAKEHOLDER MANAGEMENT</i>: DALLE PRIME TEORIE ALL’IMPORTANZA DELLA RESPONSABILITÀ SOCIALE D’IMPRESA NELLA SOCIETÀ ODIERNA</b>	<b>12</b>
1.1 <i>Stakeholder Theory</i> e teorie ispiratrici	13
1.1.1 Freeman e il suo contributo al processo di gestione strategico	15
1.2 Le caratteristiche che rendono la <i>Stakeholder Theory</i> adattabile a tutti i tipi di organizzazioni aziendali	17
1.3 Le definizioni di <i>stakeholder</i> : autori e periodi storici	20
1.3.1 Categorie di <i>Stakeholder</i> : attributi e loro combinazioni	24
1.4 Modelli per implementare la <i>Stakeholder Theory</i> : Triple Bottom Line, RDAP Scale e Balanced Scorecard	26
1.4.1 Reporting sulle performance aziendali: l’evoluzione nel tempo	29
1.5 Critiche e debolezze della <i>Stakeholder Management Theory</i>	31
<b>CAPITOLO 2 – I MODELLI DI CAPITALISMO SOCIETARIO COME STRUMENTO PER LA GESTIONE DEGLI INTERESSI DEGLI <i>STAKEHOLDER</i></b>	<b>34</b>
2.1 Origine ed evoluzione della <i>Corporate Governance</i>	34
2.2 I modelli di capitalismo principali e modelli ibridi	38
2.2.1 Sistemi di amministrazione e controllo	43
2.3 Definizioni e concezioni di <i>Corporate Governance</i>	47
2.3.2 <i>Outsider e Insider System</i>	50
2.4 Principali strumenti di <i>Corporate Governance</i> per la gestione degli interessi degli <i>stakeholder</i>	52

<b>CAPITOLO 3 – ANALISI EMPIRICA: RICERCA DI UNA ASSOCIAZIONE TRA PERFORMANCE ECONOMICO-FINANZIARIE, <i>GOVERNANCE</i> E <i>STAKEHOLDER MANAGEMENT</i></b>	<b>56</b>
3.1 Il settore del Lusso: motivazioni della scelta	56
3.2 Il campione di riferimento	59
3.3 Le variabili rilevanti per la ricerca	60
3.3.1 Variabili rappresentative per la <i>stakeholder theory</i>	61
3.3.2 Variabili relative ai modelli di <i>governance</i> e legate allo <i>stakeholder approach</i>	63
3.4 Ipotesi di ricerca	67
<b>CAPITOLO 4 – ANALISI DEI DATI: IL MODELLO DI REGRESSIONE LINEARE MULTIPLO</b>	<b>69</b>
4.1 Selezione delle variabili per il rispetto dei requisiti <i>OLS</i>	69
4.2 Modelli di regressione mediante <i>stepwise</i> e lettura dei risultati	72
4.2.1 Modello di regressione <i>stepwise</i> : variabile dipendente livello di indebitamento	73
4.2.2 Modello di regressione <i>stepwise</i> : variabile dipendente variazione dei ricavi	78
4.3 Limiti dei modelli e spunti applicativi	82
<b>CAPITOLO 5 – ANALISI DEI DATI: MODELLO COMPLESSO</b>	<b>86</b>
5.1 Modello di regressione complesso	86
5.1.1 Modello di regressione complesso: variazione dei ricavi	87
5.1.2 Modello di regressione complesso: livello di indebitamento	91
5.2 Criticità e considerazioni dei modelli complessi	94
<b>CONCLUSIONI</b>	<b>97</b>
<b>RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI</b>	<b>101</b>



## Introduzione

“Non ha senso parlare di business senza parlare di etica. Non ha senso parlare di etica senza parlare di business. Non ha senso parlare né di etica, né di business senza parlare di essere umani.”<sup>1</sup> Con questo pensiero di Freeman, filosofo ed insegnante statunitense, vorrei introdurre il presente elaborato. Robert Edward Freeman è noto soprattutto per aver formulato per primo il concetto alla base della teoria degli *stakeholder* nel suo *paper* del 1984 intitolato “Strategic Management: A Stakeholder Approach”. Con la sua teoria, Freeman, evidenzia come qualsiasi organizzazione aziendale debba garantire una prestazione, anche se minima, a beneficio di tutti i portatori di interesse, siano essi portatori di capitale che dipendenti, fornitori, clienti o comunità con cui l’azienda opera. Questo concetto è senz’altro evidente nella citazione qui riportata e presente in un successivo elaborato del 2010 redatto con la collaborazione di Andrew Wicks e Jeffrey Harrison, entrambi studiosi di *management*.

Scopo principale di questo elaborato è la ricerca, all’interno del settore del lusso, mediante metodo empirico e utilizzo del modello di regressione lineare multiplo, di un’associazione tra performance economico-finanziarie, importanza attribuita dalle aziende ai propri *stakeholder*, anche diversi rispetto agli azionisti, e modello di *corporate governance* da queste adottato.

I primi studi circa gli *stakeholder* e sull’importanza in riferimento alla gestione dei loro interessi hanno origini non molto lontane, la teoria degli *stakeholder* e le definizioni ad essa legate risultano piuttosto recenti, soprattutto se confrontate con altre teorie manageriali ormai entrate a far parte del linguaggio comune e note anche a coloro che non hanno svolto studi in materie economico-aziendalistiche. Importante contributo per analizzare la risposta alle istanze sociali da parte delle aziende si ha nel 1977: Preston, ideando l’omonima matrice-schema, identifica le fasi del coinvolgimento aziendale degli *stakeholder* sulla base del riconoscimento di un problema per questi ultimi, la pianificazione e la realizzazione di risposte in virtù delle problematiche riscontrate. È qui che vengono gettate le basi della cd. *Corporate Social Responsibility* (di qui anche come CSR) e delle ricerche di carattere empirico sulla *Corporate Social Performance*. Teorie e analisi legate alla gestione degli interessi di soggetti diversi dai portatori di capitale hanno, col passare degli anni, assunto maggior rilevanza. Complici le questioni legate all’ambiente, alla tutela dei diritti umani e altre di carattere etico-morale, le

---

<sup>1</sup> Freeman et al. 2010 “*Stakeholder Theory, The State of the Art*”, Cambridge University Press.

attenzioni della società odierna, soprattutto dei giovani, circa il *modus operandi* delle società e il loro impatto socio-ambientale, non solo in termini economico-finanziari, sono aumentate in modo esponenziale. Tali variabili costituiscono infatti elementi rilevanti anche per le decisioni di acquisto. Non a caso si assiste negli ultimi anni ad una crescente informativa di carattere sia quantitativo che qualitativo verso l'esterno da parte delle organizzazioni aziendali, non solo da parte delle quotate, obbligate a produrre tali informazioni, ma anche da parte di società che non si rivolgono al mercato del capitale di rischio per reperire nuove risorse finanziarie e in quanto tali non sottoposte a specifici regolamenti volti a rendere obbligatoria la comunicazione circa la responsabilità sociale d'impresa.

Nella prima parte dell'elaborato verranno definite le diverse teorie degli *stakeholder* e la *stakeholder management*, la definizione data dai diversi autori e in diversi periodi agli *stakeholder*, le teorie susseguite alla teoria degli *stakeholder* e ad essa ispirate, in particolare la *Corporate Social Responsibility* e gli strumenti aziendali più idonei per una migliore gestione delle interazioni tra organizzazione aziendale e *stakeholder*. Gli *stakeholder* e le teorie ad essi collegate, hanno ricoperto negli ultimi anni sempre maggiore importanza, non solo come soggetti che subiscono passivamente le decisioni aziendali ma, sempre di più, come attori coinvolti, anche se indirettamente, nei processi di pianificazione strategica aziendale. A fronte dei cambiamenti circa la sensibilità alle tematiche socio-ambientali da parte dei consumatori ai quali le aziende offrono i propri servizi e beni, rileva in maniera considerevole la programmazione del coinvolgimento da attuare nei confronti degli *stakeholder* anche tenendo conto del loro grado di importanza e relativa classificazione nella cd. Matrice degli *Stakeholder*. Tutto ciò risulta ascrivibile anche al cd. *Stakeholder Engagement* oltre che alla mera identificazione di soggetti diversi dagli azionisti come percettori dei risultati aziendali. Il miglioramento delle relazioni tra organizzazioni aziendali e *stakeholder* rileva anche in relazione al livello di performance non economico-finanziarie essendo, come suddetto, la società verso cui l'organizzazione aziendale si rivolge attenta a variabili di tipo etico e ambientale ancor prima di quelle puramente finanziarie, legate alla quota di mercato detenuta da una determinata azienda, anche semplicemente per le scelte d'acquisto. Complice la globalizzazione dei mercati, la *stakeholder management* ha accresciuto la sua rilevanza. Oggi, a differenza di poco più di un decennio fa, un'organizzazione aziendale, anche per aumentare la propria competitività nel settore in cui opera, non deve avere quali unici fattori rilevanti per il proprio business il comportamento o i desideri dei consumatori del Paese-Comunità in cui

opera. La capacità predittiva in merito ai bisogni dei consumatori direttamente prossimi alla propria attività, dovrebbe considerare anche gli interessi di coloro che vivono in luoghi diversi ma che comunque potrebbero entrare a far parte del portafoglio clienti dell'organizzazione. Se si considera poi l'effetto amplificatore dei *social media*, è ovvio che l'informativa data dai *social media influencers*, circa il grado di importanza attribuito da un'azienda a una particolare tematica, riesce ad avere un impatto molto ampio e immediato rispetto al passato. La comunicazione attuata con l'utilizzo dei *social* implica un cambiamento delle opinioni e dei comportamenti di acquisto di consumatori che vivono oltreoceano, siano essi attuali clienti che futuri e, in quanto tali, capaci di avere un impatto sulle performance di carattere economico-finanziario delle società. Alla luce di queste considerazioni, risulta evidente come la gestione degli interessi degli *stakeholder* assuma oggi notevole importanza e come la stessa abbia un valore tale tanto da dover essere considerata appieno all'interno delle scelte strategiche tipiche di qualsiasi azienda al pari di scelte strategiche di carattere finanziario, organizzative e di marketing. Per tali motivi la comunicazione dei risultati aziendali raggiunti non può prescindere più dalla sola materia economica, occorre che le società comunichino all'interno e all'esterno dell'organizzazione, i risultati raggiunti dal punto di vista qualitativo.

Nella parte finale del capitolo verrà dedicato spazio al principale strumento che le organizzazioni hanno a loro disposizione per rendere noto ai diversi *stakeholder* del raggiungimento di obiettivi di carattere sia quantitativo ma soprattutto di carattere qualitativo: la Dichiarazione di Carattere Non Finanziari, documento derivante direttamente dal Bilancio d'Esercizio. A conferma dell'importanza della *stakeholder management*, anche dal punto di vista istituzionale-regolatorio, verrà fatto un breve accenno sull'evoluzione che i documenti di rendicontazione hanno subito, passando dal semplice bilancio di esercizio all'*integrated report* utilizzato oggi da molteplici società contenente informazioni tanto di carattere economico-finanziario che informazioni in materia di sistemi di *governance*, di controllo interno ed esterno, di obiettivi di carattere socio-ambientale.

La definizione e crescita valoriale della responsabilità sociale di impresa, verrà esaminata inoltre in relazione al modello o al sistema di *corporate governance* adottato da parte delle organizzazioni aziendali. Per tali motivi nella seconda parte dell'elaborato verrà evidenziato lo stretto legame esistente tra *corporate governance* e *stakeholder management* in virtù dei diversi strumenti di governo di cui può avvalersi ogni organizzazione per incidere in modo positivo sulla corretta gestione degli interessi di tutti gli *stakeholder*.

Nel secondo capitolo del presente elaborato, dopo aver descritto le origini e l'evoluzione della *corporate governance*, i diversi modelli di capitalismo, focalizzandosi sui principali quali il renano, latino e anglosassone, verranno descritti brevemente i modelli di *insider* e *outsider system* i quali incidono a loro volta non solo sul modello di amministrazione e controllo delle società ma anche sul modo in cui avviene il sistema di monitoraggio e quindi di controllo sull'operato dell'organo di gestione. L'analisi degli avvenimenti storici che hanno portato il fallimento di numerose società e in generale del sistema economico, risulterà utile per delineare quali sono state le inefficienze e strutturare un modello di *governance* aziendale tale da impedire la replica degli effetti di tali eventi in futuro. Come ogni avvenimento storico, anche gli eventi legati all'economia, sono destinati a ripetersi. Lo studio degli accadimenti e la conferma nella prassi, indicano che il susseguirsi degli eventi quali crisi economico-finanziarie e bolle speculative, siano indice di inefficienza, di mancanza di corretti strumenti o di utilizzo scorretto degli strumenti implementati da Governi e Mercato per il governo societario, soprattutto in riferimento ad aziende di grandi dimensioni e multinazionali caratterizzate dalla presenza di asimmetria informativa tra proprietà e *management*. Se da un lato l'avvento della globalizzazione ha effetti positivi in termini di abbattimento di barriere spazio-temporali tra le organizzazioni aziendali e maggiore fruibilità di informazioni, dall'altro è proprio per effetto dell'assottigliarsi di tali barriere che si addiuvine al cd. effetto domino. Quest'ultimo si manifesta quando l'entrata in stato di crisi, reversibile o meno, o il fallimento di una società genera un effetto analogo per società collegate alla prima. Emerge quindi come i modelli di *Corporate Governance*, implementati all'interno delle singole organizzazioni, debbano essere considerati come elementi rilevanti a livello globale senza per questo tralasciare le caratteristiche del sistema economico e i fattori sociali tipici dei vari Paesi in cui una determinata società opera. L'opinione di molti studiosi in tema di *governance* mira a ricercare e omologare un sistema di *Corporate Governance* che, a livello nazionale e internazionale, renda uniformi i sistemi di controllo e di vigilanza, siano essi interni che esterni, senza perdere di vista il motivo principale della *corporate governance*: assicurare e tutelare la corretta gestione degli interessi dei soggetti coinvolti nell'attività di impresa. Verranno messe in luce le differenti modalità di gestione degli interessi degli *stakeholder* tramite i diversi strumenti di *Corporate Governance* che un'organizzazione può implementare all'interno del proprio modello di business.

Gli interessi degli *stakeholder*, siano essi portatori di capitale o di interessi diversi, hanno differente modalità di gestione e rilevano in modo distinto a seconda del modello di *corporate*

*governance* adottato. È noto infatti come per le organizzazioni aziendali che operano tramite modello di *governance* anglosassone i portatori di capitale, cd. *shareholder*, assumono una posizione di vertice nella scala di rilevanza degli *stakeholder* o meglio, sono gli unici portatori di interesse degni di tutela. Per le aziende che adottano un modello di *governance* latino gli *stakeholder* di minoranza, anche se comunque portatori di capitale, risultano la maggior parte delle volte esclusi dal processo decisionale, tutto ciò per aumentare il potere di cui già dispongono gli azionisti di maggioranza. Modello di *governance* che sembrerebbe più attento alla tutela degli interessi di *stakeholder* diversi dagli azionisti è il renano, utilizzato nelle organizzazioni di diritto tedesco e giapponese che da sempre coinvolgono nel processo decisionale i propri lavoratori, prevedendo la presenza di un comitato da essi composto all'interno dell'organo amministrativo aziendale. Aspetti rilevanti ai fini della ricerca empirica del presente elaborato, oltre al modello di capitalismo societario, risultano essere gli strumenti di governo societario che le varie organizzazioni scelgono di implementare per un sistema di *governance* più incline a un modello di business connotato dallo *stakeholder approach* piuttosto che di un approccio rivolto agli interessi dei soli *shareholder*. Per tale motivo, dopo l'analisi della letteratura relativa ai modelli di *governance*, verranno evidenziati i legami tra strumenti di *governance* e *stakeholder management*, strumenti che verranno utilizzati quali variabili esplicative del modello di regressione lineare, utile alla domanda di ricerca.

Nella terza parte dell'elaborato verrà descritta l'analisi e il metodo statistico utilizzato per rispondere alla domanda di ricerca sopra esposta. Scopo dell'elaborato è infatti cercare un'associazione, tramite analisi statistica con modello di regressione lineare, tra le performance economico-finanziarie, la *stakeholder management* e i modelli di *governance* delle società che costituiscono il campione indagato. L'analisi verrà condotta sui dati quali-quantitativi di 60 società appartenenti al settore *luxury*, in particolare società operanti nella moda, *jewellery*, *parfums*, *cosmetics*, *automotive* e di produzione di yacht. Per ogni società, tramite *Annual Report*, Codici di Condotta, Relazioni di *Governance* e *Sustainability Report*, sono state ricavate le variabili di interesse che saranno utilizzate quali variabili dipendenti e indipendenti del modello di regressione. Oltre alle variabili attinenti *governance*, *stakeholder management* e performance economico-finanziarie, sono state prese in considerazione anche variabili in grado di identificare il livello dimensionale delle società oggetto di indagine. Successivamente i modelli proposti verranno implementati con variabili riferite a settore e Paese in cui operano le società costituenti il campione in modo da poter analizzare con maggior grado di dettaglio le

evidenze empiriche risultanti. La scelta del settore merceologico su cui strutturare l'analisi è dovuta principalmente dal fatto che il settore del lusso e in particolare quello della moda, è stato interessato negli ultimi anni da un cambiamento di rotta nelle strategie di business proprio in virtù dell'accresciuta sensibilità riguardo alla tutela di diritti umani e dell'ambiente da parte dei consumatori. Dall'analisi dei principali documenti aziendali, è emerso come temi legati al sociale, all'ambiente e allo sviluppo sostenibile, abbiano assunto maggiore rilievo nei modelli di business e nell'identificazione degli obiettivi aziendali. Tale cambiamento può essere attribuito, oltre che alla consapevolezza dell'importanza delle tematiche sopra riportate da parte dell'imprenditore (nel settore del lusso la struttura azionaria è per la maggior parte concentrata e l'azionista di riferimento risulta il fondatore dell'impresa o rappresentato da suoi diretti discendenti), alla società odierna, soprattutto la fascia di popolazione fino a 30 anni, i cd. *Millennials*, *Generation Z* e *Generation Alpha*, poiché molto più attenti e sensibili alle tematiche riguardo l'ambiente e la tutela dei diritti umani rispetto le generazioni precedenti. Se lo scopo principale per un'impresa è quello di generare rendimenti per i propri investitori, è inevitabile che le questioni particolarmente rilevanti per i propri *stakeholder* debbano rientrare nella loro sfera di interessi al pari di quelle economico-finanziarie. Se non per propria sensibilità, anche le società del settore del lusso hanno la necessità di rivoluzionare il loro business per fidelizzare la clientela già acquisita e da acquisire. In tal modo potranno aggiudicarsi un importante vantaggio competitivo tanto con i *competitors* che hanno già implementato nel loro business dei modelli organizzativi e produttivi in linea con i criteri ESG<sup>2</sup> quanto con coloro che non hanno ancora considerato l'importanza delle istanze sociali. Dopo aver descritto le motivazioni alla base della scelta del settore da analizzare, le società costituenti il campione e aver descritto variabili di interesse, verrà approfondita la metodologia di analisi e i risultati prodotti dalla stessa.

---

<sup>2</sup> *Environmental, Sociale and Governance*; criteri utilizzati per valutare rispettivamente l'impatto ambientale, sociale e di governance delle aziende.

## **Capitolo 1 – *Stakeholder Management*: dalle prime teorie all'importanza della Responsabilità Sociale d'Impresa nella società odierna**

La teoria degli *stakeholder* ha origini recenti, le prime definizioni di *stakeholder* risalgono ai primi anni '60 quando viene definito il concetto di “portatore di interesse”.

Coloro che risultavano possessori di capitale vennero identificati come *stockholder* mentre, i soggetti possessori di interessi diversi, ovvero poste in gioco all'interno del processo decisionale, presero il nome di *stakeholder*. Alla luce di quest'ultima definizione letterale, emerge come possano essere ricondotti alla categoria di *stakeholder* una moltitudine di soggetti: dagli istituti di credito a coloro che forniscono beni e servizi attinenti all'attività operativa d'impresa, dai singoli lavoratori ai clienti a cui una determinata organizzazione aziendale si rivolge, dallo Stato e i diversi enti ad esso riconducibili, quali *stakeholder* pubblici, alle comunità e luoghi in cui le aziende operano. Gli esponenti delle teorie sugli *stakeholder* e, più in generale sulle teorie circa la gestione dei loro interessi, si distinguono non solo a seconda del periodo storico di riferimento ma soprattutto per la classificazione che viene data agli stessi, la definizione e il grado di importanza attribuitagli.

La teoria degli *stakeholder* si pone in contrasto alla teoria di creazione di valore per gli azionisti poiché con la prima il valore creato da un'organizzazione aziendale ha validità anche per soggetti diversi dai portatori di capitale; con la seconda invece, obiettivo principale - alle volte unico - è la creazione di profitto tale da poter remunerare gli azionisti indipendentemente dalle modalità con le quali il valore è stato creato. Alla teoria di creazione di valore per gli *stakeholder*, è riconducibile la nascita di tre correnti di studi complementari tra di loro: *Business Ethics*, basati su codici etici, con lo scopo di alleviare i dilemmi etici anche tramite l'attività aziendale; *Corporate Social Responsibility*, attenti alla responsabilità che hanno le aziende su questioni sociali ed etiche e, infine, la *Stakeholder Theory* quale dottrina in grado di definire non solo gli *stakeholder* ma il processo attraverso il quale equilibrare gli interessi di tutti i portatori di interesse e creare un sistema di misurazione delle performance in grado di poter rendere noto l'operato delle organizzazioni aziendali all'esterno.

In merito a questi tre filoni di studi emergono però dilemmi circa la definizione di etica e di responsabilità. In particolare, gli studi di *Business Ethics* sono incentrati sull'analisi e sull'identificazione di pratiche e processi decisionali da seguire. Tramite i codici di condotta e i codici etici vengono delineate le linee guida a cui una determinata organizzazione deve sottostare per non incorrere in questioni legali rilevanti. In merito alla CSR non sono mancate

critiche legate alla definizione della stessa, se debba esistere o meno un confine tra responsabilità sociale e responsabilità economica essendo quest'ultima la variabile principale alla quale le aziende, al di fuori delle no-profit, sono particolarmente attente.

Verso la metà degli anni '80 nasce la teoria degli *stakeholder* anche se già negli anni '30 in molti hanno tentato di dare una definizione ed elencazione ai diversi portatori di interesse. Nel 1983, Robert Edward Freeman, riconosce la rilevanza degli *stakeholder* per le organizzazioni aziendali e di come i loro diritti e pretese non possano essere sottovalutate essendo pienamente legittime al pari di quelle degli azionisti. Dopo la prima definizione di Freeman, numerosi sono coloro che hanno contribuito ad accrescere la letteratura circa l'importanza della gestione degli interesse degli *stakeholder* anche se la definizione più ampia e completa risulta essere proprio quella di colui che per primo ha definito i "possessori di poste in gioco".

Concetti, teorie, definizioni e lavori noti in letteratura potrebbero sembrare astratti e poco legati alla realtà ma, se si pensa all'evoluzione che ha avuto l'opinione pubblica in merito alle attività aziendali e all'attenzione circa il modo con il quale viene creato valore dalle stesse, ci si rende conto che questo tema risulta molto attuale e sentito. Soffermandosi anche solo sui consumatori, anch'essi *stakeholder*, è lampante come la loro opinione in merito a una determinata azienda possa essere rilevante anche in termini di performance economiche. La modalità con la quale le aziende operano risulta oggi più rilevante rispetto al passato, la teoria degli *stakeholder* e lo *stakeholder management* è infatti più attuale che mai, complice l'importanza che è attribuita all'ambiente e al rispetto dei diritti umani da parte della popolazione odierna. Per tali motivi la *stakeholder management* assume maggiore importanza e non è affatto errato considerarla quale variabile rilevante anche per le decisioni di investimento da parte dei grandi e piccoli investitori nel mercato del capitale di rischio.

### **1.1 Stakeholder Theory e teorie ispiratrici**

Con la pubblicazione, nei primi degli anni '80, di R. Edward Freeman "Strategic Management: A Stakeholder Approach", vengono gettate le basi dello *stakeholder management* come strategia aziendale emergente. Scopo del lavoro di Freeman e di altri autori è dare impulso alla costruzione di un *framework* tale da poter rispondere alle preoccupazioni del *management* che in quel periodo subivano colpi senza precedenti a causa dei cambiamenti legati ad ambiente ed economia. Come affermava Freeman, a fronte dei cambiamenti e delle nuove sfide che lo

sviluppo economico propone, le strategie aziendali e le teorie di gestione necessitavano di un'importante revisione.

Definendo gli *stakeholder* come “un gruppo o un individuo che può influire o essere influenzato dal raggiungimento degli obiettivi dell'impresa”, Freeman propone un nuovo concetto di strategia aziendale, diverso rispetto ai modelli aziendalistico-manageriali utilizzati tradizionalmente. Con lo *stakeholder management* e i suoi sviluppi futuri, si tenterà di gestire le molteplici relazioni tra società e gruppi di *stakeholder*.

Anche se l'approccio verso gli *stakeholder* ha raggiunto negli anni '80 il suo apice, l'idea di definire i portatori di interessi non è affatto nuovo: questo termine nasce nel 1963 con la definizione data dal Stanford Research Institute (di qui anche come SRI), ripresa da Freeman stesso. Il lavoro dello SRI ha influenzato il concetto di pianificazione e gettato le basi non solo per il lavoro di Freeman ma anche per quello di Igor Ansoff, noto per la matrice prodotto-mercato che porta il suo nome, strumento di marketing che permette di identificare le quattro strategie utili per incrementare il livello di business. L'obiettivo principe del lavoro dello Stanford Research Institute con la definizione di *stakeholder*, era quello di permettere alle società di identificare gli *stakeholder* (*shareholders*, fornitori, dipendenti, clienti, società...) in modo tale da supportare i successi aziendali nel lungo termine. Ansoff, nel 1965, in contrasto con la letteratura della pianificazione aziendale classica, sottolinea l'importanza di identificare gli *stakeholder* con posizioni rilevanti. Se per le teorie classiche gli *stakeholder* erano visti quali soggetti in grado di limitare molteplici obiettivi aziendali Ansoff, e più nello specifico il lavoro dello SRI, sostengono che la considerazione degli interessi degli *stakeholder* possa essere una strategia utile per massimizzare le performance aziendali soprattutto nel lungo termine.

La differenza fondamentale tra l'approccio utilizzato dallo SRI e la pianificazione aziendale classica è proprio il ruolo che viene riconosciuto agli *stakeholder*. La pianificazione aziendale classica si basa principalmente sulle previsioni dei trend di mercato e sull'identificazione da parte del *management* della migliore strategia per massimizzare la posizione aziendale all'interno del settore in cui essa opera. Questa metodologia di pianificazione riconosce però solo astrattamente il ruolo degli *stakeholder* e la gestione dei loro interessi e nota sotto il nome di “teoria dell'agenzia” in cui i manager aziendali agiscono, appunto tramite mandato fiduciario, solo negli interessi dei proprietari e per la massimizzazione del profitto, cd. miopia manageriale.

A supporto della teoria degli *stakeholder*, nel 1974 con il lavoro di Russell Ackoff e C. West Churchman, viene sviluppata la teoria dei sistemi la quale descrive le organizzazioni aziendali come sistemi aperti essendo parte di una complessa rete di relazioni e non come singole e autonome entità economiche. Anche la teoria dei sistemi identifica le interconnessioni tra *stakeholder* e organizzazioni come approccio fondamentale per risolvere i problemi aziendali e non come ostacolo agli obiettivi di business. Alla creazione di un *network* esterno ed interno all'azienda vi è il contrasto assoluto delle organizzazioni che mirano all'ottimizzazione delle strategie individuali. Nel 1960 vengono sviluppati anche concetti legati alla tradizionale teoria dell'organizzazione. Nel 1967 Thompson introduce il concetto di clientela allora al di fuori del confine tradizionale, autonomo e indipendente, delle organizzazioni aziendali, enfatizzando sull'importanza dell'ambiente esterno per lo sviluppo del business aziendale. La teoria dell'organizzazione e quella dei sistemi soffrono però di limiti applicativi innanzitutto per via della difficoltà di incorporare il concetto di collettività all'interno dell'azienda-autonoma e poi a causa della mancanza di approccio strategico una volta che i problemi legati al business erano stati identificati. Per tali motivi, queste due teorie e i concetti ad esse riconducibili, vengono associate alle strategie di business delle aziende monopolistiche pubbliche nelle quali l'obiettivo primario risulta essere la soddisfazione e il perseguimento dell'interesse pubblico. Le due teorie sopra descritte, anche se con limiti applicativi, sono comunque risultate utili alla comprensione dell'importanza di tutti gli *stakeholder* e della loro inclusione all'interno dei processi strategici aziendali.

### **1.1.1 Freeman e il suo contributo al processo di gestione strategico**

Come descritto precedentemente, la teoria degli *stakeholder* ha come obiettivo la revisione del modello di business delle organizzazioni aziendali tradizionali. Nei modelli di business, spesso, vengono ignorati gli interessi degli *stakeholder* o nella loro totalità oppure tramite esclusione degli interessi di alcuni *stakeholder* per favorire la soddisfazione di interessi appartenenti a un gruppo più vasto. Molte volte gli interessi che vengono soddisfatti sono quelli che richiedono minore sforzo soprattutto dal punto di vista etico e sociale in vista di una maggiore creazione di performance economico-finanziarie. In una società in cui i cambiamenti sono accelerati, i fabbisogni dei consumatori sono in continua evoluzione, un "approccio verso gli *stakeholder*" potrebbe risultare particolarmente utile. Cambiare il processo di creazione del valore da parte delle imprese, considerando e supportando gli interessi di coloro che possono influenzare le performance aziendali, permette di poter godere di buone performance non solo nel breve ma soprattutto nel lungo periodo. Ostacolare, o ancor peggio, non considerare gli interessi di questi

individui, al contrario, potrebbe dar luogo a delle risposte reattive negative da parte dei diversi portatori di interesse che ostacolerebbero in tal modo lo sviluppo dell'idea di business aziendale.

Secondo l'approccio originale di Freeman, il modello di impresa e dei diversi *stakeholder*, può essere riconducibile al sistema solare: l'azienda al centro del sistema e, come pianeti, i diversi portatori di interesse che le orbitano attorno e che interagiscono con la stessa. Le interazioni rappresentano le relazioni tra azienda e *stakeholder* atte alla realizzazione degli obiettivi aziendali. Invece il modello d'impresa classico era rappresentato quale semplice sistema di input-output nel quale fornitori di capitali, di beni e servizi e dipendenti, contribuivano all'immissione di input che, trasformati all'interno del processo aziendale, producevano output di cui beneficiavano solo i clienti.

Nella seguente Figura viene fornita una rappresentazione grafica per esprimere al meglio la differenza dei due modelli di business sopra descritti.

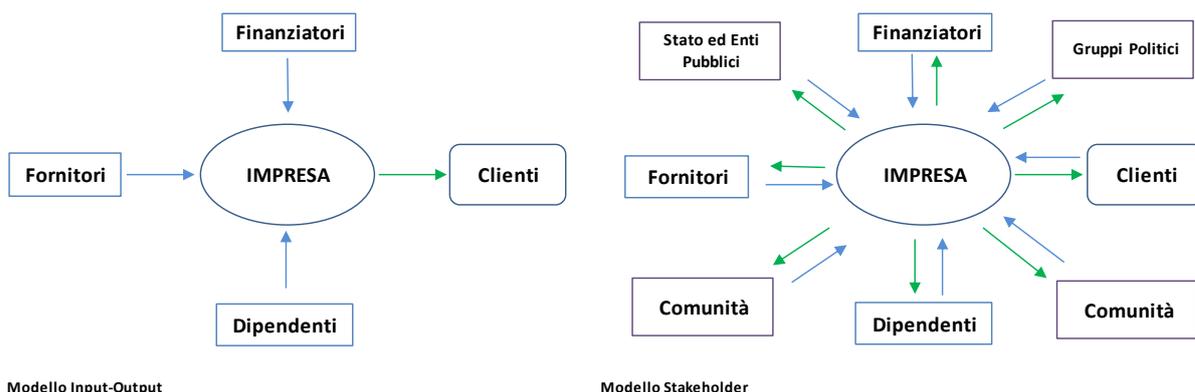


Figura 1: Differenza tra modello input-output e modello stakeholder. Fonte: elaborazione propria

Con un modello di business che considera gli *stakeholder* Freeman incoraggia il *management* a sviluppare strategie orientate al successo nel lungo periodo, è questa la particolare caratteristica della teoria degli *stakeholder* e più in generale della *stakeholder management* che dovrebbe consentire l'inversione di rotta nelle organizzazioni che ancora oggi basano il loro business su modelli di gestione input-output. Il cambio di rotta, verso un modello strategico nel quale il *management* pianifica le attività aziendali sulla base del valore che verrà attribuito dagli *stakeholder* sia nel breve che nel lungo periodo, consentirà all'organizzazione di sviluppare una relazione consolidata con i propri portatori di interesse e le permetterà inoltre di creare o

potenziare i cd. *switching cost*<sup>3</sup> utili alla creazione di vantaggio competitivo per l'azienda che utilizza un approccio *stakeholder-oriented*. L'approccio agli *stakeholder* secondo Freeman dovrebbe fare in modo che i portatori di interesse abbiano un'identità riconosciuta, al contrario delle definizioni di *stakeholder* che hanno caratterizzato la letteratura precedente, solo in questa maniera le attività aziendali potranno essere supportate nel lungo periodo e l'azienda potrà assicurarsi una sopravvivenza più duratura.

Freeman ha, con il suo contributo, sottolineato l'importanza di un approccio e di un modello di business aziendale più attento rispetto al passato agli interessi degli *stakeholder*. Il suo contributo è stato utile soprattutto in merito alle definizioni e alle diverse teorie che si sono susseguite. Queste ultime, come il lavoro dello SRI e dello stesso Freeman, hanno avuto un notevole impatto sia nel passato che nella società odierna nel rendere le organizzazioni aziendali da organizzazioni egoiste e caratterizzate dall'autonomia, a entità economiche molto più attente a ciò che è diverso rispetto alla mera creazione di profitto. A partire dal lavoro di Freeman, oltre alla creazione di valore in termini monetari, viene data molta importanza alle modalità con le quali le organizzazioni raggiungono determinate performance economico-finanziarie. Si contribuisce così alla creazione di un'importante fonte di vantaggio competitivo al pari delle altre: produzione di valore nel *modus* e non solo nel *quantum*.

## **1.2 Le caratteristiche che rendono la *Stakeholder Theory* adattabile a tutti i tipi di organizzazioni aziendali**

Thomas Donaldson e Lee E. Preston nel loro "The *Stakeholder Theory* of the corporation: Concepts. Evidence and Implications", nel 1995, delineano le giustificazioni sottostanti alla scelta della *Stakeholder Theory* come modello di gestione d'impresa piuttosto che altre teorie e modelli di gestione tradizionali. Il loro lavoro si basa su tre diversi approcci della teoria degli *stakeholder*: Descrittiva, Normativa e Strumentale. Il loro è stato un importante contributo al supporto della validità della teoria degli *stakeholder* per tutte le organizzazioni aziendali anche se i tre approcci sono tra loro differenti; inoltre, in aggiunta alle tre caratteristiche ve ne è un'altra: la managerialità.

---

<sup>3</sup> Anche noti come costi di transazione. Nel Marketing e nella letteratura attinente la strategia aziendale, vengono associati alla fidelizzazione del cliente e ricollegate a una fonte di vantaggio competitivo, rappresentando per l'azienda una barriera all'entrata.

Il primo attributo per la *stakeholder theory* è il suo essere una teoria descrittiva, la stessa descrive appunto la natura dell'organizzazione, i modi in cui i manager hanno pianificato le loro azioni, come i membri dell'organo amministrativo possono influire sugli interessi degli altri organi sociali e come le organizzazioni vengono effettivamente gestite. I primi a proporre l'attributo descrittivo alla teoria degli *stakeholder* furono Brenner e Cochran nel 1991: “la teoria degli *stakeholder* postula che la natura degli *stakeholder*, i loro valori, la loro relativa influenza e la natura della situazione sono tutte informazioni rilevanti per prevedere il comportamento dell'organizzazione”<sup>4</sup>. Alla luce della loro definizione risulta utile domandarsi quali siano gli strumenti più idonei per gestire i diversi *stakeholder* o i diversi gruppi a cui gli stessi appartengono. Appare qui utile accennare alla *Reactive-Difensive-Accomodative-Proactive Scale* di Carrol (di qui anche come RDAP Scale), alla Matrice di Preston e alla RDAP Scale modificata da Watrick e Cochran. Questi strumenti a disposizione del *management* verranno approfonditi nella parte conclusiva del presente capitolo.

Il secondo attributo identifica la teoria degli *stakeholder* come strumentale: tramite l'utilizzo di metodi empirici e analisi di diverso tipo, strumenti per l'appunto, la strategia aziendale risulta più attenta alla responsabilità sociale rispetto alle metodologie classiche e permette all'organizzazione di stabilire una connessione con gli *stakeholder*: attraverso interviste, *focus group*, e altri strumenti di marketing relazionale, viene ampliato il grado di coinvolgimento degli *stakeholder* all'interno del processo strategico. Kotter e Heskett, nel 1992, affermano che molte aziende che godono di buone performance economiche hanno implementato al loro interno un modello di business basato sulla teoria degli *stakeholder*, con un forte grado di coinvolgimento di clienti, dipendenti, azionisti e fornitori. Il terzo attributo è quello che riconosce la teoria degli *stakeholder* come normativa in quanto identifica la funzione dell'organizzazione, le linee guida, i codici di condotta e i codici etici per costruire all'interno dell'organizzazione un complesso di norme a cui i manager devono sottostare, in accezione positiva, per un migliore approccio agli *stakeholder*.

In sintesi, tutte le tre connotazioni attribuite negli anni alla teoria degli *stakeholder* risultano essere basate su lavoro di Freeman, ognuna di esse le attribuisce valore ma in modo differente:

---

<sup>4</sup>S. Brenner e P. Cochran, 1991. “The *Stakeholder* Theory of the Firm: Implications for business and society theory and research”.

- la teoria è descrittiva poiché consente l'analisi dell'operato delle aziende sia *ex-ante* che *ex-post*, permette, inoltre e soprattutto, la descrizione degli obiettivi futuri divenendo un importante strumento di pianificazione strategica sulla base dell'esperienza passata e sulle reazioni degli *stakeholder* al modo in cui si è operato per virare verso una migliore gestione dei loro interessi;
- la teoria è strumentale, crea connessione tra *stakeholder* e obiettivi economici delle organizzazioni aziendali, mira alla considerazione della *stakeholder management* come lo scopo per l'organizzazione e non come un ostacolo;
- la teoria è normativa, attraverso due concetti differenti (proprietari come possessori del diritto ai dividendi e creazione di valore sociale da parte del *management* come mezzo per ottenere performance nel lungo periodo), entrambi di natura morale, si delinea l'importanza degli *stakeholder* – di qualsiasi natura – per il valore che apportano al processo decisionale manageriale. Lo *stakeholder* cliente apporta valore all'organizzazione in termini di profitto e di conseguenza anche ai titolari di quote o azioni della stessa.

La quarta ed ultima peculiarità, non per questo meno importate, della teoria degli *stakeholder* è la managerialità la quale pare ricomprendere anche le altre tre caratteristiche sopra descritte: funge da strumento di analisi, permette di rimodulare il modello di business sulla base delle richieste degli *stakeholder* valutando la loro legittimità, il loro grado di partecipazione e l'impatto che i loro interessi hanno sul business. Queste attività costituiscono i pilastri dello *stakeholder management*.

Teoria riconducibile alla teoria degli *stakeholder* e rientrante nella connotazione dell'essere una teoria descrittiva risulta essere quella implementata da Rowley nel 1997: *Influencer stakeholder Theory*. Essa si basa sostanzialmente sui legami tra *stakeholder* e tra *stakeholder* e organizzazioni. Per Rowley occorre analizzare le connessioni tra organizzazioni e *stakeholder* attraverso due concetti: la densità e la centralità. La prima identifica il numero di legami tra azienda e *stakeholder*, al suo crescere occorre rendere la comunicazione, anche in riferimento alle norme, più efficiente; con una densità elevata o in crescita aumenteranno di conseguenza le formazioni di coalizioni tra i vari gruppi di *stakeholder* e l'organizzazione dovrà di conseguenza soddisfare le loro esigenze. In riferimento alla centralità è l'azienda che, se al centro del network, avrebbe le capacità per contrastare le pressioni date dagli *stakeholder* in termini di pretese. Queste due variabili, inserite in una matrice, danno luogo a quattro diversi ruoli del *management*, viene di seguito data rappresentazione grafica.



Figura 2: Classificazione delle influenze degli Stakeholder. Fonte: Rowley, 199: "Moving beyond Dyadic Ties: A Network Theory of Stakeholder Influences", *Academy of Management Review*.

### 1.3 Le definizioni di *stakeholder*: autori e periodi storici

Numerosi lavori, come quello di Lee E. Preston in un suo articolo del 1990, riconducono la nascita della definizione di *stakeholder* a tempi ben più antecedenti la definizione di Freeman. Prima di tale definizione, agli *stakeholder* diversi dagli azionisti non veniva riconosciuto nessun diritto in merito alla *governance* aziendale poiché le relazioni che essi intrattenevano, erano governate dalle forze di mercato. Tradizionalmente infatti, il sistema di governo delle aziende, coinvolge tre principali soggetti: gli azionisti, proprietari dell'organizzazione aziendale, i consiglieri, nominati il più delle volte da parte degli azionisti di maggioranza, i membri del *management*, quali soggetti la cui attività consiste nello svolgimento delle attività che gli vengono indicate dai consiglieri ovvero dai proprietari. Nella struttura tradizionale di sistema di governo non c'è traccia degli *stakeholder*. A contrapporsi alla teoria di creazione di valore per gli stockholder, con la teoria degli *stakeholder*, viene ampliato il tradizionale processo di *governance* aziendale, considerando all'interno della struttura anche gli *stakeholder* non considerati prima: dipendenti, clienti, finanziatori, pubblica amministrazione. Questi infatti sono tutti soggetti che al pari degli azionisti hanno rapporti con l'impresa, contribuiscono alla sua sopravvivenza e hanno diritto a una forma di remunerazione, anche se non obbligatoriamente di carattere economico. Ai quattro *stakeholder* di cui sopra, si sono poi aggiunti anche le associazioni di categoria, le comunità locali e i gruppi di interesse.

Già nel 1947, circa 30 anni prima della definizione di Freeman, il presidente della Johnson&Johnson inserisce tra gli *stakeholder* legati agli affari della propria impresa, i clienti, dipendenti, manager e azionisti. A questa definizione piuttosto ristretta di definizione di *stakeholder* se ne associano altre come quella nel 1950 del generale R. W. Johnson che elenca

i quattro componenti in ordine di importanza per una qualsiasi impresa: clienti, dipendenti, comunità e azionisti. Secondo il generale infatti, se un'impresa fosse stata in grado di soddisfare gli interessi dei primi tre gruppi, senz'altro sarebbero stati soddisfatti anche gli interessi degli azionisti e quindi l'impresa stessa.

Dal 1963, con la definizione della Stanford Research Institute, ripresa poi dallo stesso Freeman, numerosi sono coloro che hanno dato il loro contributo alla definizione di *stakeholder*. Di seguito vengono riportate le principali definizioni.

- Rhenman nel 1964 definisce gli *stakeholder* come “soggetti che dipendono dall'azienda per raggiungere i propri obiettivi personali e l'azienda dipende da loro per la sua esistenza”;
- Ahlsedt e Jahnukainem nel 1971 “coloro che guidati dai loro obiettivi ed interessi personali partecipano ad un'azienda, e così dipendono da essa e da loro dipende la salute dell'azienda”;
- Freeman e Reed nel 1983 danno la definizione in senso ampio di *stakeholder* come “coloro che possono influire sul raggiungimento degli obiettivi di un'organizzazione oppure coloro che sono influenzati dal raggiungimento degli obiettivi di un'organizzazione”, oltre che la definizione in senso ristretto “coloro da cui l'organizzazione dipende per la sua sopravvivenza”;
- Freeman et al nel 1987 “lo *stakeholder* può influire o essere influenzato da un'impresa”;
- Cronell e Shapiro nel 1987 definisce gli *stakeholder* come “coloro che hanno aspettative e contratti”;
- Bowie nel 1988 gli definisce come coloro senza il cui sostegno un'azienda cesserebbe di esistere;
- Carrol nel 1989 scrive dello *stakeholder* come colui che “asserisce di avere uno o più tipi di poste in gioco, dall'interesse per un diritto, alla proprietà o al titolo legale nei confronti della proprietà o degli asse dell'impresa”
- Clarkson nel 1994 definisce gli *stakeholder* come soggetti che “corrono un certo rischio per aver investito un certo capitale, umano o finanziario, qualcosa di valore, un un'azienda, o coloro che corrono un rischio per l'attività di un'azienda”;
- Donaldson e Preston nel 1995 gli definiscono come “persone o gruppi di persone con interessi legittimi negli aspetti procedurali e/o sostanziali dell'attività dell'impresa”.

Queste e altre definizioni di *stakeholder* sono riconducibili a quattro filoni differenti i quali contengono due definizioni di *stakeholder* tra di loro contrapposte.

Con Freeman e Reed, nel 1983, si ha il primo filone: definizione di *stakeholder* in senso allargato e in senso ristretto. La differenza dipende dal grado di dipendenza e appartenenza a un'azienda. La definizione ampia di *stakeholder* di Freeman è una delle più ampie in letteratura, includendo così all'interno degli *stakeholder* una moltitudine di soggetti, difatti ognuno può riconoscersi nella sua definizione in senso ampio: "lo *stakeholder* di un'organizzazione è ogni gruppo o individuo che può influire, o essere influenzato, dal raggiungimento degli obiettivi dell'organizzazione". In questo modo vengono esclusi coloro che non possono influire e non sono influenzati dall'operato dell'organizzazione. La definizione di *stakeholder* in senso ristretto è al contrario molto legata a quella della SRI. Anche la definizione data da Clarkson è ricompresa nella definizione ristretta. Ad egli però è riconducibile, con la definizione data nel 1995, il secondo filone di definizione: *stakeholder* primari e *stakeholder* secondari. I primi sono soggetti senza la cui continua partecipazione l'impresa non può sopravvivere, i secondi invece soggetti che esercitano un'influenza e condizionano l'impresa o sono da essa condizionati o influenzati.

Tre anni dopo, nel 1998, Clarkson porta all'emersione di una nuova distinzione: *stakeholder* volontari e involontari. Gli *stakeholder* volontari sono definiti come coloro che scelgono consapevolmente di assumere un interesse nei confronti dell'impresa e così facendo si assumono il rischio di ricevere una ricompensa non adeguata alle loro aspettative in virtù del contributo fornito all'organizzazione. Gli *stakeholder* involontari invece possono essere esposti inconsapevolmente a un rischio e di conseguenza possono godere degli svantaggi o subire gli svantaggi determinati dall'attività aziendale.

Ultimo gruppo di definizioni è quello di Carrol e Nasi nel 1997. Essi distinguono gli *stakeholder* in interni ed esterni: interni quali membri dell'organizzazione aziendale (lavoratori, azionisti, manager) ed esterni coloro che hanno relazioni, esterne appunto rispetto all'operatività e alla gestione dell'organizzazione: consumatori, stato, gruppi di attivista sociali, aziende concorrenti, fino ad arrivare ai *media* e alla collettività in generale.

È ovvio che per gestire i numerosi interessi di questi soggetti, soprattutto in base alle definizioni di *stakeholder* in senso allargato, esterni, volontari e involontari, occorre trovare un equilibrio tra interessi dell'impresa e interessi che in essa convergono. Per gestire al meglio gli interessi occorre che il *management* di un'impresa gestisca le relazioni dei suoi *stakeholder* a tre livelli:

razionale, di processo e transazionale. Gestire in modo efficace gli interessi degli *stakeholder* e combinare in modo efficace i tre livelli rientra nella cd. *Stakeholder management capability*, letteralmente la capacità del *management* di gestire gli *stakeholder* e i loro interessi.

In linea generale, nell'identificazione degli *stakeholder* e nelle varie definizioni susseguitesi negli anni, emergono due caratteristiche chiave: l'aspettativa che essi hanno nei confronti dell'impresa e la capacità di influenzare la stessa. Con la gestione degli interessi a livello relazionale, l'impresa identifica, anche tramite la matrice degli *stakeholder*, chi sono i suoi *stakeholder* e quali sono le loro aspettative. Mediante l'ausilio della matrice, il *management* è in grado di considerare quali interessi devono essere soddisfatti per limitati il manifestarsi di conseguenze negative, capire quali sono i rischi legati alla mancata considerazione degli interessi degli *stakeholder* e soprattutto come coinvolgere gli *stakeholder* nel processo di progettazione per avere risultati positivi. Per la creazione della matrice degli *stakeholder*, le organizzazioni aziendali e il *management*, dovrebbero seguire un iter di mappatura: identificare gli *stakeholder*, analizzare i loro ruoli e le loro aspettative, attribuire una priorità alle diverse parti interessate e, come ultimo step, coinvolgerli nel processo per creare sostegno e senso di appartenenza nell'organizzazione.

La Figura 3 fornisce un esempio di matrice degli *stakeholder*, basata appunto sul livello di interesse e sul livello di potere che hanno i diversi *stakeholder* sull'organizzazione.

<b>POTERE</b>	<b>Alto</b>	Richiede di essere soddisfatto	Ha un ruolo chiave
	<b>Basso</b>	Richiede minimo sforzo	Richiede essere informato
		<b>Basso</b>	<b>Alto</b>
		<b>INTERESSE</b>	

Figura 3: Matrice degli Stakeholder. Fonte: elaborazione propria

Il grado di rilevanza degli *stakeholder* e la loro criticità, dipende sostanzialmente da tre caratteristiche: Potere, Legittimità e Urgenza. Mentre le prime due caratteristiche possono

essere considerate come dipendenti, lo stesso non può essere detto per la terza. Considerando anche la caratteristica dell'urgenza, una volta delineato il profilo dello *stakeholder* e il suo grado di potere e/o legittimità, permette di analizzare in modo più dinamico il comportamento degli *stakeholder* le interazioni tra essi e il *management*.

### **1.3.1 Categorie di *Stakeholder*: attributi e loro combinazioni**

Le tre caratteristiche che permettono di distinguere già in prima battuta l'importanza e la dinamicità dei comportamenti degli *stakeholder* hanno avuto negli anni diverse definizioni. Tra le più importanti risulta utile ricordare le seguenti:

- Potere: relazione fra attori sociali in cui l'attore sociale A può obbligare B a fare qualcosa che in altre circostanze e senza la costrizione non avrebbe fatto;
- Legittimità: in senso morale ovvero percezione secondo cui le azioni di un soggetto sono desiderabili e appropriate all'intero di un sistema di norme e valori;
- Urgenza: grado con cui le aspettative degli *stakeholder* richiedono attenzione.

Dalla combinazione di queste caratteristiche è possibile determinare diverse classi di *stakeholder* raggruppabili in tre categorie:

- Latenti: con un solo attributo;
- In attesa: con due attributi;
- Definitivi: con tutti e tre gli attributi.

Nella Figura sottostante, adattata alla classificazione propria del lavoro di Mitchell et al.<sup>5</sup>, vengono rappresentate le sette diverse classi che discendono dalle combinazioni sopra descritte.

---

<sup>5</sup> Mitchell et al, 1997 – “Toward a Theory of *Stakeholder* Identification and Salience: Defining the Principle of Who and What Really Counts”, *Academy of Management Review*.

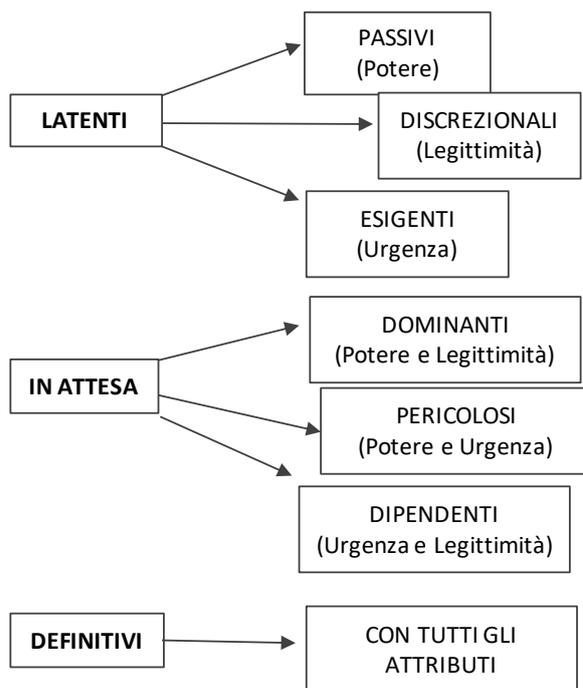


Figura 4: Classi di Stakeholder per numero di attributi.  
Fonte: elaborazione propria.

Tramite questa identificazione e dopo un opportuno processo di indagine circa la collocazione dei propri *stakeholder*, è possibile determinarne il grado di rilevanza.

Gli *stakeholder* collocati nella classe “Latenti”, possedendo un solo attributo, hanno una rilevanza minima per il *management* se non nulla, soprattutto per i passivi (anche dormienti) che pur avendo potere spesso tendono a non esercitarlo. In questo caso, il loro potere potrebbe essere particolarmente rilevante nel caso in cui esso si associ alla legittimità o all’urgenza. Coloro che sono identificati come “In Attesa”, poiché possessori di due attributi, hanno invece una

modesta rilevanza per le decisioni del *management* in merito alla gestione delle relazioni con gli stessi. La presenza dei due attributi consente a questa classe di *stakeholder* una maggior grado di coinvolgimento. Risulta qui utile sottolineare che, come accennato prima, in presenza dell’attributo Potere e uno degli altri attributi, aumenta di molto il grado di rilevanza degli *stakeholder*. Già dalla loro denominazione è possibile rendersene conto: Pericolosi e Dominanti. Infine, gli *stakeholder* collocati nella classe “Definitivi”, possessori di tutti e tre gli attributi, non possono non entrare a far parte della categoria di soggetti a cui dar conto delle proprie decisioni, anzi coinvolgere nel processo organizzativo. L’esempio più semplice per identificare gli *stakeholder* definitivi è dato dagli azionisti, essi infatti sono legittimati, quali proprietari di un titolo di credito, hanno potere poiché possono, tramite il loro titolo, incidere sul *management* e la sua composizione e possono inoltre, in qualsiasi momento, divenire possessori di urgenza in quanto il crollo del valore aziendale, ad esempio, manifesta particolare attenzione e richiede tempestività d’azione.

L’identificazione degli *stakeholder* è utile soprattutto al *management* a gestire le relazioni a livello, appunto, relazionale. Oltre alla classificazione risulta utile avvalersi della matrice degli *stakeholder* (si veda la Fig. 3). La gestione, invece, delle relazioni a livello di processo, comporta l’analisi dei processi propri che l’azienda utilizza per relazionarsi con i diversi *stakeholder*. Questi possono essere di due tipi: Processi *strategy oriented* e processi *stakeholder*

*oriented*. Mentre questi ultimi hanno al centro del processo lo *stakeholder*, i primi sono particolarmente utili a identificare qual è l’apporto di una determinata attività al business, non allo *stakeholder*. A titolo esemplificativo si ricorda la matrice di McKinsey (analizza l’attrattività di mercato della singola *business unit* in esame) e la matrice della Boston Consulting Group (anche Matrice BCG, utilizzata per l’analisi di portafoglio dell’impresa in cui le variabili di analisi sono il livello di crescita e la quota di mercato del determinato processo/prodotto analizzato). Ultimo livello di interazione utilizzabile dal *management* è il livello transazionale: innanzitutto analizzare le relazioni, a livello quali-quantitativo, che l’organizzazione ha con tutti i suoi *stakeholder*, successivamente valutare in quale modalità deve essere intrattenuto un rapporto con i diversi *stakeholder* a seconda della loro rilevanza.

#### 1.4 Modelli per implementare la *Stakeholder Theory*: Triple Bottom Line, RDAP Scale e Balanced Scorecard

La teoria degli *stakeholder*, essendo descrittiva, strumentale e normativa, si avvale di una serie di metodologie e strumenti che le permettono di realizzare una serie di relazioni con i propri *stakeholder* soprattutto dal punto di vista transazionale. In riferimento a quest’ultimo tipo di interazione, emerge in letteratura la nascita e lo sviluppo di strumenti e modelli in grado di migliorare, o ancor prima costruire, un insieme di rapporti tra *management/organizzazione* aziendale e *stakeholder*. Tra i modelli di interazione più importanti risulta in questa sede ricordare la Triple Bottom Line, la Matrice di Preston e la RDAP Scale.

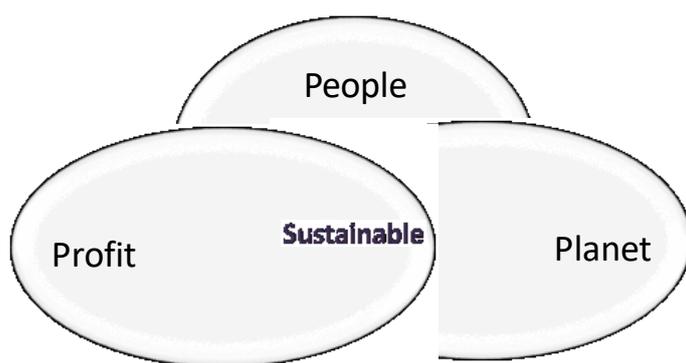


Figura 5: Triple Bottom Line - Fonte: elaborazione propria

La Triple Bottom Line è un modello di misurazione delle performance aziendali che vengono distinte a seconda della loro rilevanza sulle cd. Tre P: Persone, Pianeta e Profitto<sup>6</sup>. L’origine di questo metodo di reporting è attribuita a Elkington che, nel 1997, crea un nuovo

<sup>6</sup> Originariamente “Social, Environmental (or Ecological) and Financial” anche “People, Planet and Profit”

modello per misurare performance aziendali di carattere finanziario e non dell'operato delle aziende in quel periodo. Oltre alla funzione principale quale modello di misurazione delle performance, la Triple Bottom Line è infatti una delle modalità con le quali il *management* e l'organizzazione aziendale rendono noto all'esterno quali sono gli impatti sulle tre variabili circa le loro decisioni. Un'organizzazione che soddisfa, ha un impatto positivo, su tutte le tre variabili, avrà allora correttamente implementato un sistema tale da assicurarsi sostenibilità economica oltre che sociale e ambientale. Questo strumento risulta valevole di implementazione tanto che la Commissione Europea, per le grandi imprese quotate, ne ha richiesto la pubblicazione all'interno del report annuale o della dichiarazione di carattere non finanziario<sup>7</sup>. Anche se l'obiettivo primario dell'azienda, quale organizzazione ai fini di lucro, rimane la massimizzazione del profitto e quindi la soddisfazione della P-Profitto, nulla toglie che il profitto possa essere raggiunto mediante l'attenzione alle altre due P. tramite questo approccio tridimensionale, il *management* dovrà prendere decisioni e instaurare un processo di creazione del valore tale da poter raggiungere ottime performance in tutte e tre le dimensioni, in tal modo avrà *in primis* interagito con tutti gli *stakeholder* e, *in secundis*, creato valore per gli stessi, assicurandosi performance positive sia nel breve che, soprattutto, nel lungo periodo. Dall'intersezione delle tre variabili emerge viene generata la variabile Sostenibilità, riconducibile ai tre ambiti di intervento aziendale: sostenibilità nella crescita (*Profit*), sostenibilità ambientale (*Planet*) e sostenibilità sociale (*People*).

Nel 1979 Carrol sviluppa un modello che poi ispirerà la *Corporate Social Performance*, integrando sia la *Corporate Social Responsibility* che la *Corporate Social Responsiveness* rispettivamente in termini di principi e in termini di processi-strategie aziendali. Il modello di Carrol, basato su tre dimensioni quali consumismo, ambiente e discriminazione, risulta però difficile da implementare. Per tale motivo, nel 1985, Wattrick e Cochran costruiscono un modello sulla base di quello di Carrol ma incorporando anche la variabile economica. Essi realizzano un sistema di rating basato su quattro attributi circa il modo di comportarsi dell'organizzazione aziendale nei confronti degli *stakeholder*: essere Reattiva, Difensiva,

---

<sup>7</sup> Il 02 luglio 2020, la Commissione Europea presenta al Parlamento Europeo la comunicazione relativa alla responsabilità sociale delle imprese. L'art 6-tredecies fa esplicito riferimento alla Triple Bottom Line "... le imprese multinazionali siano tenute a pubblicare nelle loro relazioni annuali un resoconto di tipo "triple bottom line" verificato da fonti indipendenti, che misuri le loro prestazioni secondo criteri ambientali, sociali ed economici..."

Accomodante e Proattiva (*Reactive, Defensive, Accommodative e Proactive*), da qui l'origine del nome "RDAP Scale". Per rendere la RDAP scale più facilmente assimilabile, è stata aggiunta al sistema di rating il modo di porsi e la strategia utilizzata dall'organizzazione circa le varie problematiche legate agli interessi degli *stakeholder* (*Posture or Strategy*). Ulteriore elemento che consente di analizzare meglio il livello di interazione dell'organizzazione con gli *stakeholder* è il livello di Performance, non solo sotto il punto di vista economico. Quest'ultimo indica il grado di soddisfazione degli *stakeholder* per ogni livello della RDAP scale e a seconda delle responsabilità dell'azienda verso le questioni importanti per gli stessi. Il concetto alla base del modello tridimensionale di Carrol e della RDAP Scale di Watrick e Cochran è l'analisi delle interazioni tra le caratteristiche basilari della *Corporate Social Responsibility* (economia, legalità, etica e discrezionalità) il modo di porsi e la strategia dell'organizzazione in merito alle problematiche evidenziate dagli *stakeholder* e le questioni sociali riconducibili all'operato della stessa.

<b>Rating</b>	<b>Posture or Strategy</b>	<b>Performance</b>
<b>REACTIVE</b>	Negare l'essere responsabile	Fare meno di quanto richiesto
<b>DEFENSIVE</b>	Ammettere la propria responsabilità ma in modo attivo	Fare il minimo necessario
<b>ACCOMODATIVE</b>	Accettare la responsabilità	Fare tutto quello che è richiesto
<b>PROACTIVE</b>	Anticipare/Prevenire la responsabilità	Fare più di quello che è richiesto

Figura 6: RDAP Scale - Fonte: elaborazione propria, adattamento da Clarkson, 1995 "A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance"

Ulteriore strumento in grado di agevolare il sistema di gestione aziendale verso un approccio agli *stakeholder* è dato dalla *Balanced Scorecard*. La sua introduzione risale al 1992, ideata da Robert Kaplan e David Norton, ha trovato numerosi ambiti di applicazione e rappresenta oggi il modello più utilizzato non solo per la gestione degli interessi degli *stakeholder* ma anche per la gestione e il controllo aziendale nella sua totalità. Essa si basa su quattro prospettive: Economico-finanziaria, Clientela, Processi interni e Apprendimento e Crescita. Attraverso queste variabili di indagine, il *management* aziendale cerca di bilanciare (*balanced*) gli obiettivi aziendali, gli esiti e le misure da adottare sia in ottica interna che in ottica esterna di gestione in modo tale da creare valore nel breve e nel lungo termine per tutti gli *stakeholder*. Tramite la

creazione delle mappe strategiche<sup>8</sup> vengono delineati gli obiettivi strategici e i cd. KPIs, collegando le quattro prospettive chiavi della mappa strategica (Finanza, Cliente, Processi Interni e Apprendimento), con la *Balanced Scorecard* vengono misurate le performance per ciascun ambito di intervento, apporre correttivi all'attività dell'organizzazione ed inoltre, rendendo disponibile le informazioni a tutta l'organizzazione, incentivare il grado di partecipazione. Le quattro aree di intervento su cui viene sviluppata la *Balanced Scorecard* sono tutte riconducibili alla soddisfazione dei diversi *stakeholder* aziendali. Per la prospettiva Economica-Finanziaria ci si rivolge principalmente agli azionisti e possessori di quote sociali; con la prospettiva del cliente ci si rivolge appunto agli *stakeholder*-clienti; per la prospettiva processi interni ci si rivolge principalmente ai dipendenti come organizzazione interna ma indirettamente anche al *management*, ha tuttavia come fine ultimo l'identificazione delle azioni da mettere in atto per soddisfare i clienti. Infine, nella prospettiva apprendimento e crescita ci si rivolge principalmente ai dipendenti per far sì che vengano implementati processi innovativi tali da apportare valore aggiunto ai prodotti/servizi esistenti, o di sviluppare di nuovi, in grado di fornire all'organizzazione maggior valore nel mercato e di converso anche agli altri *stakeholder*, azionisti e non. Una corretta struttura di mappa strategica e *Balanced Scorecard* consente alle aziende di avere ben presente quali sono gli obiettivi, come implementarli e quale valore viene creato seguendo la strategia e inoltre, soprattutto in riferimento al tema principale di questo elaborato, consente di apportare valore a tutte le categorie di *stakeholder* essendo basato su un sistema che coinvolge in modo circolare tutte le aree di interventi su cui tali strumenti sono strutturati.

#### **1.4.1 Reporting sulle performance aziendali: l'evoluzione nel tempo**

Nel corso degli anni, complice il grado di coinvolgimento e la richiesta di trasparenza e informazione, il *reporting* aziendale ha subito numerose modifiche soprattutto per le società quotate in cui occorre tutelare e informare in modo puntuale i terzi, *stakeholder*, circa l'operato dell'organizzazione. Dal semplice Bilancio Civilistico, passando per il Bilancio Civilistico, fino ad arrivare al Report Integrato, la disciplina riguardo la trasparenza sulle performance aziendali è stata modificata in modo sempre crescente e innovativo. Complice il sistema di tutela delle

---

<sup>8</sup> Noti nella dottrina aziendalistica riferita alla programmazione e controlli di gestione come diagrammi in grado di descrivere il modo in cui un'organizzazione crea valore collegando le diverse prospettivi in un sistema di causa-effetto e coordinando tutte le aree di intervento a seconda degli obiettivi aziendali. La Mappa Strategica è la struttura portante della *Balanced Scorecard*.

proprietà intellettuali, *intangible assets* in generale, l'attenzione alla sostenibilità sociale e ambientale e la necessità di conoscere modelli di business e strategie aziendali implementate oltre che dei piani industriali delle organizzazioni, il semplice bilancio civilistico rappresenta oggi uno strumento inadatto alla comunicazione sulle performance aziendali anche solo in riferimento alle variabili di natura finanziaria.

Per le aziende che operano attualmente è prevista, in attuazione alla Direttiva Europea n.95/2014, l'applicazione del D.lgs. 254/2016 il quale delinea gli obblighi informativi di carattere non finanziario che particolari categorie di organizzazione devono implementare nel sistema di reporting. La direttiva europea, di applicazione sui bilanci relativi all'esercizio 2017, è stata recepita dagli ordinamenti dei singoli stati membri quantomeno entro il 2016. L'ambito di applicazione soggettivo riguarda gli enti di interesse pubblico che soddisfano particolari requisiti patrimoniali, economici, finanziari e inoltre anche livelli dimensionali<sup>9</sup>. In particolare, l'art. 3 fa riferimento in merito alla dichiarazione individuale, al punto 10, del soggetto incaricato all'attestazione circa il contenuto della dichiarazione di carattere non finanziario (che spetta al revisore legale); l'art 4 riprende l'art. precedente ma in riferimento alla dichiarazione consolidata; l'art. 5 disciplina invece la collocazione della dichiarazione di carattere non finanziaria (di qui anche DNF o NFR, *non financial reporting*) all'interno della Relazione sulla Gestione, come Relazione Distinta, la quale è approvata dall'organo amministrativo, messa a disposizione dell'organo di controllo e pubblicata a cura degli amministratori nel Registro Imprese: in questo modo disponibile a tutte. Occorre poi indicare anche la sezione del sito internet della società in cui è possibile consultare la Relazione Distinta di cui sopra. L'art. 8 delinea poi le sanzioni che saranno immesse ai diversi soggetti coinvolti nell'organizzazione che hanno ommesso il deposito della DNF fungendo da deterrente e da incentivo nella redazione della stessa.

La DNF copre temi ambientali, attinenti ai dipendenti, alle questioni sociali, alle politiche di diversità in termini di genere e qualifiche degli organi di governo, rispetto dei diritti umani, lotta alla corruzione (soprattutto facendo riferimento ai codici etici e di condotta) e altre informazioni ancora attinenti alla *Corporate Social Responsibility*. Nella redazione del

---

<sup>9</sup> D.Lgs 254/2016, art 1: “enti di interesse pubblico... che abbiano avuto in media, durante l'esercizio finanziario un numero di dipendenti superiore a 500 e il cui bilancio consolidato soddisfi almeno uno dei seguenti criteri: totale attivo patrimoniale superiore a 20 milioni di Euro, totale ricavi netti superiore a 40 milioni di Euro...”. Testo integrale del D.Lgs all'indirizzo: <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2017/01/10/17G00002/sg>

documento, l'organo amministrativo dovrà esplicitare inoltre il *business model*, gli obiettivi che l'organizzazione si prefigge e una rilevazione dei rischi connessi all'attività d'impresa. Va inoltre indicato, soprattutto in riferimento al tema ambientale, quali risorse energetiche sono utilizzate nella produzione, l'impatto delle stesse sull'ambiente e gli standard a cui l'organizzazione deve sottostare per un adeguato impatto su personale, comunità e ambiente.

Per la rendicontazione è possibile scegliere tra gli standard di rendicontazione esistenti (*GRI Sustainable Reporting – Global Report Initiative*) o con principi autonomi. In quest'ultimo caso vale comunque il principio “*comply or explain*”: adotta il principio o spiega perché no. In casi eccezionali, per opera della cd. Clausola *Safe Harbor*, possono essere omesse informazioni, se sono in corso negoziazioni o piani di sviluppo, la cui divulgazione potrebbe influire in modo negativo sulla posizione dell'azienda.

In tema di rendicontazione, soprattutto in riferimento all'attuale contesto economico colpito profondamente nella stragrande maggioranza dei casi - fatta eccezione che per alcuni settori merceologici – la sostenibilità dell'impresa nel creare valore è una delle variabili più importanti e acquista sempre di più centralità nell'opinione della collettività. L'evoluzione del *reporting aziendale* è senz'altro un elemento rilevante per le organizzazioni. In particolare, un report integrato consente un livello di interazione tra azienda e *stakeholder* che oggi riveste notevole importanza. A prescindere dalle normative vigenti, emerge una tendenza alla redazione e pubblicazione di documenti non di carattere economico ma relativo alle tematiche sociali-ambientali-sostenibili anche da parte di aziende non quotate e, in quanto tali, non sottoposte ai vincoli normativi.

### **1.5 Critiche e debolezze della *Stakeholder Management Theory***

Anche se con il passare degli anni dalla sua prima comparsa la teoria degli *stakeholder*, le correnti di pensiero e gli studi ad essa ispirati hanno visto una crescente applicazione all'interno delle aziende appartenenti a diversi settori merceologici, non sono mancate le critiche e studi in contrasto con la stessa.

Il primo a muovere critiche verso la *stakeholder theory* è stato Friedman che, nel 1970, ha fatto emergere come occorre una netta separazione tra questioni sociali e di responsabilità dalle questioni legate puramente al profitto. Egli afferma inoltre che “coloro che gestiscono le aziende con coscienza sociale e che si assumono seriamente le responsabilità per provvedere ai

lavoratori, stanno inquinando il business con puro socialismo”<sup>10</sup>. Egli nega persino l’utilità del concetto alla base della CSR, riconducibile appunto alla teoria degli *stakeholder*, dichiarandola sovversiva. In questa critica emerge come ci siano forti contrasti tra coloro che sostengono a creazione del valore per gli *stockholder* o coloro che, invece, sono orientati ad un approccio *stakeholder based*. In un recente lavoro di D’Orazio<sup>11</sup> emerge come questo contrasto sia riconducibile ad un problema normativo, egli spiega che una normativa mirata al sostenere la *stakeholder management theory* sarebbe in grado di far emergere, soprattutto a coloro che sono restii all’utilizzo di questa teoria all’interno del processo strategico, la validità della stessa e ad accettarla in quanto non produttrice di risultati negativi sulle performance economico-finanziarie.

La normazione dello *stakeholder management* mette in luce un’altra criticità: il grado di legittimità dei diversi portatori di interesse a seconda della comunità-paese nella quale e verso la quale l’azienda opera. Un esempio potrà chiarire meglio il concetto: un particolare diritto come ad esempio la sicurezza sul lavoro, la discriminazione o ancora l’assistenza sanitaria, sono nel mondo occidentale e orientale più modernizzato, delle questioni sociali rilevanti soprattutto se queste, nel caso in cui vengano trascurate da parte delle organizzazioni, vanno ad incidere i diritti fondamentali del cittadino. Le stesse questioni però hanno rilevanza diversa in paesi sottosviluppati o in via di sviluppo. Per tale motivo, anche in questo caso, occorrerebbe che le questioni sociali vengano normate per fare in modo che tutti gli *stakeholder*, in qualsiasi posto del mondo, abbiano gli stessi diritti. Questa forse rappresenta la sfida più difficile da superare. Ulteriore critica mossa da Goodpaster nel 1991<sup>12</sup> è il cd. paradosso della *stakeholder analysis*: egli ritiene difficile, impossibile che il mandato fiduciario (pilastro fondamentale della teoria dell’agenzia), possa essere esteso anche a tutti gli *stakeholder* poiché i diversi gruppi hanno interessi diversi e non possono essere trattati allo stesso modo. Egli, inoltre, denuncia il fatto che essendo la teoria dell’agenzia non imparziali, lo stesso problema si avrebbe anche nel caso in cui, difficilmente, si instaurassero dei rapporti di mandato fiduciario tra *management* e *stakeholder*.

Altri punti critici denunciati in letteratura sono riconducibili alle seguenti difficoltà pratiche:

- identificazione e analisi delle diverse categorie di *stakeholder*;
- determinazione univoca circa il valore desiderato dagli *stakeholder*;

---

<sup>10</sup> Friedman M., 1970 – “The Social Responsibility of Business is to Increase its Profit”, New York Time Magazine.

<sup>11</sup> D’Orazio E., 2006

<sup>12</sup> Goodpaster K., 1991 – “Business Ethics and *Stakeholder Analysis*”, Cambridge University Press.

- difficoltà nel conciliare l'orientamento normativo delle organizzazioni all'etica;
- identificazione e soluzione del *trade-off* tra pensieri filosofico-sociali e teoria manageriale:
- identificazione e soluzione della relazione, il più delle volte turbolenta, tra questioni sociali e questioni economiche.

Come è stato descritto nei paragrafi precedenti sono numerosi gli strumenti a disposizione del *management* per attuare e implementare una corretta strategia orientata alla gestione degli *stakeholder*. Le criticità sollevate in letteratura hanno nel corso del tempo esaurito la loro validità soprattutto nell'attuale periodo storico. Non bisogna però accantonare tutti i punti critici sollevati quanto piuttosto coglierli come stimolo ad un continuo e concreto miglioramento nel modo di fare business. Nel corso dell'elaborato, soprattutto nell'esplicazione del modello empirico su cui è basata l'analisi, verrà infatti mostrata come la stragrande maggioranza delle aziende, al giorno d'oggi, implementino la teoria degli *stakeholder* e sue derivate per raggiungere obiettivi economici più sostenibili.

## **Capitolo 2 – I modelli di capitalismo societario come strumento per la gestione degli interessi degli *stakeholder***

I modelli di capitalismo e più in generale gli strumenti di *Corporate Governance* costituiscono un importante elemento ai fini dell'analisi empirica del seguente elaborato oltre che dei sistemi in grado di influenzare gli *stakeholder* diversi dagli azionisti nei processi decisionali aziendali. I diversi modelli di *Corporate Governance*, se basati su strumenti di *governance* connotati da un approccio orientato alla tutela degli *stakeholder*, consentono infatti di rendere note informazioni societarie e di coinvolgere questi ultimi in aspetti legati al governo aziendale e alle performance quali-quantitative della stessa.

Con il passare degli anni si è modificato il significato originario attribuito ai “modelli di governo aziendale”; se prima questa espressione era associata solo alla composizione e all'esistenza di un adeguato *Board of Directors*, BoD, oggi il modello di *governance* di un'organizzazione aziendale fa riferimento a concetti ben più ampi quali la struttura azionaria, la presenza di comitati per la *governance*, per il controllo, per la remunerazione, per le nomine, livello di istruzione e curriculum professionale dei membri degli organi sociali, eterogeneità nelle competenze, codici etici e di condotta che l'organizzazione stessa e quindi anche i vari organi di gestione sono tenuti a rispettare. Il modello di *governance* utilizzato può, in linea generale, essere ricondotto ai tre modelli di capitalismo societario classici che, a seconda degli strumenti di *Corporate Governance* in esso implementati, può avere impatti diversi sulla *stakeholder management*. Per tali motivi modelli e strumenti verranno approfonditi nel presente capitolo; gli stessi saranno elementi rilevanti ai fini dell'analisi empirica tanto da costituire le variabili indipendenti, al pari delle variabili riferite alla *stakeholder management*, del modello di regressione lineare multipla su cui si basa la domanda di ricerca del presente elaborato.

### **2.1 Origine ed evoluzione della *Corporate Governance***

La nascita della *Corporate Governance* può essere ricondotta alla nascita del diritto societario. Ad esso viene attribuito lo sviluppo delle prime forme di organizzazioni in forma societaria, la più importante è da riferirsi alla nascita della VOC<sup>13</sup>, meglio nota come Compagnia Olandese delle Indie Orientali. Questa nasce dalla fusione delle sei camere olandesi riferite alle sei

---

<sup>13</sup> *Vereenigde Geoctroyeerde Oostindische Compagnie*.

compagnie locali che avevano quale attività principale quella dell'importazione di merci provenienti dall'Asia. Il capitale della VOC venne infatti sottoscritto dalle sei compagnie in quanto organizzazione a cui il governo olandese concede il monopolio sulle attività commerciali che, a seguito delle ribellioni di sette province olandesi contro la Spagna e la dominazione spagnola del Portogallo, ridiedero vita al commercio di spezie con l'Oriente. Già nel 1602, anno in cui nasce la VOC, iniziano ad emergere le prime difficoltà tra le compagnie istitutrici legate alle funzioni amministrative e di governo all'interno della compagine sociale della stessa. A ciascuna delle compagnie fondatrici venne attribuito il diritto di nomina di 17 Direttori che avrebbero poi costituito il Consiglio della Compagnia. Elemento caratterizzante dei Direttori risultavano essere, al pari di quanto avviene oggi per la scelta dei membri di qualsiasi Consiglio di Amministrazione, le capacità contrattuali maturate dalle loro precedenti esperienze lavorative, in particolare la capacità di assicurarsi in anticipo, rispetto alle compagnie rivali, l'acquisto di merci provenienti dall'Oriente. Solo con l'istituzione del "Collegio dei Nove" questo conflitto di interesse venne meno. Il collegio aveva infatti funzione di controllo circa l'operato dei Direttori del Consiglio della Compagnia. Da una breve interpretazione dell'organizzazione di governo della VOC, prima forma di organizzazione sociale, emerge la volontà da parte della compagine stessa di regolare i rapporti tra i soggetti coinvolti nel governo e nella direzione societaria. La nomina dei Direttori da parte delle sei compagnie rispecchia notevolmente ciò che avviene negli attuali modelli di governance con la nomina da parte dell'assemblea dei soci dei membri dell'organo amministrativo. La successiva costituzione del Collegio dei Nove, è invece riconducibile all'attuale organo di controllo interno, con funzioni proprie di controllo sull'operato dei membri dell'organo amministrativo.

È con la nascita delle *public company*, nel 1900, che si entra nel vivo della *Corporate Governance*: in questo periodo nascono infatti i veri conflitti tra proprietari e membri del *management*, problemi che la corretta implementazione di modelli di *governance*, oltre che di leggi *ad hoc*, tentano di sanare. L'avvento delle società ad azionariato diffuso, complice l'elevato numero degli azionisti e la non detenzione di una quota maggioritaria da parte di un unico individuo, costituisce la perdita in capo allo stesso soggetto della carica di portatore di capitale (imprenditore-investitore) e di manager della società. Negli anni '70 il susseguirsi di fenomeni scandalistici e il fallimento di grandi società, conducono le Autorità di Vigilanza a prestare maggiore attenzione soprattutto in riferimento al grado di indipendenza dei consiglieri e circa l'introduzione di specifici comitati interni all'organo di gestione tra cui quello per il

controllo. I problemi degli anni '70 non vengono però sanati con efficienza poiché, sia negli anni '80 che negli anni '90, si ripresentano nuovamente scandali finanziari, tra acquisizioni ostili, perdita di competitività e incremento della retribuzione del top *management* senza che questa sia legata ad un miglioramento delle performance economico-finanziarie. Gli interventi delle Autorità di Vigilanza mirano così all'introduzione dei codici di autodisciplina: strumenti per prevenire tali accadimenti, enfatizzando il ruolo dei consiglieri esterni ed indipendenti, raccomandando vivamente l'istituzione di comitati di controllo esterno e prevedendo la separazione tra la carica di presidente e amministratore delegato in capo al medesimo soggetto. L'importanza di un corretto sistema di *corporate governance* assume rilevanza non solo in America, culla delle *public company*, ma anche a livello internazionale: con il crollo del regime socialista sovietico ci si avvia verso l'espansione del sistema di mercato di tipo occidentale, caratterizzato dal libero scambio e da una politica liberale e democratica, anche all'interno di paesi appartenenti all'allora Unione Sovietica. È proprio la liberalizzazione e il processo di privatizzazione a condurre le Istituzioni Pubbliche dei vari Paesi interessati da questa transizione alla formulazione dei primi Codici di *Best Practices*; aumentando infatti il numero di investitori e di azionisti, aumenta di conseguenza il numero e l'efficacia dei sistemi tutelativi per gli interessi degli azionisti di minoranza.

Tuttavia, nonostante l'intervento delle Autorità di Vigilanza, anche nel terzo millennio non mancano fenomeni rilevanti riguardanti la *Corporate Governance*. Nel 2002 viene emanata una legge federale dal governo degli Stati Uniti a seguito degli scandali contabili susseguitisi in quel periodo. Mediante il cd. *Sarbanes-Oxley Act*<sup>14</sup>, gli Stati Uniti prevedono una serie di obblighi per le società quotate tra cui l'attribuzione di maggiore responsabilità in capo al *management*, l'introduzione di organi di controllo esterni, l'aggravamento delle pene per crimini contabili e fiscali e il riconoscimento di maggiore potere in capo alle minoranze; interventi mirati a colmare i vuoti legislativi e migliorare il modello di *corporate governance* statunitense esistente fino ad allora. Tramite il *Sarbanes-Oxley Act* viene costituito un nuovo importante organo: il *Public Company Accounting Oversight Board*, organo di vigilanza sui bilanci delle società quotate. Tra l'istituzione del *Sarbanes-Oxley Act* ad oggi non sono mancate bolle speculative e scandali finanziari, primo fra tutti il fallimento della *Lehman Brothers* a cui viene ricondotto l'inizio della crisi finanziaria del 2008: crisi che ha interessato tutta l'economia mondiale e prova del fatto che le Autorità di Vigilanza, le agenzie di Rating, la

---

<sup>14</sup> Nota anche come *Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act*.

deregolamentazione del mercato finanziario e gli organi di controllo esterni hanno fallito nel loro obiettivo.

Dalle prime crisi finanziarie ad oggi, passando per il crollo della borsa di Wall Street nel 1929, alla crisi petrolifera del '73 e ancora alla crisi finanziaria per la bolla immobiliare del 2008, è emersa nella sostanza e negli studi manageriali, l'importanza di avere un sistema di *corporate governance* che, pur derivando dal contesto geografico e dal momento in cui nascono e si sviluppano le realtà aziendali, non possa non essere uniformato nei principi e nei meccanismi per impedire che gli effetti del passato si ripetano a causa della fisiologica storicità degli eventi. La storia insegna infatti che gli eventi del passato siano destinati a ripetersi poiché si ripresentano gli elementi fondanti di un determinato evento in maniera ciclica. Sta all'uomo migliorarne gli effetti o impedire la realizzazione stessa dell'evento. Anche in tema di *corporate governance* occorre quindi bloccare il campo magnetico che vi è tra struttura e funzionamento del modello in se, concezione dello stesso e ruolo-leva svolto dalle istituzioni. Sono proprio queste ultime assieme all'azione dei mercati azionari ad avere maggior potere in tema di *governance*, avendo il compito di monitorare oltre che l'andamento economico-finanziario delle imprese, anche il livello di tutela dei cd. terzi, gli *stakeholder*. Alla luce degli avvenimenti sopra riportati e delle relative inefficienze della *governance* di impresa, si evince quindi la necessità di una revisione dei modelli classici di governo verso modelli che siano l'espressione di idee, norme e regole differenti rispetto al passato, idee non solo di coloro che agiscono quali rappresentanti diretti della proprietà ma di un mercato costituito da un complesso sistema di aspettative e interessi coinvolti. È quest'ultimo forse l'elemento mancante e comune nella storia dei fallimenti della *corporate governance*. Se non vengono gestiti gli interessi dei soggetti coinvolti nell'attività di impresa, per qualsiasi modello di *governance* aziendale, sia esso tra quelli di tipo classico che ibrido o appartenente ai paesi emergenti, non si potrà prescindere da un nuovo effetto domino dovuto da una crisi oltreoceano poiché l'inefficienza del mercato finanziario non sarà bloccato dal principio fondante della *corporate governance*: assicurare la tutela di tutti i soggetti che gravitano intorno all'impresa e istituire determinati meccanismi e strumenti in grado di non essere distorti da logiche e comportamenti egoistici di pochi.

In tema di interventi per l'implementazione della *Corporate Governance* in Italia è stato costituito nel 2011, ad opera delle Associazioni di impresa (ABI, ANIA, Assonime, Confindustria), di investitori professionali (Assogestioni) e da Borsa Italiana S.p.A., il *Comitato*

per la *Corporate Governance*. Quest'ultimo ha definito nel 2019 i contenuti del Codice di *Corporate Governance* rivolto a tutte le società quotate nel Mercato Telematico Azionario, MTA, gestito da Borsa Italiana S.p.A.. Il Codice si struttura in principi che definiscono gli obiettivi per una “buona *governance*”; contiene inoltre raccomandazioni circa i comportamenti e gli strumenti di *corporate governance* che il Codice reputa idonei alla realizzazione degli obiettivi stessi. L'applicazione del Codice è comunque improntata alla flessibilità: è possibile per le società che lo adottano, applicare o meno le raccomandazioni ivi contenute secondo il principio “*comply or explain*”.

## **2.2 I modelli di capitalismo principali e modelli ibridi**

I principali modelli di *corporate governance* sono riconducibili all'area geografica e la cultura imprenditoriale e manageriale propria dei soggetti coinvolti nelle organizzazioni aziendali. I tre modelli di capitalismo societario principali, dai quali poi prendono vita i modelli ibridi, sono l'anglosassone, il renano e il latino. Tramite l'analisi delle caratteristiche di questi ultimi è possibile comprendere l'organizzazione delle società soprattutto in riferimento alla composizione della compagine societaria e quindi potere decisionale, organizzazione e poteri dell'organo di amministrazione e il sistema di controllo interno adottato.

I tre modelli sono inoltre, proprio per il legame con il territorio e per l'idea ispiratrice, riconducibili anche ai sistemi di amministrazione e controllo normati dalla legge: tradizionale, dualistico e monistico.

Il modello anglosassone, tipico delle società appartenenti ai paesi britannici e statunitensi, è connotato da elevata frammentazione del capitale, lo stesso è posseduto da diversi piccoli azionisti. In virtù della rilevante quota di flottante la proprietà delle società che adottano tale modello di *governance* è nettamente separata dal controllo e dalla gestione aziendale. I *manager* e più in generale il Consiglio di Amministrazione, hanno elevato potere di controllo; per tale motivo per regolare il loro operato, il mercato dei capitali assume notevole importanza. Essendo la compagine sociale ad azionariato diffuso, vi è scarso coinvolgimento dei singoli azionisti circa il controllo della gestione da parte dei *manager* e, di conseguenza, episodi di miopia manageriale sono molto più frequenti rispetto a società che adottano un modello di *governance* latino (modello che, come verrà descritto nel prosieguo, si contraddistingue per lo svolgimento di attività di amministratore delegato in capo all'azionista di maggioranza, delineando uno stretto legame tra proprietà e amministrazione della società).

Episodi di miopia manageriale sono frequenti in società che adottano il modello anglosassone, essa è insita proprio nella durata della carica di amministratore: amministratori con durata in carica non di lungo periodo, tendono a implementare piani industriali e investimenti *in primis* per il raggiungimento dei loro interessi personali e solo in un secondo momento per il raggiungimento di obiettivi aziendali sostenibili. Per tali motivi, nelle società con tali caratteristiche, è frequente la presenza di meccanismi di incentivazione per il *management*. Altre caratteristiche del modello anglosassone sono la dimensione aziendale e il rapporto che l'impresa ha con gli istituti finanziari e con le altre imprese: la maggior parte delle aziende sono di dimensioni medio-grandi e tendono a non instaurare rapporti di cooperazione con altre imprese, senza sfruttare quindi strategie di integrazione, e banche, al contrario di quanto solitamente avviene per le società che utilizzano il modello di *governance* renano. Gli istituti finanziari e più in generale del Mercato Finanziario, giocano un ruolo fondamentale per la politica remunerativa e per calibrare quest'ultima rispetto al valore della società riconosciuto dal mercato dei capitali. L'elevata percentuale di flottante influenza a sua volta la composizione dell'organo di amministrazione e gli interessi ivi rappresentati. Non essendoci un azionista di riferimento, il peso nelle decisioni di carattere amministrativo è determinato dagli interessi dell'amministratore delegato, viene meno la frequenza delle riunioni e molto spesso si assiste ad un aumento del livello della remunerazione dell'amministratore delegato nei periodi di carica senza però che tale aumento sia legato ad una migliore performance economica della società. Per contrastare queste inefficienze si è reso necessario l'aumento del peso degli investitori istituzionali, oltre che della nomina del *lead director* e dell'implementazione di piani di incentivazione; si assiste inoltre alla sostituzione degli amministratori laddove non vengano raggiunti obiettivi di performance prestabiliti. Quest'ultimo infatti è lo strumento più utilizzato per la sostituzione del *management* non essendoci un pieno controllo societario da parte degli azionisti. Il sistema di controllo è invero meno articolato rispetto ai modelli renano e latino e inoltre il numero di comitati interni, funzionali al controllo dell'operato in riferimento a particolari tematiche, risulta limitato al livello minimo stabilito dai regolamenti nazionali o internazionali. I comitati presenti nell'organigramma societario, con funzioni di controllo interno, dovrebbero quantomeno essere il Collegio sindacale (più in generale comitato di sorveglianza con funzioni di controllo), il Comitato per le nomine e il Comitato per la remunerazione.

Il secondo dei modelli di capitalismo societario classici è quello renano, diffuso soprattutto in Germania e Giappone oltre che nelle società appartenenti a paesi nord-europei quali Austria, Olanda e Lussemburgo. Tale modello si basa principalmente sulla cogestione e cooperazione tra società e lavoratori e società e loro *peers*. Il ruolo dei lavoratori è tradizionalmente riconosciuto attraverso specifiche norme e regolamenti interni societari che attribuiscono agli stessi diritto di partecipazione alla gestione attiva della società. All'interno dell'organo di controllo, Organo di Vigilanza, soprattutto nelle imprese di dimensioni medio-grandi, risiedono i rappresentanti dei dipendenti che hanno il compito di delineare, con gli azionisti, le azioni da intraprendere e la strategia da implementare per raggiungere gli obiettivi aziendali. In questo modo si delinea all'interno della società una cultura di tipo collaborativa. Il modello renano riconosce, a differenza del modello anglosassone, l'importanza di un altro *stakeholder* oltre agli azionisti: i prestatori di lavoro. Altro *stakeholder* la cui importanza è riconosciuta dalle società che adottano il modello renano sono le Banche e più in generale gli istituti di credito. Tale modello ha infatti un sistema di cooperazione consolidato tra società industriali e società finanziarie. Nei paesi Germanici e Nipponici vi è il concetto della "Banca Universale", gli istituti bancari partecipano direttamente, essendo interessati al processo di decisione strategica della società in cui sono azionisti, o indirettamente mediante delega da parte di piccoli investitori, alla gestione della società. Ulteriore elemento caratterizzante che rende il modello renano differente rispetto al modello anglosassone ma simile al modello di *governance* latino è la struttura della compagine sociale: il peso degli investitori istituzionali e dei fondi di investimento è minore rispetto a quello che questi organismi hanno nelle società che hanno un sistema di *governance* anglosassone, la percentuale di flottante è inferiore del 50% essendo la maggior parte delle quote/azioni sociali possedute dall'azionista di riferimento. Le aziende tedesco-nipponiche hanno quale ulteriore elemento distintivo, rispetto al modello anglosassone e al modello latino, la cooperazione tra imprese. A causa dei conflitti mondiali, entrambe le economie hanno avuto difficoltà ad esportare e intraprendere accordi oltre i propri confini nazionali, per tali motivi anche la normativa nazionale ha consentito di regolare rapporti tra concorrenti stabilendo piani regolatori per volume di produzione e prezzo di vendita tra società operanti nello stesso settore merceologico. Le cooperazioni tra società Giapponesi sono inoltre connotate da integrazione verticale (cooperazione tra imprese che appartengono alla stessa filiera) o dalla dipendenza di più imprese dalla stessa banca (conglomerato, *keiretsu*). Il ruolo assunto dalle banche ha notevole importanza al punto che i rappresentanti della banca principale risiedono all'interno del consiglio dell'organo amministrativo così come avviene per i

rappresentanti delle altre società che fanno parte del gruppo essendone prevista la loro presenza all'interno del Consiglio di Direzione. Questo meccanismo di *governance* consente a soggetti diversi da azionisti e *manager* di influenzare il processo strategico e di prendere parte alle decisioni aziendali. La cultura propria del popolo giapponese contribuisce inoltre a far sì che il modello di *corporate governance* sia più incline, rispetto ai paesi nord europei che operano mediante modello renano, alla considerazione delle istanze anche di altri *stakeholder*, soprattutto il capitale umano. Il Giappone si colloca infatti al di sopra della media OCSE relativa al benessere dei lavoratori e al vertice della classifica in tema di sicurezza del personale (livelli di rating valutati mediante il *Better Life Index*<sup>15</sup> riferito ad ogni nazione).

Il terzo modello di capitalismo societario ricompreso tra i modelli tradizionali è il modello latino, modello di *corporate governance* utilizzato tipicamente dai paesi Europei quali Italia, Francia e Spagna. Il modello latino è per antonomasia il modello di *governance* caratterizzato da elevata concentrazione azionaria: vi è una elevata percentuale di azioni o quote sociali possedute dal medesimo soggetto. In Italia, paese in cui è molto sviluppato questo modello di capitalismo societario, la maggioranza delle azioni oltre che essere possedute da un'unica persona, sono spesso riconducibili a *holding* finanziarie di tipo familiare: azionista di riferimento di aziende siano esse di grandi che di medio-piccole dimensioni. Essendo il capitale azionario altamente concentrato, il ruolo svolto dal mercato dei capitali all'interno della *governance* societaria è molto limitato. Le società che utilizzano questo modello sono solite ricorrere al mercato finanziario nel momento della quotazione in borsa, evento raro soprattutto in riferimento alle dimensioni ridotte della maggior parte delle aziende che costituiscono il tessuto imprenditoriale italiano. Tuttavia, negli ultimi 10 anni, grazie anche al segmento AIM,<sup>16</sup> mercato alternativo del capitale dedicato alle Piccole e Medie Imprese Italiane in cerca di capitale per finanziare la crescita, il numero delle società italiane quotate a Piazza Affari è aumentato di 218 unità<sup>17</sup> (solo per il mercato AIM), di queste inoltre 17 sono transitate nel segmento MTA, anche Star dedicato a titoli di qualità.

---

<sup>15</sup> Per maggiori informazioni e approfondimenti si rimanda al seguente sito web: <http://www.oecdbetterlifeindex.org/it/countries/japan-it/>

<sup>16</sup> Acronimo di "Alternative Investment Market"

<sup>17</sup> MilanoFinanza, ottobre 2020 - *Borsa Italiana, crescono del 24% le società quotate dal 2009 ad oggi*, di Elena Dal Maso.

Oltre che in Italia, anche in altri società ubicate in paesi che tradizionalmente ricorrono al modello di *governance* latino, l'azionista di maggioranza è sovente rappresentato da famiglie imprenditoriali. Il controllo assunto dagli azionisti di maggioranza, viene spesso ottenuto o rafforzato per il tramite dei cd. CEMs, *Control Enhancing Mechanisms*. I CEMs ricomprendono numerosi meccanismi per il rafforzamento del controllo come ad esempio il diritto di voto plurimo (*dual class*) o limitato ai possessori di azioni di categoria o quote con diritti particolari; le *loyalty shares* che attribuiscono poteri speciali a coloro che possiedono per un certo periodo di tempo le azioni della società; i patti parasociali e i gruppi piramidali. Gli *stakeholder* che assumono maggiore rilevanza in società che adottano il modello latino, sono appunto gli azionisti di maggioranza, il loro potere spesso pregiudica anche gli interessi degli azionisti di minoranza oltre che di altri *stakeholder* quali investitori istituzionali, istituti di credito, fornitori e dipendenti. È lo *stakeholder* Stato ad assumere notevole importanza soprattutto quando le società operano in settori strategici, in questo caso la funzione assunta è, oltre che quella di controllo, assumere ruolo di azionista della società. Ulteriore elemento caratterizzante del modello latino è proprio il modello di amministrazione e controllo che viene spesso adottato: è l'assemblea dei soci, e quindi gli azionisti di maggioranza, che nominano gli amministratori; il modello tradizionale, utilizzato molto in Italia, prevede che siano gli stessi soci a nominare il collegio sindacale (organo preposto al controllo circa la gestione della società). Con tale modello viene meno la separazione tra proprietà e controllo essendo "controllati" e "controllanti" nominati dai medesimi soggetti. Sovente vi è il ricorso alla nomina dell'Amministratore Delegato o di Direttore Generale verso colui che già ricopre il ruolo di Presidente del Consiglio di Amministratore che molto spesso coincide con il socio di maggioranza. Questi fattori in contrasto con le *best practice* vengono limitati dall'adozione di codici di autodisciplina che, seppure meno stringenti rispetto a quelli utilizzati nel modello anglosassone, hanno un impatto positivo soprattutto in riferimento all'uniformità circa organizzazione e funzionamento delle società che li adottano.

Dai tre modelli principali di *corporate governance*, tramite modifiche circa le quote detenibili da parte di un singolo azionista, la presenza di azioni o quote dotate di diritti particolari, organi presenti nell'assetto organizzativo, nascono diversi modelli di capitalismo societario.

In Canada ad esempio, a differenza delle società statunitensi, l'azionariato è nelle mani del cd. "zoccolo duro", vi è elevata concentrazione azionaria e vengono anche limitate le quote detenibili da azionisti esterni che risultano azionisti di società appartenenti a diversi settori.

Ricorrendo all'utilizzo di categorie di azioni o quote, è possibile, senza perdere il controllo sulla proprietà, provvedere alla raccolta di capitale dall'esterno. Altro elemento caratterizzante del modello di *governance* canadese risiede nell'assenza di altri organi oltre il Consiglio di Amministrazione. Il modello ha iniziato a conformarsi al modello statunitense solo dopo la stipula del trattato "NAFTA", nato per regolare i rapporti socio-economici tra Stati Uniti, Canada e Messico.

Paese in cui viene utilizzato un modello simile a quello renano è la Svezia, l'elemento comune è soprattutto la partecipazione dei sindacati al governo dell'impresa. Nei paesi emergenti invece vi è elevata concentrazione azionaria e come per il modello nipponico e tedesco, la cooperazione tra imprese è molto frequente. Più vicini al modello latino risultano invece i modelli di capitalismo societario di società appartenenti ai paesi dell'Asia orientale: il controllo è detenuto da una famiglia o dal singolo azionista, essendo la cooperazione tra imprese di tipo piramidale, mediante la leva azionaria, il singolo azionista ha potere di esercitare diritti di voto superiori rispetto alla quota di capitale direttamente posseduta nelle società ubicate ai livelli più bassi della piramide.

### **2.2.1 Sistemi di amministrazione e controllo**

I modelli di governo societario possono essere sì legati al paese in cui le società hanno la propria sede legale e/o amministrativa ma, allo stesso tempo, possono differenziare in virtù delle modalità attraverso le quali vengono distribuite le funzioni di gestione e controllo e il conseguente sistema di amministrazione e controllo scelto o imposto dall'ordinamento giuridico.

L'ordinamento italiano, a seguito della riforma del diritto societario del 2003 riconosce la possibilità di adozione per le società domiciliate nel territorio nazionale, in alternativa al sistema di amministrazione e controllo cd. tradizionale, anche del sistema dualistico e monistico, rispettivamente di ispirazione tedesca e anglosassone. Elemento distintivo principale dei diversi sistemi è il numero di organi a cui le funzioni organizzative e di controllo vengono attribuite oltre che del diritto di nomina dei membri degli stessi.

Il sistema tradizionale, proprio delle società italiane è caratterizzato dalla presenza di due diversi organi a cui sono attribuite diverse funzioni: l'organo di gestione (di tipo collegiale o individuale, consiglio di amministrazione o amministratore unico) e l'organo di controllo, il collegio sindacale. Sebbene le funzioni affidate a tali organi differiscano in modo rilevante

essendo l'ultimo organo il controllore del primo, nella prassi emerge come la modalità di nomina di tali organi possa far emergere diverse problematiche poiché controllori e controllati vengono nominati dagli stessi soggetti: coloro che risiedono nell'assemblea dei soci. Il sistema tradizionale è anche noto come sistema dualistico di tipo orizzontale e differisce dal sistema dualistico di tipo verticale.

In particolare, il sistema dualistico di tipo verticale prevede che la nomina dell'organo di controllo venga effettuata dall'assemblea dei soci e, molto spesso, dai dipendenti; una volta costituito l'organo di controllo è lo stesso che provvede alla nomina dell'organo di gestione. Come è possibile notare, il modello dualistico di tipo verticale rispecchia il modello di capitalismo sociale di tipo renano, la nomina dell'organo di controllo da parte dei soci ma anche da parte dei lavoratori è l'elemento che accumuna sistema di amministrazione e controllo e modello di *governance*. Il sistema tradizionale, dualistico orizzontale, pone l'accento sul ruolo svolto dagli *shareholder*. Questi hanno spesso un livello di controllo sull'operato dell'organo di gestione e su quello dell'organo di controllo molto più rilevante rispetto al sistema dualistico orizzontale. È quindi in questo sistema molto più probabile che gli interessi degli azionisti di maggioranza prevalgano su quelli degli azionisti di minoranza e dei diversi stakeholder aziendali. Scopo del sistema dualistico di tipo verticale era quello di costituire, a seguito dell'abolizione del sistema di costituzione delle società mediante autorizzazione statale, un processo di nomina dell'organo di controllo con funzioni sì di vigilanza ma soprattutto di tutela degli interessi sociali che prescindono da quello di tipo puramente azionario. Il compito dell'organo di controllo, noto come Consiglio di Sorveglianza, è appunto quello di sorvegliare e controllare sull'operato svolto dall'organo di gestione, Consiglio di Gestione, senza però intervenire sulle questioni legate all'operatività aziendale. Il modello essendo sviluppato su due livelli è noto anche come *two-tier-system* differendo appunto dal *one-tier-system*, il sistema monistico.

Il sistema di amministrazione e controllo di tipo monistico è caratterizzato dalla struttura in cui è sviluppato, a un solo livello: è infatti presente un solo livello di nomina come nel sistema tradizionale ma in tal caso si prevede che ci sia un unico organo societario fondamentale: il Consiglio di Amministrazione, *Board of Director*. Il sistema monistico risulta il sistema di amministrazione e controllo proprio del modello di *corporate governance* anglosassone. Elemento che caratterizza l'organo di gestione del sistema monistico è che, oltre alle consuete funzioni di amministrazione e pianificazione, a tale organo sono affidate anche funzioni di

controllo della gestione operativa e promozione della trasparenza sia verso l'interno che verso l'esterno dell'organizzazione. All'interno del *board* risiedono infatti sia amministratori esecutivi che amministratori non esecutivi alcuni dei quali, a seconda delle disposizioni normative delle varie Autorità di Vigilanza, devono possedere anche il requisito di indipendenza proprio dei componenti degli organi di controllo dei due sistemi sopra riportati. Gli amministratori non esecutivi, a differenza di quelli esecutivi che svolgono ruoli propri dei consiglieri e amministratori del sistema tradizionale, hanno anch'essi il compito di partecipare alla gestione della società ma non hanno alcun rapporto diretto con la proprietà, in tal modo si cerca di garantire un principio di gestione che è più simile a quella di controllo poiché il ruolo svolto dagli *outsider* deve essere guidato dal giudizio di indipendenza. Altra caratteristica del monistico è che all'interno del Consiglio di Amministrazione possano essere costituiti dei Comitati, il più importante di tutti risulta il Comitato di Controllo Interno costituito per definizione da amministratori non esecutivi con il compito di vigilare sull'operato svolto da parte degli *insider*. L'indipendenza degli amministratori non esecutivi, anche se in modo improprio rispetto ai requisiti dei sindaci del collegio sindacale, viene tutelata mediante la durata della carica: durata a tempo determinato e senza rinnovo automatico in modo tale che i rapporti che vengono a delinearsi durante la carica con gli amministratori esecutivi, non possano avere risvolti, negativi o positivi, per l'organizzazione in generale. Tuttavia, al di là dell'indipendenza e del mancato coinvolgimento diretto degli amministratori non esecutivi rispetto agli interessi degli *shareholder*, il fatto che questi appartengano allo stesso organo in cui risiedono anche gli *insider*, risulta il rischio più rilevante per il sistema monistico, meglio noto come *monitoring-colleague-dilemma*.

Sebbene in Italia il sistema di amministrazione e controllo dominante sia quello tradizionale, è il monistico il sistema che risulta maggiormente utilizzato (in Italia adottato solo da quattro società quotate). A livello internazionale, il *one-tier-system* è adottato dal 62% delle società, 72% della capitalizzazione del mercato<sup>18</sup>. Il largo uso di questo sistema è dovuto principalmente dall'apprezzamento da parte dei grandi investitori internazionali avendo la composizione dell'organo di gestione una connotazione tale da assicurare maggior tutela dei loro interessi. Ciò che rende il sistema monistico ampiamente utilizzato risiede proprio nella struttura del

---

<sup>18</sup> Dati riferiti al 2019, per maggiori approfondimenti si consiglia Umberto Tombari, 9 aprile 2021 – *Il sistema monistico è una garanzia di efficienza e controllo* - Il Sole 24 Ore.

*board*. Se a livello pratico e allo stadio primordiale, istituito nel 1970 dalla corte di Delaware, era connotato dalla presenza contemporanea di amministratori esecutivi e non esecutivi (modello *Board 1.0*) i quali svolgevano funzioni proprie dell'organo di controllo; a seguito degli scandali finanziari susseguitisi tra il 1970 e il 2000 venne sostituito dal modello *Board 2.0* il quale risulta essere il modello di amministrazione e controllo adottato oggi. Il modello *board 2.0* si distingue per la presenza predominante di amministratori indipendenti all'interno del *board* rispetto al numero di amministratori esecutivi. Il cambiamento ha avuto luogo proprio per il rafforzamento dell'indipendenza degli amministratori rispetto all'obiettivo di profitto proprio del CEO, indipendenza quale elemento fondamentale per la tutela degli interessi degli investitori istituzionali. Inoltre, il periodo storico nel quale si delinea questo modello è susseguente al rafforzamento della regolamentazione soprattutto in termini di *corporate compliance*. Un ulteriore cambiamento che potrebbe subire il sistema monistico, soprattutto per il governo delle grandi multinazionali, è noto come modello *Board 3.0*. Quest'ultimo, derivando dal precedente, si configura come modello in cui è presente una maggiore diffusione di comitati di strategici interni i quali, costituiti da amministratori non esecutivi indipendenti, possano avere funzione di supporto per le decisioni strategiche del CEO. Ulteriore elemento novativo all'interno dell'organo di gestione potrebbe essere, laddove necessario, il ricorso a consulenti esterni con funzione di supporto al *management* insito nei comitati di revisione strategica. Secondo gli ideatori del modello 3.0, Gilson e Gordon, gli amministratori dovrebbero essere pagati principalmente secondo piani di remunerazione basati sul valore delle azioni a lungo termine. Le aspettative di compensazione dettate dalle performance di lungo periodo, promuovono la creazione di valore sia per l'organizzazione in se che per la reputazione degli amministratori fungendo quale strumento di rafforzamento della loro credibilità a fine mandato in ottica dell'assunzione della medesima carica in una società diversa.

L'evoluzione del sistema monistico, la sua adozione oltre che la facilità interpretativa e applicativa a livello internazionale, lo hanno reso il modello che si presta maggiormente a tutelare i diversi diritti coinvolti. La diffusione di tale sistema in Italia potrebbe contribuire a rendere le società italiane più competitive a livello internazionale e a livello globale potrebbe essere il modello di *governance* uniforme in grado di colmare e diminuire le lacune degli attuali modelli di *corporate governance*.

### 2.3 Definizioni e concezioni di *Corporate Governance*

Il concetto di *Corporate governance*<sup>19</sup>, a seconda delle diverse opinioni in letteratura, potrebbe riferirsi alternativamente all'ampiezza e la varietà degli *stakeholder* considerati dalle società o all'ampiezza e varietà degli organi societari a cui è attribuita la responsabilità per il governo d'impresa". Vi sono quattro diverse definizioni di CG principali: secondo la prima definizione i portatori di interesse diversi dagli shareholder non hanno alcun diritto circa il governo societario, coloro che possono intervenire nel processo di governo e strategico dell'impresa devono essere selezionati unicamente tra azionisti, consiglieri e manager; la seconda definizione della CG riconosce invece il ruolo degli *stakeholder* come pure i problemi legati al trade-off tra tutela degli interessi di diversi *stakeholder* e soddisfacimento tra loro alternativo; la terza definizione, non discostandosi dalla prima, riconosce in capo al Consiglio di Amministrazione e al *Management* delle società il ruolo di governo di impresa; la quarta definizione sembrerebbe, più della seconda, incline a considerare le società come organizzazioni economico-sociali il cui scopo non è solo il perseguimento dell'interesse degli azionisti ma anche la soddisfazione dei bisogni e delle aspettative di diverse categorie di *stakeholder*. Secondo quest'ultima definizione, il ruolo di governo di un'impresa non può infatti esaurirsi solo con la previsione di un Consiglio di Amministrazione, occorre invece prevedere strutture organizzative e sistemi di funzionamento di diversi organi societari tali da poter superare la cd. concezione ristretta di *corporate governance*.

A seconda degli interessi considerati nel processo di *governance* e alle strutture e i meccanismi utilizzati, è possibile ottenere una matrice, come quella riportata in basso, in modo da tracciare i confini tra concezione ristretta e concezione allargata di *corporate governance*.

---

<sup>19</sup> Di qui anche come CG

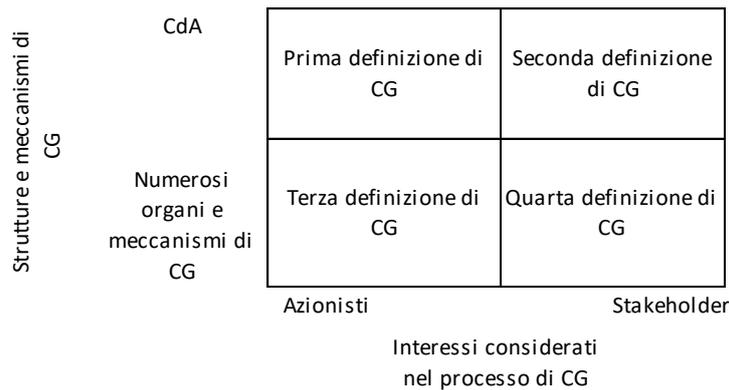


Figura 2.1: Definizioni di Corporate Governance e confini tra Concezione Allargata e Concezione Ristretta – Fonte: rielaborazione propria da Zattoni A., 2015 “Corporate Governance”, EGEA.

A differenza della concezione ristretta della CG, tipica dei paesi anglosassoni in cui le attenzioni si concentrano sul funzionamento dell’organo amministrativo e all’implementazione di strumenti tali da assicurare il rendimento del capitale investito da parte degli azionisti, riconducibile alla prima e alla terza definizione di *corporate governance*, la concezione allargata mira ad estendere l’attenzione verso tutti gli *stakeholder* e a considerare diversi meccanismi per il governo d’impresa in particolare organi esterni di vigilanza, società di revisione, efficienza del mercato finanziario e mercato del lavoro quali strumenti esterni in grado influenzare i meccanismi interni dell’impresa stessa.

In letteratura vi sono diverse definizioni di *Corporate Governance* che, a seconda del ruolo attribuito alla stessa, possono essere ricondotte alle quattro definizioni prima enunciate. Tra queste è utile rammentare la definizione data da Catturi (2003): “La *Corporate Governance* riguarda la presenza di uno o più organi che compongono e caratterizzano, insieme ad altri, l’unitario e complesso organismo socio-economico”<sup>20</sup> risulta essere particolarmente incline alla quarta definizione di CG e alla concezione allargata. Egli attribuisce una funzione più ampia, rispetto ad altri autori, alla *Corporate Governance* per l’impresa ma, riconosce quest’ultima quale organismo “socio-economico”, rilevante non solo dal punto di vista delle performance economico-finanziarie ma anche come organismo in grado di avere impatto sulla società intesa come insieme di soggetti che subiscono o beneficiano delle azioni dell’impresa stessa: gli *Stakeholder*. Riconducibile anch’essa alla concezione allargata di CG (primo e quarto

<sup>20</sup> Catturi G., 2003 – “L’azienda Universale”

quadrante della matrice sopra riportata), è la definizione di *Corporate Governance* riportata da “Il Sole 24 Ore” (2018): “*Governance* è l’organizzazione interna di un’impresa, che regola le relazioni fra i soggetti interni dell’impresa stessa che a diverso titolo intervengono nello svolgimento dell’attività e alle forme di tutela dei diversi interessi esterni coinvolti. L’obiettivo di una buona *governance* è quelli di affidare al gestione dell’impresa alle persone più adatte, tutelando gli interessi legittimi di piccoli soci, creditori sociali e dipendenti e la trasparenza della gestione”. Mediante questa definizione viene riconosciuta l’esistenza degli *stakeholder* e della loro rilevanza nel processo di decisione in quanto portatori di interesse esterni. Viene qui enfatizzata la responsabilità delle decisioni aziendali circa la tutela degli interessi legittimi delle minoranze siano essi soci che creditori, dipendenti o collettività esterna all’organizzazione aziendale. Anche la definizione data da Huse M. mira ad enfatizzare il ruolo che soggetti esterni all’impresa possono assumere direttamente e indirettamente nel governo societario: “Corporate governance is not about identifying the principal or main actors in a company. Rather, it is important to acknowledge that there are various groups of actors external or internal to the company, and the relations among them may empower the board members for special roles or tasks”<sup>21</sup>.

In contrapposizione a queste definizioni vi sono quelle di Coda V. “La Corporate Governance indica i caratteri di struttura e di funzionamento degli organi di governo (C.d.A., presidente del C.d.A., Comitati) e di controllo (Collegio Sindacale, Revisori Esterni) nei rapporti intercorrenti fra loro e nelle loro relazioni con gli organi/esponenti della proprietà e con la struttura manageriale”<sup>22</sup> e quella di O’Sullivan M. “Corporate governance is concerned with the institutions that influence how business corporations allocate resources and returns. Specifically, a system of corporate governance shapes who makes investment decisions in corporations, what types of investments they make, and how returns from investments are distributed”<sup>23</sup>. Entrambe le definizioni sono influenzate dalla teoria della teoria dell’agenzia e incline ai modelli di *governance* tipi delle società anglosassoni. Negli ultimi anni però, complice il processo di globalizzazione, sia per le società ad azionariato diffuso che per le società ad azionariato concentrato che hanno subito una modifica della compagine sociale divenendo delle *public company*, il modello di *governance* tradizionale anglosassone ha subito modifiche

---

<sup>21</sup> Huse M., 2007.

<sup>22</sup> Coda V., 1997 in “Trasparenza informativa e correttezza gestionale: contenuti e condizioni di contesto”, Scritti di Economia Aziendale in memoria di Raffaele D’Orlando CEDAM.

<sup>23</sup> O’Sullivan M., 2000.

sostanziali: anche se viene mantenuto il controllo delle decisioni da parte del Consiglio di Amministrazione, Comitati e organi di controllo, i modelli di business e gli obiettivi aziendali vengono rese note all'esterno, indice dell'importanza riconosciuta da parte delle società agli stakeholder e dell'impatto che una loro mancata considerazione potrebbe avere sui livelli di performance.

### **2.3.2 *Outsider e Insider System***

Gli strumenti di *governance* e le regole di governo sono spesso frutto della volontà del legislatore e, più in generale dal sistema giuridico utilizzato in un determinato paese. La distinzione più rilevante risulta infatti basata sui sistemi di *governance* tra i paesi di *common law* e di *civil law*. Nel primo caso, nei paesi anglo-americani, il sistema giuridico è basato non sulla legge ma sulla giurisprudenza, sono i casi concreti i punti di riferimento per la gestione delle controversie private; al contrario, nei paesi di *civil law*, come l'Italia, la legge assume rilevanza, nelle controversie pubbliche o private non si può prescindere da essa essendo il fondamento della giurisprudenza. La differente modalità di risoluzione delle dispute tra private o tra pubblico e privato, incidono anche sulla modalità in cui gli organi sociali e non abbiano rilevanza nella *governance* societaria. L'elemento discriminante in tema di *corporate governance* è senza dubbio il ruolo che il mercato azionario svolge nelle società quotate, come organismo attraverso il quale vengono stabiliti i requisiti per essere ammessi alla quotazione nel mercato dei capitali. Nei paesi di *common law*, come è emerso dalla descrizione del modello anglosassone, il ruolo del mercato azionario assume elevata importanza: il sistema di amministrazione e controllo societario deve essere conforme a quanto richiesto dalle borse valori e, solo in un secondo momento, tali regolamenti assumono rilevanza anche legislativa. Per le società che operano invece in paesi di *civil law*, è la legge a stabilire le strutture di governo da adottare e successivamente tramite accordi con il mercato borsistico, stabilisce i regolamenti a cui le società quotate o prossime alla quotazione devono sottostare.

Il sistema giuridico rileva sulla tutela degli interessi degli stakeholder e il conseguente monitoraggio dell'operato del *management*: per tale motivo vengono a configurarsi i sistemi di *outsider e insider system*.

L'*outsider system*, tipico dei paesi anglosassoni e quindi paesi di *common law*, è connotato dal monitoraggio sull'operato del *management* di tipo esterno. Le *public company* hanno necessità di un sistema di controllo esterno da parte del mercato dei capitali efficiente in quanto, proprio

per l'elevata percentuale di flottante, c'è una netta separazione tra proprietà e controllo. In questo sistema la tutela degli interessi degli azionisti si basa sul contratto di agenzia tra azionisti e *management*, contratto che spesso determina problemi a discapito dei primi. Gli azionisti non hanno diretto controllo sull'operato del *management* ma, per il tramite del giudizio che il mercato effettua, gli stessi fruiscono di un controllo di tipo indiretto. Il mercato azionario, se organizzato in modo efficiente, genera un sistema di incentivazione per il *management* tale da poter tutelare gli interessi degli stakeholder: è il prezzo delle azioni riconosciuto dal mercato l'esatta espressione del giudizio sull'operato dei *manager*.

Diverso risulta l'*insider system*: il mercato azionario è nei paesi di *civil law* meno sviluppato rispetto ai paesi anglosassoni, è lo Stato ad assumere un ruolo di controllo. Vero è però che, al contrario delle *public company*, le società che risiedono in paesi di *civil law* hanno una mancanza di separazione tra proprietà, gestione e controllo. Essendo l'azionariato molto concentrato, il controllo viene svolto dagli stessi *shareholder*: sistema di monitoraggio interno. Anche in presenza di organi di controllo societari, il controllo si sostanzia nell'esatta espressione degli interessi degli azionisti, sono questi ultimi infatti a nominare coloro che devono effettuare il monitoraggio sulla gestione aziendale. L'*insider system* assume due diverse conformazioni a seconda che il modello di *corporate governance* sia di tipo latino o renano. Nel primo caso è l'azionista di controllo a svolgere il monitoraggio sul *management* poiché esercita un potere sugli stessi molto rilevante (determinandone la nomina/revoca e spesso il compenso); nel secondo caso sono le banche e i dipendenti ad svolgere funzione di controllo sul *management*.

Il sistema di *monitoring* sulla *governance* è uno dei tanti strumenti utilizzati per la tutela degli interessi di tutti o particolari categorie di *stakeholder*. Nell'*outsider system* lo *stakeholder* principale, come nell'*insider* di tipo latino è l'azionista, lo *stakeholder* principale e il soggetto per il quale viene effettuato il controllo sulla gestione aziendale. Nell'*insider system* di tipo renano emergono invece anche forme di tutela per diversi stakeholder oltre agli azionisti: mercato finanziario e capitale umano.

## 2.4 Principali strumenti di *Corporate Governance* per la gestione degli interessi degli *stakeholder*

Come descritto nei precedenti paragrafi in base alla letteratura, vi è un legame intrinseco tra *corporate governance* e *stakeholder management*, i modelli di governance e i sistemi di controllo sono disegnati per essere idonei alla tutela degli interessi di diversi stakeholder.

La giurisprudenza e il mercato azionario giocano un ruolo fondamentale nella gestione degli interessi degli stakeholder attraverso la normazione e la pubblicazione di regolamenti e raccomandazioni per implementare meccanismi di *stakeholder engagement* in linea con le loro aspettative e con quanto stabilito da altre istituzioni internazionali.

Sistema giuridico e mercato dei capitali efficienti sono senza dubbio i principali strumenti di *corporate governance* per la gestione degli interessi degli *stakeholder*. Uno degli strumenti più rilevanti istituiti dalla prassi anglo-americana, a seguito degli scandali in tema di governance susseguitosi tra gli anni '70 e '90, è senz'altro la previsione della nomina di un amministratore indipendente: il *lead independent director*, carica amministrativa riconosciuta anche dal Comitato per la Corporate Governance italiano. Il *lead independent director* funge da supporto per il Presidente del Consiglio di Amministratore ma più nello specifico è il punto di riferimento per gli amministratori non esecutivi (indipendenti o meno), ne coordina le riunioni e il suo operato si sostanzia anche nella gestione delle istanze da questi sollevate e per la gestione dei loro interessi. La nomina è obbligatoria nel caso in cui la carica di presidente e di amministratore delegato appartengano allo stesso soggetto o nel caso in cui la maggioranza degli amministratori indipendenti ne facciano richiesta, è infatti per garantire maggior equilibrio di potere che le Autorità di Vigilanza americane ne propongono la nomina. I poteri attribuibili al *lead independent director* (LiD) variano, in Italia, a seconda delle dimensioni societarie, in particolare, nelle società di grandi dimensioni, esso esprime il proprio parere in merito al numero di incarichi che un amministratore può svolgere soprattutto in riferimento alle cariche possedute in altre società del gruppo ed esterne.

Accanto al LiD rientrano quali strumenti per la tutela degli interessi degli stakeholder i sistemi remunerativi, più nello specifico i piani di incentivazione. Negli anni '80 si è assistito ad un aumento del valore dei compensi del *top management* senza che la retribuzione fosse legata a performance economiche più elevate e inoltre senza che l'aumento della retribuzione fosse collegata all'aumento del livello medio salariale dei dipendenti. Una delle *policy* consigliate sul rapporto tra compenso degli amministratori e compenso medio dei dipendenti è la percentuale di remunerazione aggiuntiva dei primi rispetto ai secondi consigliata da Peter Drucker: non

superiore al 25%. Drucker, esperto di *management*, nel 1984 denunciava l'allora rapporto remunerativo di 42:1 come "moralmente e socialmente imperdonabile". Da allora ad oggi, il rapporto è aumentato a dismisura essendo misurabile in 204:1<sup>24</sup>. Mediante le relazioni sulla governance, in particolare, le relazioni del Comitato Remunerazioni, è possibile prendere atto dei piani di remunerazione delle società quotate: in questo modo i diversi portatori di interesse prendono coscienza di come viene gestito il valore creato e se il compenso percepito dai membri del *top management* sia in qualche modo legato alle performance aziendali.

Proprio in quest'ottica funzionano i piani di incentivazione e di remunerazione. La remunerazione del *management* per essere un efficace strumento di incentivazione deve essere divisa in quattro elementi, tre se si parla della remunerazione degli amministratori non esecutivi. Il primo dei quattro elementi è rappresentato dallo stipendio base, varia a seconda della funzione ricoperta, del tenore di vita medio nella nazione e di variabili legate alle dimensioni aziendali oltre che del *curriculum* professionale del destinatario; secondo elemento è l'incentivo a breve termine, basato sul raggiungimento di performance a breve termine pari o inferiori all'anno ma spesso elemento criticato proprio perché maggiormente legato alla miopia manageriale. Spesso però, per evitare che ciò avvenga, tale parte remunerativa può essere resa ripetibile o non corrisposta nel caso in cui agli obiettivi di breve termine non abbiano condotto al raggiungimento dell'obiettivo di medio/lungo termine o ancora quando si verifica successivamente che l'obiettivo di breve termine non sia stato realmente raggiunto. Terzo elemento retributivo è rappresentato dagli incentivi di lungo termine, tipicamente costituiti da piani di *stock option* o piani di *stock granting*. L'ultimo elemento che costituisce l'emolumento del *top management* invece non è legato alla performance, è rappresentato da *benefit* aziendali: piani pensionistici o indennità di buona uscita oltre che i cd. *fringe benefit*. La retribuzione è quindi suddivisibile in parte fissa (stipendio base) e parte variabile (sistemi di incentivazione), anche il rapporto tra componente fissa e componente variabile, soprattutto a favore della seconda sulla prima, è indice di gestione della remunerazione del *top management* in modo responsabile poiché il peso più elevato della componente variabile ha funzione di incentivazione per il management ad intraprendere decisioni meno avventate e dannose per il benessere sociale. Per gli amministratori non esecutivi gli elementi della remunerazione sono invece il compenso fisso, un compenso addizionale nel caso in cui si prende parte ai comitati e i cd. gettoni di presenza (meccanismo per incentivare la presenza alle riunioni aziendali e per

---

<sup>24</sup> Per maggiori approfondimenti si legga [www.panorama.it/news/economia/stipendi-differenze-ceo-dipendenti](http://www.panorama.it/news/economia/stipendi-differenze-ceo-dipendenti)

evitare che le assemblee vadano deserte o che il voto risultante nelle stesse sia espressione dell'interesse di pochi, spesso amministratori esecutivi).

Tra i piani di incentivazione più diffusi, basati su obiettivi raggiunti nel lungo termine, vi sono gli *stock option plan* e gli *stock granting plan*. I primi sono rivolti ad alcuni manager, fissando al momento della creazione del piano (*fixed stock option plan*) o determinando successivamente (*variable stock option plan*) la condizione di esercizio del diritto di opzione. Una volta assegnato il numero di *stock option* e nel momento in cui è possibile esercitare il diritto, colui che ne possiede ha la facoltà di acquistare o di assegnare le azioni divenendo o meno azionista della società. Il meccanismo di incentivazione risiede nel fatto che colui a cui sono state assegnate le azioni ha un interesse maggiore a svolgere la propria attività in modo diligente e attivo poiché a seguito dell'aumento del valore delle azioni aumenterebbe la quota di azioni in suo possesso o il valore ricavabile dalla vendita delle stesse anche nel caso in cui il prezzo di esercizio fosse già stato stabilito in fase di assegnazione, in questo caso colui che eserciterà l'opzione godrà della plusvalenza registrata. A differenza degli *stock option*, gli *stock granting plan* prevedono l'assegnazione di un numero di azioni della società ai membri del *management* a cui viene legata la performance registrata nel lungo periodo. In questo caso però il *manager* a cui viene assegnata una remunerazione con *stock granting plan*, al contrario della conversione delle *stock option* in azioni, ha un rischio minore di registrare minusvalenze e quindi di perdita. Il potere incentivante è per tale motivo maggiore nei piani di *stock option* essendoci uno stretto legame tra obiettivo-performance e rendimento dell'azione. Inoltre, le *stock option* o *stock granting* risultano strumenti di incentivazione per tutti i membri dell'organizzazione poiché possono essere assegnate non solo ai membri del Consiglio di Amministrazione ma anche ai dipendenti, collaboratori e membri dell'amministrazione d'azienda.

Ulteriori strumenti propri della *corporate governance* che supportano la *stakeholder management* sono insiti nelle comunicazioni sulla governance contenute nella cd. Relazione di *Governance*. Tra gli elementi fondamentali vi è l'esplicitazione della composizione, funzionamento e presenza di comitati dell'organo di gestione, il sistema di controllo interno, informazioni in merito ai rapporti con gli azionisti e con le parti correlate, i sistemi di remunerazione, la composizione dell'organo di controllo con adeguato dettaglio circa le cariche assunte dai membri dello stesso in altre società, codici etici e di condotta. È il *report di governance* lo strumento principe per una corretta gestione degli interessi di tutti gli *stakeholder*. L'evoluzione che ha subito negli anni questo documento informativo e di

comunicazione aziendale, lo rende oggi ancora più in linea con le aspettative della società odierna: al suo interno oltre alle informazioni sopra riportate vengono infatti elencati aspetti che prescindono direttamente dalla *governance* intesa a livello letterale; sono contenute informazioni su aspetti etici, sociali e morali che nelle versioni originarie di questo documento non possedevano lo spazio dedicato che hanno adesso. È proprio tale informativa, assieme alla Dichiarazione di carattere Non Finanziario, che svolgerà un ruolo fondamentale per la ricerca delle variabili utili all'analisi empirica che verrà descritta nel prosieguo.

### **Capitolo 3 – Analisi empirica: ricerca di una associazione tra performance economico-finanziarie, *governance* e *stakeholder management***

Scopo di questo elaborato è definire l'esistenza di una possibile associazione tra l'implementazione di un approccio manageriale orientato alla gestione degli interessi degli *stakeholder*, modello di capitalismo societario e performance economico-finanziarie; per tali motivi è stato necessario raccogliere dati atti a poter spiegare il possibile fenomeno che lega queste variabili.

In questo capitolo verranno pertanto passate in rassegna le motivazioni sottostanti la scelta del settore merceologico su cui sono stati raccolti i dati, la scelta delle variabili e la loro attribuzione alle diverse macro-categorie su cui verte l'analisi empirica.

#### **3.1 Il settore del Lusso: motivazioni della scelta**

Nella ricerca del possibile collegamento tra performance, *governance* e *stakeholder management* è stato preso in considerazione il settore del lusso<sup>25</sup>. La scelta di tale settore, piuttosto che di altri, trova motivazione nella recente e crescente evoluzione circa l'attenzione alla sostenibilità socio-ambientale che il settore *luxury* ha e sta attraversando. Negli ultimi anni, grazie anche alla maggiore sensibilità dei consumatori, sono state rese note da molteplici testate di giornalismo di inchiesta informazioni riguardanti l'impatto negativo della moda sull'ambiente.

Questo impatto è attenuato, anche se ancora esistente, proprio in virtù della maggiore attenzione che i consumatori e la collettività in generale attribuiscono alle tematiche socio-ambientali. Gli effetti negativi più considerevoli sono riconducibili in primis allo spreco di acqua per poi passare alle emissioni di anidride carbonica, uso di sostanze chimiche nocive non solo per l'ambiente ma anche per l'uomo e soprattutto allo scarso riutilizzo di alcuni capi di abbigliamento che al giorno d'oggi sono in costante aumento<sup>26</sup>, complice anche il lancio e lo sviluppo della cd. *fast fashion*. In prima battuta potrebbe sembrare che tutte queste variabili non abbiano nessuna relazione con la *Stakeholder Management* ma, come è stato discusso nel primo capitolo, anche gli interessi della società-collettività oltre che dell'ambiente dovrebbero essere considerati al pari degli interessi degli azionisti da parte di qualsiasi impresa.

---

<sup>25</sup> Di qui anche come settore *luxury*.

<sup>26</sup> Per approfondimenti si consiglia la lettura di articoli tra cui <https://www.lastampa.it/tuttogreen/2020/08/08/news/ma-quanto-inquina-la-moda-1.39115736>

La conversione che il settore del lusso, in particolare della moda, sta attraversando per virare verso modelli di business più rispettosi dell'ambiente e dei diritti umani, rende questo settore idoneo alla ricerca. Ulteriore elemento che rende il settore adatto all'analisi qui proposta è l'elevata presenza di donne in posizione di vertice nell'organo amministrativo oltre che come membri dello stesso rispetto al mercato economico globale; basti pensare che nel *ranking* "Fortune 500" solo 37 sono le aziende guidate da donne<sup>27</sup>. Nel campione di aziende selezionate per l'indagine, pari a 60 società, sono otto<sup>28</sup> le donne che ricoprono la posizione di Amministratore Delegato, l'incidenza è quindi pari al 13,33% contro il 7,4% delle 500 aziende del rating Fortune 500. Inoltre, la percentuale di donne all'interno dell'organo amministrativo del settore di riferimento è in media pari al 27,55% con un valore massimo del 64%.

Alcune compagnie della moda, per aumentare il loro consenso e di conseguenza anche il livello di performance economico-finanziarie, hanno recentemente introdotto all'interno dei loro modelli di business iniziative in grado di attirare un nuovo segmento di clientela: gli HENRYs<sup>29</sup>. Gli aspetti morali ed etici, oltre che l'attenzione all'ambiente e alla sostenibilità, da parte di questi consumatori, hanno contribuito al repentino cambiamento del settore del lusso da sempre associato a un concetto di consumismo eccessivo. Di seguito vengono riportate solo alcune delle iniziative messe in atto dalle più importanti case di moda a riprova del fatto che il cambiamento dei modelli di business delle società appartenenti al settore del lusso sta realmente concretizzandosi.

Burberry ha annunciato nel 2018 di porre fine alla pratica di distruzione di prodotti rimasti invenduti durante l'anno. Precedentemente infatti prodotti pari a diversi milioni di dollari, se rimasti invenduti durante la stagione, andavano bruciati per evitare la svendita e mantenere in tal modo l'autenticità del brand; il gruppo Kering ha aumentato la percentuale di materie prime rinnovabili e sostenibili utilizzate nel processo produttivo oltre che l'implementazione all'interno dell'organizzazione aziendale di codici di condotta, creazione di una fondazione per

---

<sup>27</sup> Per maggiori informazioni: <https://www.fortuneita.com/>

<sup>28</sup> Donne che ricoprono la carica di amministratore delegato individualmente o in concomitanza con un amministratore delegato uomo, rispettivamente paria a un numero di 5 e 3.

<sup>29</sup> High Earners Not Rich Yet: gruppo di consumatori che comprende i Millennials, Gen Z e i Baby Boomer. Hanno in media 43 anni, possiedono fonti di guadagno pari a circa 136 mila dollari l'anno e un patrimonio inferiore al milione di dollari

combattere la violenza sulle donne e l'ideazione di particolari standard di tipo socio-ambientale (Kering Standards) per le società che fanno parte del gruppo. Prada, sin dal 2007, è stata tra le prime case di moda ad adottare un codice di condotta; ha inoltre creato un manifesto per la moda italiana sostenibile e collaborato per le linee guida circa i materiali utilizzati per i capi di abbigliamento, con parametri eco-tossicologici tali da poter diminuire l'utilizzo di prodotti chimici nocivi e promuovere la riduzione del tasso di inquinamento. Tiffany, che opera da sempre nella creazione di gioielli costituiti prevalentemente da diamanti, è stata per molti anni protagonista di conflitti con le comunità africane proprio a causa delle modalità di estrazione di materiali preziosi. Per risollevare la propria posizione e per risolvere il conflitto ha oggi una politica di fornitura molto ferrea prevedendo il rifornimento di diamanti da paesi in cui non sono presenti casi di violazione dei diritti umani.

Il settore del lusso ha attraversato negli anni precedenti al 2017 una contrazione della crescita. Dal 2017, dopo una variazione positiva dell'1% nel 2016, il settore ha invertito l'andamento registrando un aumento del 5%, confermato anche nel 2018 e un ulteriore aumento del 4% nel 2019<sup>30</sup>. A differenza della recente contrazione che molti settori hanno attraversato, quello del lusso ha assistito ad un effetto positivo. I fattori che possono ancora modificare l'andamento del settore sono:

- le politiche di import-export (come a seguito della Brexit o la guerra dei dazi tra USA-Cina e quindi anche con l'Europa)
- i fattori esogeni al mercato economico, esempio lampante è la pandemia da Covid-19 che ha profondamente modificato l'andamento della maggior parte dei settori merceologici mondiali (la moda è infatti uno dei settori più colpiti dalla crisi *pandeconomica*)
- la rivoluzione digitale
- l'impatto dello sviluppo di nuove tecnologie.

In merito a questi ultimi due aspetti il settore del lusso e soprattutto il reparto moda intendono utilizzare queste variabili a loro favore, soprattutto per attrarre gli HENRYs e accrescere così la quota di mercato. L'andamento di questo settore tra il 2017 e il 2018, rispetto a quello di altri, lo ha reso quindi adatto all'analisi delle performance in relazione alla *governance* e alla *stakeholder management*.

---

<sup>30</sup> Dati Osservatorio Altgamma dal 2015 al 2016. Per approfondimenti si veda <https://altgamma.it/it/press-area/>

Inoltre, il settore del lusso viene spesso associato all'italianità, al buon gusto, all'artigianalità e all'eccellenza italiana; non solo per i livelli di performance e la presenza di maggiori case di moda e del lusso ubicate proprio nel territorio italiano ma anche come icona di stile tale da essere imitata a livello internazionale. Da non dimenticare inoltre che Milano è spesso soprannominata “la capitale mondiale della moda” proprio come riconoscimento globale a madre della moda per il Bel Paese.

### **3.2 Il campione di riferimento**

L'analisi è stata condotta su un campione di 60 società appartenenti al settore del lusso, operanti nella moda, *jewellery*, *cosmetics*, *automotive* e cantieri navali per la produzione di yacht.

Le società appartenenti al comparto moda, *jewellery e cosmetics* sono state selezionate sulla base delle 100 migliori società in termini di performance a livello globale nel settore del lusso, informazioni pubbliche disponibili nel report Deloitte 2019 intitolato “Global Power of Luxury Goods”. Le restanti società, appartenenti quindi al settore dell'*automotive* di lusso e cantieri navali, sono state selezionate tra le migliori al mondo, quotate, con informazioni disponibili idonee alla raccolta dati.

Tra le società analizzate nel report Deloitte, spicca l'elevata presenza di italiane pari a 24 su un totale di 100. Le società con maggior aumento dei ricavi nel 2017 sono invece appartenenti al mercato francese (18.70% di crescita delle vendite), quattro delle società francesi sono tra le 11 migliori del settore. La Francia possiede inoltre il 23.50% del totale delle vendite delle “Top 100”, seguono nella classifica per crescita di fatturato il Giappone, la Spagna, gli Stati Uniti, la Svizzera, il Regno Unito, la Germania e la Cina.

Il campione utilizzato per la presente ricerca è costituito da 48 società appartenenti al report Deloitte e la restante parte costituito da società del settore dell'auto di lusso e produzione di yacht. Le informazioni rilevanti all'indagine sono state raccolte dai siti ufficiali delle singole società, in particolare dagli *Annual Report* del 2018 oltre che di altre informazioni come quelle contenute nel Report di sostenibilità piuttosto che comunicati stampa e informazioni rese disponibili da parte delle società nell'area “Investor Relation” dei siti web delle stesse. Per avere un grado di attendibilità maggiore circa le informazioni fornite dalle società, quelle costituenti il campione sono state selezionate in base alla loro quotazione in borsa. Questa metodologia di raccolta dati ha però escluso dal campione la maggior parte delle aziende italiane: delle 24 nella Top 100 solo nove risultano quotate e rendono quindi le loro informazioni economico-finanziarie e qualitative disponibili sui loro siti web. Occorre però segnalare che società italiane

non quotate (come Armani), pubblicano i loro Report di Sostenibilità e le Dichiarazioni di Carattere Non Finanziario, a riprova di una condivisione di informazioni qualitative anche se non è prevista obbligatorietà di pubblicazione.

Per la costituzione del campione sono state dapprima selezionate le prime 30 società tra le Top 100 del report Deloitte, successivamente, per rendere il campione degno di una indagine statistica valida, lo stesso è stato ampliato fino ad arrivare a una numerosità pari a 48. Ulteriore ampliamento è stato ottenuto con la scelta di otto società appartenenti all'Automotive e quattro società operanti nella cantieristica navale con produzione di yacht. Il campione analizzato ha in definitiva raggiunto una numerosità pari a 60.

Nella tabella seguente sono suddivise per settore e Paese di appartenenza le società che costituiscono il campione.

Moda, Jewellery & Cosmetics		Automotive		Cantieri Navali Yacht	
Paese	N.Società	Paese	N.Società	Paese	N.Società
EU	23	EU	6	EU	3
USA	14	USA	1	USA	0
ASIA	11	ASIA	1	ASIA	1
<b>Totale</b>	<b>48</b>		<b>8</b>		<b>4</b>
<b>Totale complessivo</b>					<b>60</b>

Tabella 1: Società del campione divise per settore e Paese di appartenenza.

### 3.3 Le variabili rilevanti per la ricerca

Le variabili ricercate, rilevanti per l'analisi empirica, sono riconducibili ai sistemi di *governance* adottati dalle varie società e al loro collegamento sia alla *stakeholder management* che alle performance economico-finanziarie, a variabili qualitative riconducibili alla CSR e più in generale alla *Stakeholder Theory* e alle performance economico-finanziarie.

Come variabili indicative delle performance economico-finanziarie sono state prese in considerazione:

- il livello di indebitamento di ciascuna società mettendo in relazione il valore della Posizione Finanziaria Netta e il valore del Patrimonio Netto;

- il ROA, *Return on Assets*<sup>31</sup>
- la variazione percentuale annua dei Ricavi.

Le variabili selezionate per rappresentare l'implementazione della *Stakeholder Theory* da parte delle società del lusso sono la presenza del report di *governance*, di una dichiarazione di carattere non finanziario e inoltre della numerosità di certificazioni internazionali per quanto concerne i metodi di produzione, le materie prime utilizzate, il livello di tutela di diritti umani, di sfruttamento delle energie rinnovabili e il numero degli obiettivi dell'agenda 2030 raggiunti dalle società (*Sustainable Development Goals*, SDGs).

Per quanto concerne invece le variabili relative ai sistemi di *governance*, la variabile più rilevante è rappresentata dalla composizione dell'azionariato: concentrato, diffuso, costituito da fondi e società di investimento. Questa variabile risulta infatti quella maggiormente significativa per differenziare il diverso modello di capitalismo sociale. Ulteriori variabili sempre riconducibili alla *governance* sono: la composizione dell'organo amministrativo, la percentuale di partecipazione di donne e di amministratori indipendenti nello stesso, il numero di riunioni tenute in un anno; il genere dell'amministratore delegato<sup>32</sup>, il livello di componente variabile sulla totalità del compenso dell'AD e il numero di stock option assegnate allo stesso. Per tenere in considerazione la dimensione aziendale sono state poi individuate come variabili di riferimento il valore del Patrimonio Netto e il numero di lavoratori.

### 3.3.1 Variabili rappresentative per la *stakeholder theory*

Come descritto nel primo capitolo i metodi di implementazione della *stakeholder theory* sono molteplici. Al fine di rappresentare al meglio l'implementazione di alcuni metodi all'interno delle società costituenti il campione, sono state selezionate informazioni relative alla presenza del Report di *Governance*, della Dichiarazione Non Finanziaria<sup>33</sup> e la numerosità di certificazioni internazionali da queste possedute.

---

<sup>31</sup> Indicatore di analisi di bilancio che misura il rendimento degli *assets* aziendali in termini di reddito operativo netto. Il suo valore è determinato dal rapporto tra il Risultato d'esercizio ante oneri finanziari (cd. Ebit) e il valore totale degli *assets*.

<sup>32</sup> Di qui anche come AD.

<sup>33</sup> Di qui anche come DNF.

Il Report di *Governance*, così come la Dichiarazione di Carattere Non Finanziario, rappresenta uno strumento in grado di rendere conoscibili all'esterno informazioni societarie non prettamente di carattere economico-finanziario per il quale fino al 2016<sup>34</sup>, almeno in Italia, non era previsto l'obbligo di pubblicazione ma solo una raccomandazione ad effettuarla. Mediante la lettura del report di *governance* sono inoltre fruibili informazioni sugli assetti proprietari, il modello di *governance* che viene utilizzato, i codici di condotta ed etici (laddove implementati), oltre che del sistema di controllo adottato dalle società. È un importante strumento per rendere disponibile ed efficace la comunicazione tra società e *stakeholder* di varie categorie essendo lo stesso presente nell'apposita area dei siti web delle società. Anche nel campione della presente ricerca, il numero di società che hanno reso disponibile la relazione sulla *corporate governance* è pari a 88,33% del totale.

Strumento analogo alla relazione sulla *corporate governance* è la Dichiarazione Non Finanziaria: al suo interno vengono riportati gli interventi della società in ambito sociale e ambientale quali la sostenibilità dei processi di produzione, il rispetto dei lavoratori, la tipologia dell'ambiente di lavoro, l'impegno societario nella lotta alla corruzione, lo sfruttamento di risorse rinnovabili nei processi produttivi e numerose altre iniziative implementate o di prossima implementazione da parte delle società in tema socio-ambientale. L'obiettivo è anche qui quello della trasparenza e della fruibilità delle informazioni in esso contenute. Inoltre, per rendere le dichiarazioni omogenee a livello internazionale, le stesse devono rispondere a particolari criteri: i GRI, *Global Reporting Initiative*. Questi ultimi sono standard pensati per un sistema di rendicontazione globale basati su "temi materiali", i tre temi universali sono quello economico, ambientale e sociale. Mediante l'utilizzo dei GRI nella redazione della DNF, si ha maggior trasparenza sia in riferimento alle opportunità che ai rischi che un'organizzazione aziendale genera tramite il proprio operato. Il numero di società presenti nel campione che hanno prodotto tale informazione si attesta a 49, pari all'81,67% del totale.

Ultima variabile selezionata per rappresentare un approccio di business attento agli interessi degli *stakeholder* diversi dagli azionisti è il numero di certificazioni e riconoscimenti ottenuti a livello internazionale e il numero di SDGs raggiunti nel 2018 da parte delle società del campione. Tra i vari indicatori e certificazioni posseduti dalle società analizzate, quelli più frequenti sono i seguenti: Standard SA 8000, primo standard a livello internazionale che

---

<sup>34</sup> Con l'entrata in vigore del D.lgs. 254/2016 viene introdotto l'obbligo di integrazione nei bilanci civilistici, da parte delle società quotate in Italia, di una relazione non finanziaria inerente alle politiche sociali, ambientali e di *governance* aziendale.

garantisce un'organizzazione socialmente responsabile soprattutto in merito all'etica del lavoro; Standards ISO, *International Organization for Standardization*, i quali garantiscono il rispetto di norme riconosciute a livello internazionale (gestione della qualità aziendale, sicurezza alimentare, gestione ambientale, sicurezza sul lavoro, prevenzione della corruzione e gestione delle performance aziendali, sono tra le standardizzazioni più importanti); FSC, *Forest Stewardship Council*, per certificare l'utilizzo di carta proveniente da foreste gestite in modo sostenibile; LEED, *Leed in Energy and Environmental Design*, il quale certifica gli edifici aziendali in diverse fasce a seconda delle loro prestazioni dal punto di vista ambientale ed energetico; RSL e RJC rispettivamente per la certificazione delle pelli e dei gioielli (modalità di conciatura/estrazione dei materiali); certificazione CQP e EPV per sarte, esperti chimici e conoscenza dell'artigianalità (quest'ultima certificazione è presente soprattutto nelle società italiane e francesi del campione analizzato).

Tra le più importanti certificazioni vi sono anche i riconoscimenti come *Great Place to Work*; miglior posto di lavoro per tutelare la cd. *Gender Equality*, come lo standard giapponese MSCI attribuito alle società con maggior tasso di occupazione femminile o il *Bloomberg Equality Index*; riconoscimenti in base al livello di emissioni di CO<sub>2</sub>, rilasciate in atmosfera; utilizzo di energia green (*Excellence in Greenhouse Gas Management*) e numerosi altri indicatori. Questi standard e certificazioni, assieme ai non più recenti 17 obiettivi mondiali dell'agenda 2030, per combattere la povertà, l'ineguaglianza, i cambiamenti climatici e per sostenere il rispetto dei diritti umani, sono in media 11 per ogni società del campione. Non mancano comunque casi in cui una singola società abbia pubblicato nel proprio report l'ottenimento di 33 indicatori tra standard SDGs e riconoscimenti nazionali e internazionali e altre che non hanno prodotto informazioni in tal senso (10 società, il 16% del totale).

Questi tre gruppi di variabili sono stati quindi utilizzati per rappresentare l'implementazione della *Stakeholder Theory* nelle società del campione, proprio perché variabili più rappresentative del cambiamento verso modelli di business più attenti alle performance non prettamente economiche.

### **3.3.2 Variabili relative ai modelli di *governance* e legate allo *stakeholder approach***

Le informazioni selezionate per distinguere le società in merito al sistema di *governance* sono principalmente riconducibili alla composizione dell'azionariato. Per la costruzione di tale variabile sono state quindi raccolte informazioni circa la quota maggioritaria dell'*Equity* e ricavate informazioni sulla qualificazione degli azionisti di maggioranza. Le tipologie di

azionariato sono riconducibili ai tre modelli di capitalismo principi: renano, latino e anglosassone. Nel primo si assiste a una partecipazione maggioritaria nell'azionariato da parte di banche e istituzioni pubbliche, tipiche delle società tedesche e giapponesi. Il secondo invece è tipico delle società italiane e francesi, l'azionariato è in questo caso concentrato nelle mani di un solo individuo o di poche persone, in Italia rappresentato soprattutto da famiglie. Il modello anglosassone è invece tipico delle società americane e inglesi, in cui la quota di flottante è molto elevata tanto da identificare l'azionariato come diffuso o altamente frammentato. Quest'ultimo modello è oggi particolarmente utilizzato tanto che la maggior parte delle aziende quotate tendono ad avere la maggioranza del loro capitale detenuta da piccoli azionisti i quali non intervengono direttamente nelle questioni manageriali. Così non è per il settore del luxury e in particolare per le società che costituiscono il campione qui analizzato infatti, il 54% del campione risulta avere un azionariato di tipo concentrato, il 38% delle società invece ha come azionisti di maggioranza Fondi e Società di Investimento e solo l'8% con azionariato diffuso. La maggior parte delle società con azionariato concentrato, oltre ad avere quali azionisti di maggioranza i fondatori delle case di moda o eredi della famiglia fondatrice, hanno al loro interno gli stessi amministratori. In questo modo quindi il potere di gestione coincide anche la proprietà.

Altre variabili utilizzate per rappresentare la *corporate governance* e particolarmente relazionate alla *stakeholder management* sono:

- Numerosità dell'organo amministrativo: all'aumentare della numerosità corrisponderebbe una maggiore eterogeneità di interessi rappresentati e quindi tutela anche degli azionisti di minoranza. Gli interessi divergenti tra le persone che compongono il Board possono inoltre essere un importante valore aggiunto per avere sensibilità in diverse aree di business e quindi tutelare gli interessi di diversi *stakeholder*.
- Numero di riunioni: impatta sull'efficienza dell'organo di gestione, la numerosità di riunioni e la durata devono essere tali da consentire un dibattito efficace su tutti i punti dell'ordine del giorno e anche delle discussioni cd. "varie ed eventuali". Non vi è un numero ottimale di incontri da effettuare, lo stesso cambia soprattutto a seconda delle dimensioni delle società. Il campione detiene una media di riunioni pari a 8, con un minimo di tre riunioni in un solo anno (Ferrari) e un massimo di 22 (società giapponese operante nel settore moda, *jewellery* e *cosmetics*, Pola Orbis).
- Eterogeneità del *board*: è stata rilevata la percentuale di partecipazione di donne e uomini all'interno del *board*, la presenza di donne all'interno dell'organo

amministrativo indica particolare attenzione alla politica egualitaria della società. Non mancano casi in cui il numero di donne nel board è pari a zero (come nel caso di una società giapponese del campione) e casi in cui la percentuale di amministratori donna sia pari al 64%. In media il campione analizzato ha poco più del 29% come valore mediano circa la presenza di donne all'interno dell'organo amministrativo. L'eterogeneità del board dovrebbe in astratto riflettersi anche sulla presenza di donne manager oltre che di lavoratrici "semplici".

- Amministratori indipendenti presenti nell'organo amministrativo: forse tra le variabili più rilevanti per la *Stakeholder Management*. La presenza di amministratori indipendenti all'interno dell'organo di amministrazione consente la tutela degli interessi degli *stakeholder*, azionisti di minoranza soprattutto, che diversamente non avrebbero nessun modo per poter partecipare al processo decisionale proprio in virtù del limitato numero di azioni o quote possedute del capitale sociale. Alcune società, anche a seconda anche del modello di *governance*, prevedono che all'interno del consiglio di amministrazione debbano esserci anche rappresentanti dei lavoratori pur se gli stessi non possiedono quote di capitale sociale.
- Genere dell'Amministratore Delegato: come per la diversità del board, il genere dell'AD rileva per le politiche di *gender equality*. È stata precedentemente descritta la controtendenza del settore *luxury* rispetto alle 500 migliori aziende al mondo circa la percentuale di donne AD. Secondo uno studio del Peterson Institute for International Economic, vi è maggior crescita in termini di utile quando alla guida di un'azienda vi è una donna. Complici sensibilità a particolari tematiche, attitudine ad acquisire nuove competenze e preparazione superiore alla media rispetto molti uomini, le donne Manager e CEO portano alla registrazione di performance economiche migliori<sup>35</sup>.
- Remunerazione dell'Amministratore Delegato: la comunicazione circa la remunerazione del *top management* all'esterno, contribuisce a rendere noto le politiche di utilizzo di risorse economiche da parte della società e a creare conseguentemente un sistema di consenso o di diniego da parte degli *stakeholder*. Rilevante risulta poi la descrizione della composizione dell'emolumento all'amministratore delegato, in particolare la quota variabile e fissa attribuitagli in modo che vengano chiariti all'esterno

---

<sup>35</sup> Per approfondimenti sul tema si rimanda al seguente sito web <https://www.performancestrategies.it/blog/leadership-c-management/leadership-con-le-donne-cresce-utile-in-azienda/>

anche i meccanismi di motivazione. Ciò vale anche per il numero di azioni e piani di stock option assegnati all'AD. Parte consistente della remunerazione, soprattutto per la parte variabile, viene spesso legata al raggiungimento di particolari obiettivi di performance, anche di natura non economica. I livelli di remunerazione dovrebbero essere tali da motivare e trattenere soggetti con qualità necessarie a perseguire gli obiettivi aziendali, vero è poi che se la remunerazione è legata soltanto ad obiettivi, spesso di breve termine, questi meccanismi rischiano di remare contro l'obiettivo stesso dei piani remunerativi. Attraverso i piani di *stock option* e *stock granting*, con conversione delle stesse in azioni solo dopo una certa data o solo dopo il raggiungimento di determinati obiettivi, viene creato un incentivo per l'ottenimento di risultati nel lungo periodo.

La ricerca delle variabili sopra descritte è stata effettuata tramite un'analisi approfondita degli *Annual Report* delle 60 società che costituiscono il campione. Di particolare rilevanza ai fini della ricerca sono risultati i report sulla *corporate governance* e le DNF. Mediante questi ultimi documenti è stato infatti possibile ottenere informazioni qualitative particolarmente idonee all'analisi effettuata. Le informazioni relative alla *governance* sono state rese disponibili nei singoli *Annual Report* che, per la maggior parte delle società, sono strutturati come "*Integreted Report*" in modo tale che tutte le informazioni, qualitative e quantitative, siano contenute e rese disponibili in un unico documento. Di particolare validità sono state poi alcune aree delle pagine web delle società dedicate ad iniziative sociali, come le iniziative per sostenere le comunità locali o quelle per contribuire al mantenimento del patrimonio artistico-culturale; iniziative particolarmente rilevanti per il vertice aziendale come e.g. Brunello Cucinelli che ha come perno del suo modello di *business* il concetto di Capitalismo Umanistico (mettere al primo posto le persone e poi il profitto), la fondazione Brunello e Federica Cucinelli ha infatti come obiettivo principale la promozione della vita felice. Cucinelli ha inoltre contribuito, come anche Diego della Valle (TOD's), al mantenimento di opere architettoniche di notevole importanza storica e culturale in Italia: rispettivamente la ristrutturazione dell'Arco Etrusco a Perugia e il Colosseo.

Nella tabella sottostante vengono in sintesi riepilogate le variabili oggetto di analisi e i documenti aziendali attraverso cui è stato possibile acquisirle.

Variabili		Descrizione	Fonte
Performance Economico - Finanziarie	PFN/PN	Indica il livello di indebitamento aziendale.	Consolidated Financial Statement - Annual Report
	ROA (EBIT/A)	Indicatore di redditività legato agli asset aziendali. A differenza del ROE tiene conto anche del livello di indebitamento: all'aumentare dell'indebitamento il ROA diminuisce. L'Indicatore è dato dal rapporto tra Reddito Operativo e totale Attivo.	Consolidated Financial Statement - Annual Report
	Δ Ricavi	Variazione Fatturato dal 2017 al 2018	Consolidated Financial Statement - Annual Report
Stakeholder Management	Report di Governance	Presenza del Report di Corporate Governance contenente informazioni relative al modello di governance, codici di condotta e informazioni relative all'assetto proprietario.	Annual Report - Investor Relation Area
	DNF	Dichiarazione di carattere Non Finanziario contenente informazioni qualitative per impatto del business su economia, ambiente e società.	Annual Report - Investor Relation Area
	N Cert/Standard + SDGs	Numero di Certificazioni, Indicatori Standard Qualitativi, riconoscimenti internazionali e Sustainable Development Goals raggiunti.	DNF - ESG Report - CSR Report
Governance	N BoD	Numerosità dell'Organo Amministrativo	Report Governance - Proxy Statement - DNF
	% W	Numero di Donne (%) nell'Organo Amministrativo	Report Governance - Proxy Statement - DNF
	% Admin_Indip	Numero di Amministratori Indipendenti (%) nell'Organo Amministrativo	Report Governance - Proxy Statement - DNF
	N Riunioni	Numero di Riunioni dell'Organo Amministrativo in un anno	Report Governance - Proxy Statement - DNF
	Genere AD	AD Donna / AD Uomo / AD Uomo e Donna	Report Governance - Proxy Statement - DNF
	€ Salario_Variab/Tot	Quota Variabile del Compenso dell'AD	Remuneration Report - Report Governance
	€ StockOption_AD	Valore delle Stock Option assegnate all'AD	Remuneration Report - Report Governance
	Azion_Diffuso	Azionariato di tipo diffuso	Report Governance - Proxy Statement
	Azion_Concentrato	Azionariato di tipo Concentrato	Report Governance - Proxy Statement
	Azion_Fondi/ Sinvestimento/ SGR	Azionariato con maggioranza del Capitale Sociale detenuto da Fondi e/o Società di Investimento e SGR	Report Governance - Proxy Statement
Size	N Lavoratori	Numero Lavoratori presenti in Azienda	Consolidated Financial Statement
	PN	Valore del Patrimonio Netto Aziendale	Consolidated Financial Statement

Tabella 2: Sintesi Variabili indagate, denominazione nel modello di regressione e fonte di origine

### 3.4 Ipotesi di ricerca

Le variabili sopra descritte consentiranno ai fini dell'analisi empirica la ricerca di una associazione tra performance economico-finanziarie registrate dalle società, attenzione agli interessi degli *stakeholder* e modello di *corporate governance* implementato.

L'analisi verrà condotta mediante l'utilizzo di un modello di regressione lineare multipla che è la seguente

$$Y = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \dots + \beta^K X^K + \varepsilon$$

Dove  $Y$  è la variabile dipendente e le  $X$  variabili indipendenti del modello. I termini  $\beta_0, \beta_1, \dots, \beta^K$  sono invece i parametri di regressione o coefficienti del modello e  $\varepsilon$  la sua componente casuale, l'errore statistico.

Nell'analisi qui condotta si avranno quali variabili indipendenti quelle relative alla *governance* e alla *stakeholder management*. Le variabili dipendenti invece saranno rappresentate dal livello di indebitamento, ROA e variazione annua dei ricavi di vendita.

I dati raccolti utili alla ricerca saranno analizzati e modellizzati mediante l'utilizzo del *software* di elaborazione statistica STATA.

Le ipotesi di ricerca sono in definitiva le seguenti:

*Ipotesi 1: Esiste nel settore del luxury una associazione statisticamente significativa tra performance economico-finanziarie e modello di corporate governance.*

*Ipotesi 2: Esiste nel settore del luxury una associazione statisticamente significativa tra performance economico-finanziarie e stakeholder management.*

Per saggiare le ipotesi di ricerca verranno, a seguito dell'interpretazione delle regressioni, effettuati dei test statistici su ciascun modello di regressione mediante la statistica  $F$ .

Il metodo di analisi e i risultati prodotti dal modello verranno approfonditi nel capitolo che segue.

## Capitolo 4 – Analisi dei dati: il Modello di Regressione Lineare Multiplo

### 4.1 Selezione delle variabili per il rispetto dei requisiti *OLS*

I dati raccolti sono stati oggetto di idonee indagini esplorative volte a soddisfare le assunzioni del modello di regressione lineare, sia esso semplice che multiplo<sup>36</sup>. Sono state quindi dapprima indagate le possibili situazioni di correlazione tra variabili mediante la matrice di correlazione. Per tali motivi, le variabili relative al genere dell'Amministratore Delegato e del tipo di azionariato delle società oggetto di analisi sono state riconciliate in un'unica variabile: la variabile AD Donna, AD Uomo e AD Uomo e Donna sono state raggruppate in unica *dummy variable*<sup>37</sup>: ADW. In tal modo la presenza del valore "1" nel *dataset* per la variabile "ADW" comporta di conseguenza l'assenza di un amministratore delegato di genere maschile.

Anche per la *dummy variable* "Azionariato" è stata presa in considerazione la tipologia di azionariato concentrato essendo, come prima descritto, la tipologia di azionariato maggiormente presente nel settore oggetto di analisi. Si è dapprima proceduto ad unire la variabile "Azionariato Concentrato" con "Azionariato Fondi & Società di investimento", in quest'ultimo caso la quota maggioritaria delle quote/azioni societarie è comunque detenuta da pochi soggetti e riconducibile appunto a una tipologia di azionariato di tipo concentrato. Successivamente, come per la variabile relativa al genere dell'amministratore delegato, è stata apportata una selezione per escludere casi di correlazione tra variabili. Quindi, in presenza di un valore pari a "1" per la variabile indipendente "Azion\_Conc" si escluderà la tipologia di azionariato diffuso.

Ulteriore esclusione dal *dataset* di variabili originario è stata effettuata per la variabile Patrimonio Netto, PN. Quest'ultima era, con la variabile "N\_Lavor" (numero totale dei lavoratori), la variabile *size*. Proprio tra queste due variabili, è emersa una forte correlazione (superiore al valore 0.7), infatti al crescere del numero dei lavoratori di un'azienda è del tutto probabile che il livello di patrimonializzazione aumenti di conseguenza e viceversa. Essendo il Patrimonio Netto comunque presente all'interno della variabile dipendente "PFN/PN", indicante il livello di indebitamento, si è proceduto alla sua esclusione dal *dataset* ritenendo opportuno considerare quale unica variabile *size* la numerosità dei lavoratori, "N\_Lavor".

---

<sup>36</sup> Le assunzioni del modello di regressione sono: l'indipendenza delle variabili osservate, assenza di collinearità perfetta tra variabili, distribuzione Normale dei residui, media nulla e varianza uniforme dei residui.

<sup>37</sup> Anche nota come variabile binaria: assume valore 1 in caso di soddisfazione della condizione e valore 0 nel caso in cui la condizione non sia soddisfatta.

Si riportano di seguito la matrice di correlazione delle variabili selezionate in via definitiva e una tabella riepilogativa delle variabili selezionate con calcolo di media, *deviazione standard*, valore minimo e massimo.

Variables	W	Admin_Indip	NBoD	NcertStandardSDGs	NRiunioni	Salario_Variab/Tot	StockOption_AD	NLavor	Azion_Conc	PFNPN	ROA	ΔRicavi
(obs 60)												
W	1,0000											
Admin_Indip	0,1819	1,0000										
NBoD	0,3451	0,2987	1,0000									
NCertStandardSDGs	-0,0471	0,0503	-0,0254	1,0000								
NRiunioni	-0,1750	-0,0295	-0,2763	-0,0173	1,0000							
Salario_VariabTot	0,1428	0,1697	0,2631	0,0383	-0,0977	1,0000						
StockOption_AD	-0,0859	0,1891	0,0658	0,0056	0,4091	-0,0273	1,0000					
NLavor	-0,1880	-0,1015	0,1881	0,0084	0,1526	0,1328	0,0175	1,0000				
Azion_Conc	-0,1098	0,2793	0,0759	-0,2449	0,1198	0,0368	0,0358	0,0689	1,0000			
PFNPN	0,0532	-0,2020	0,1515	-0,0555	0,0046	0,0567	0,0660	0,0554	-0,0107	1,0000		
ROA	-0,0395	-0,0336	-0,0762	0,0565	-0,0270	0,0361	-0,2027	-0,0830	-0,1829	-0,0635	1,0000	
ΔRicavi	-0,0193	0,0621	-0,0493	0,0880	0,2543	0,0539	0,6054	-0,0315	-0,0713	0,0258	-0,2242	1,0000

Tabella 3 Matrice di correlazione, riadattamento da software di elaborazione dati STATA.

Come è possibile notare, i valori relativi all'indice di correlazione tra le variabili sono tutti indicativi di debole correlazione o di poco superiori alla soglia di moderata correlazione. Per tali motivi le variabili selezionate risultano idonee all'analisi tramite modello di regressione lineare rispettando una delle assunzioni *OLS*<sup>38</sup>.

<sup>38</sup> Ordinary Least Squares, metodo dei minimi quadrati.

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
W	60	0,2755	0,1573	0,0000	0,6429
Admin_Indip	60	0,5110	0,2261	0,0000	0,9167
NBoD	60	10,5833	3,1369	2,0000	19,0000
ADW	60	0,1333	0,3428	0,0000	1,0000
NCertStandardSDGs	60	10,7333	8,0272	0,0000	33,0000
NRiunioni	60	8,3833	4,0173	3,0000	22,0000
Salario_Variab/Tot	60	1,1064	3,5610	0,0000	24,6599
StockOption_AD	60	34.900.000	257.000.000	0	1.990.000.000
NLavor	60	36.531	89.409	313	664.496
RGov	60	0,8833	0,3237	0,0000	1,0000
DNF	60	0,8167	0,3902	0,0000	1,0000
Azion_Conc	60	0,9167	0,2787	0,0000	1,0000
PFNPN	60	0,3238	1,5528	-8,8405	6,2916
ROA	60	0,1203	0,1574	-0,1240	1,1411
ΔRicavi	60	0,1009	0,1572	-0,0885	0,8251

Tabella 4: Media, Deviazione Standard, valore Minimo e Massimo per le variabili indagate. Fonte: software di elaborazione dati, STATA.

La tabella sopra riportata sintetizza per ogni variabile le principali grandezze statistiche utili alla ricerca. Tuttavia, in virtù delle differenti unità di misure in cui le stesse sono calcolate, si è reso necessario procedere con una standardizzazione dei dati.

La standardizzazione è un processo di ridimensionamento di uno o più attributi in modo che il loro valore medio sia pari a 0 e la loro deviazione standard pari a 1. In tal modo le variabili ridimensionate avranno quale proprietà intrinseca l'essere idonee a una distribuzione di tipo Normale, con media nulla e deviazione standard pari a 1. In particolare, le variabili "StockOption\_AD" e "N\_Lavor", essendo espresse rispettivamente in migliaia di euro e unità numeriche puntuali, avrebbero avuto, in mancanza di standardizzazione, un'unità di misura decisamente differente rispetto alle altre variabili espresse in percentuale o unità numerica inferiore alle centinaia.

Risulta opportuno specificare che le variabili non oggetto di standardizzazione sono state le *dummy variable* (ADW, RGov, DNF e Azion\_Conc), in quanto per le stesse la standardizzazione non ha fondamento empirico. Alla luce della standardizzazione effettuata l'interpretazione dei modelli di regressione sarà la seguente: l'incremento di deviazioni standard rispetto ai valori medi assunti dalle variabili indipendenti, corrisponde a una variazione, di entità pari al coefficiente di regressione  $\beta^k$ , del valore delle deviazioni standard rispetto alla media delle variabili dipendenti. In altri termini, la variazione unitaria della variabile indipendente standardizzata comporta una variazione negativa o positiva, di entità pari al valore del coefficiente di regressione, della variabile dipendente standardizzata. Per

semplicità espositiva verrà utilizzata quest'ultima modalità interpretativa. Mediante la standardizzazione, le variabili, avendo la stessa unità di misura, permetteranno di effettuare un'analisi comparata circa il grado di dipendenza della variabile dipendente dalle variabili indipendenti: la variabile esplicativa con coefficiente di regressione più elevato, avrà maggior grado di influenza sulla variabile dipendente; al contrario, il valore del coefficiente di regressione più basso associato alla variabile indipendente sarà indice di minore influenza sulla variabile dipendente oggetto di analisi.

In definitiva quindi i tre modelli di regressione lineare, ciascuno avente variabile dipendente relativa alle performance economico-finanziarie, risultano i seguenti:

$$1) \text{ PFNPN} = \beta_0 + \beta_1 W + \beta_2 \text{Admin\_Indip} + \beta_3 \text{NBOD} + \beta_4 \text{ADW} + \beta_5 \text{NCertStandardsSDGs} + \beta_6 \text{NRiunioni} + \beta_7 \text{SalarioVariab/Tot} + \beta_8 \text{StockOption\_AD} + \beta_9 \text{NLavor} + \beta_{10} \text{RGov} + \beta_{11} \text{DNF} + \beta_{12} \text{Azion\_Conc} + \varepsilon$$

$$2) \text{ ROA} = \beta_0 + \beta_1 W + \beta_2 \text{Admin\_Indip} + \beta_3 \text{NBOD} + \beta_4 \text{ADW} + \beta_5 \text{NCertStandardsSDGs} + \beta_6 \text{NRiunioni} + \beta_7 \text{SalarioVariab/Tot} + \beta_8 \text{StockOption\_AD} + \beta_9 \text{NLavor} + \beta_{10} \text{RGov} + \beta_{11} \text{DNF} + \beta_{12} \text{Azion\_Conc} + \varepsilon$$

$$3) \Delta \text{Ricavi} = \beta_0 + \beta_1 W + \beta_2 \text{Admin\_Indip} + \beta_3 \text{NBOD} + \beta_4 \text{ADW} + \beta_5 \text{NCertStandardsSDGs} + \beta_6 \text{NRiunioni} + \beta_7 \text{SalarioVariab/Tot} + \beta_8 \text{StockOption\_AD} + \beta_9 \text{NLavor} + \beta_{10} \text{RGov} + \beta_{11} \text{DNF} + \beta_{12} \text{Azion\_Conc} + \varepsilon$$

## 4.2 Modelli di regressione mediante *stepwise* e lettura dei risultati

Mediante l'utilizzo del *software* di elaborazione dati STATA, sono state generate le regressioni per ognuno dei modelli sopra esposti. I tre modelli non hanno però prodotto gli stessi risultati in termini di bontà di analisi soprattutto in riferimento al valore dell'indice  $R^2$  il quale misura la bontà di adattamento del modello rispetto ai dati osservati. In particolare, per il modello 2) il valore dell'indice  $R^2$  ha raggiunto livelli prossimi al 15% indicando quindi uno scarso adattamento del modello ai dati analizzati tramite la regressione lineare multipla. Per i modelli

1) e 3) invece, il valore dell'indice di determinazione è pari rispettivamente al 26,58% e al 44.98%.

Tuttavia, dall'analisi delle regressioni generate per tali modelli è emerso come numerose variabili esplicative non fossero statisticamente significative e quindi non idonee a rappresentare l'associazione tra performance economico-finanziarie, variabili di *governance* e variabili rappresentative della *stakeholder management*.

In virtù del considerevole numero di variabili indipendenti scelte per l'analisi, è stato adottato il metodo *stepwise* per la ricerca del miglior modello di regressione, tale da considerare quali variabili esplicative unicamente quelle aventi significatività in termini statistici e quindi tali da poter confermare le ipotesi di ricerca.

I modelli di regressione *stepwise* sono metodi di regressioni automatici particolarmente utili per studi costituiti da molteplici variabili esplicative, l'*output* finale consisterà nel miglior modello di regressione lineare multiplo possibile. Nel caso specifico è stata utilizzata come metodologia di scelta delle variabili la *backward elimination*: partendo da un modello saturo (modello come sopra esposto, comprensivo di tutte le variabili esplicative selezionate), sono state escluse le variabili che non apportano un contributo predittivo al modello e quindi scarsamente significative in termini statistici.

Di seguito i risultati del lavoro svolto.

#### **4.2.1 Modello di regressione *stepwise*: variabile dipendente livello di indebitamento**

Regressione *stepwise* modello 1)  $PFNPN = \beta_0 + \beta_1 W + \beta_2 \text{Admin\_Indip} + \beta_3 \text{NBoD} + \beta_4 \text{ADW} + \beta_5 \text{NCertStandardsSDGs} + \beta_6 \text{NRiunioni} + \beta_7 \text{SalarioVariab/Tot} + \beta_8 \text{StockOption\_AD} + \beta_9 \text{NLavor} + \beta_{10} \text{RGov} + \beta_{11} \text{DNF} + \beta_{12} \text{Azion\_Conc} + \varepsilon$

Source	SS	df	MS	obs	60
Model	12,4850683	4	3,12126708	F(4,55)	3,69
Residual	46,5149317	55	0,84572603	Prob > F	0,0099
Total		59	59	R-squared	0,2116
				Adj R-squared	0,1543
				Root MSE	0,9196

PFNPN	Coef.	Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Interval]	
DNF	0,6585623	0,3386389	1,94	0,057	-0,0200853	1,33721
Admin_Indip	-0,2701650	0,1262908	-2,14	0,037	-0,5232574	-0,01707
NBoD	0,2114240	0,1301079	1,62	0,110	-0,0493180	0,47217
RGov	-1,0748600	0,3976844	-2,70	0,009	-1,8718380	-0,27788
_cons	0,4116339	0,3836923	1,07	0,288	-0,3573026	1,18057

Figura 6: Stepwise regression, backward elimination. Modello di regressione 1) Variabile dipendente "Livello di indebitamento", variabili esplicative: DNF, Admin\_Indip, NBoD, RGov. Fonte: riadattamento proprio da software STATA.

L'equazione della retta di regressione per il modello 1) è quindi la seguente:

$$PFNPN = \beta_0 + \beta_1 DNF + \beta_2 Admin\_Indip + \beta_3 NBoD + \beta_4 RGov + \varepsilon.$$

Come è possibile notare le variabili Admin\_Indip e RGov, rispettivamente associate alla numerosità di amministratori indipendenti presenti nelle società e alla presenza del report di *governance*, hanno un *p-value*<sup>39</sup> tale per cui le variabili possano considerarsi diverse da zero ovvero statisticamente significative ed idonee a sostenere le ipotesi di ricerca. La prima ipotesi può essere confermata per la significatività della variabile standardizzata Admin\_Indip, riferita alla *corporate governance*, la seconda ipotesi di ricerca può essere confermata per la significatività della variabile RGov, riferita alla *stakeholder management*.

La significatività delle variabili permette di affermare che è presente nel modello 1) un'associazione statisticamente significativa tra *stakeholder management*, *corporate governance* e performance economico-finanziaria relativa al livello di indebitamento, PFN/PN.

In riferimento a queste due variabili, dall'interpretazione dei risultati emerge quanto segue:

<sup>39</sup> Indica la probabilità di ottenere risultati con la stessa o minore probabilità rispetto quelli osservati, è la statistica test utilizzata per il rifiuto/rigetto dell'ipotesi nulla.

- vi è una associazione statisticamente significativa di tipo negativo tra livello di indebitamento e presenza di amministratori indipendenti: all'aumentare unitario della partecipazione all'interno del *board* di amministratori indipendenti in termini standardizzati, nel settore e campione di riferimento, diminuisce il valore della variabile standardizzata "livello di indebitamento", "PFNPN", di 0.27volte
- vi è una associazione statisticamente significativa tra presenza di Report di Governance e livello di indebitamento: all'aumentare unitario della presenza del Report di Governance diminuisce di 1.07 volte il rapporto PFN/PN in termini standardizzati

La presenza di amministratori indipendenti all'interno dell'organo amministrativo dovrebbe essere indice di tutela di diversi interessi rispetto a quello dei singoli *shareholder* e soprattutto tutela degli interessi degli azionisti di minoranza e altri stakeholder che non hanno potere decisorio. L'associazione statistica tra amministratori indipendenti e livello di indebitamento per il campione di osservazione porta inoltre ad affermare che il livello di indebitamento è in parte influenzato dalla presenza di amministratori indipendenti. Inoltre, essi costituiscono uno strumento di monitoraggio sulle attività svolte dall'organo amministrativo: la loro presenza dovrebbe far sì che le azioni del consiglio di amministrazione siano il meno possibile orientate al perseguimento di interessi personali e viziate dalla miopia manageriale e, al contrario, che le azioni intraprese siano maggiormente finalizzate al miglioramento del benessere dell'organizzazione aziendale sia in termini di performance quantitative, di breve e di medio periodo, che qualitative.

In riferimento alla seconda ipotesi di ricerca è possibile confermare la stessa e affermare che esiste nel settore *luxury* un'associazione statisticamente significativa tra livello di indebitamento e stakeholder management. L'associazione esistente tra presenza di report di *governance* e livello di indebitamento è di tipo negativo, al pari di quella presente con la variabile "Admin\_Indip". In questo caso il modello organizzativo, che riconosce l'importanza della *governance* rendendo fruibile al pubblico un documento ad essa dedicato, incide positivamente sul livello di indebitamento riducendolo. Il beneficio associato al livello di performance influenza in modo diretto il modello di governo aziendale ma indirettamente l'attenzione che l'organizzazione ha nei confronti degli *stakeholder*, fornendo agli stessi informazioni altrimenti non disponibili. Rendere fruibile a terzi informazioni di carattere organizzativo, decisionale e di controllo delle società contribuisce all'istaurazione di un

rapporto di fiducia tra società-*stakeholder* esterni (clienti soprattutto) e società-*stakeholder* interni.

A differenza dei modelli di regressione standard, i modelli di regressione lineare con variabili standardizzate permettono di esprimere un giudizio in merito all'impatto che le variabili indipendenti hanno sulla dipendente in termini di influenza essendo le variabili espresse nella stessa unità di misura. Il valore più alto del coefficiente di regressione determina qual è la variabile indipendente che influenza maggiormente il valore della variabile dipendente. Nel caso del modello 1) la variabile che fornisce contributo più elevato alla spiegazione della variabile standardizzata "PFNPN" è la presenza del Report di *governance* essendo il coefficiente associato a questa variabile il più alto tra quelli delle altre variabili.

Risulta opportuno specificare che il modello si adatta in modo parziale ai dati: solo il 15.43% dei dati (valore dell'indice di determinazione  $R^2$  nel suo valore corretto), è spiegato mediante il modello di regressione lineare.

Verranno di seguito riportati i dettagli dell'analisi dei residui a supporto del modello e del rispetto dei requisiti del modello di regressione lineare.

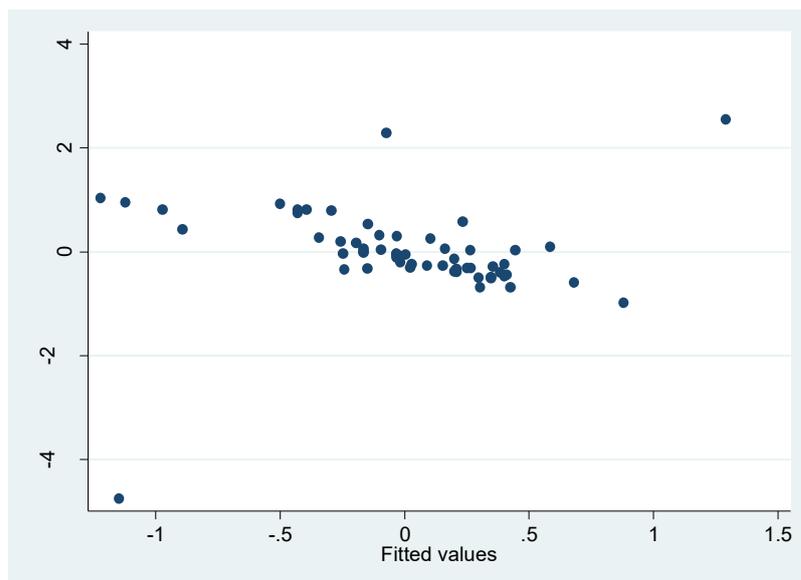


Figura 7: Analisi dei residui di regressione

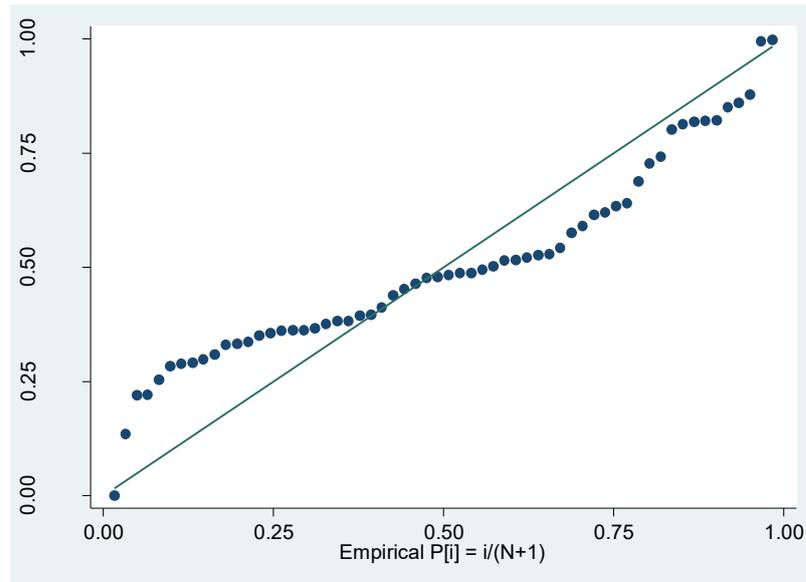


Figura 8: Distribuzione dei residui rispetto a una Distribuzione di tipo Normale

Dai grafici sopra riportati emerge il rispetto delle ipotesi dell'*OLS*. Più nel dettaglio, nella Figura 7 vi è la rappresentazione grafica della distribuzione dei residui del modello di regressione 1) il quale conferma l'ipotesi di omoschedasticità (la variabilità degli errori è costante per ogni valore di  $X$ ) e l'indipendenza degli errori (errori indipendenti per ogni valore di  $X$ ).

La Figura 8 invece evidenzia se e di quanto la distribuzione dei residui del modello di regressione si discosta dal valore teorico che gli stessi dovrebbero assumere per essere distribuiti come una Normale (altra assunzione del modello di regressione lineare). Dal grafico non emerge in modo puntuale che i valori dei residui siano distribuiti come una Normale essendo la loro distribuzione lungo la bisettrice del grafico non del tutto lineare: valori empirici e valori teorici non sono del tutto coincidenti. Tuttavia, il modello rispetta le ipotesi del secondo ordine dell'*OLS*: media dei residui nulla e varianza costante.

È possibile quindi affermare che le assunzioni del modello di regressione risultano soddisfatte.

Ulteriore analisi effettuata sulle variabili del modello è stata la statistica  $F$ . Quest'ulteriore test è stato svolto per saggiare l'incidenza congiunta delle variabili esplicative, inerenti prima quelle relative ai modelli di *corporate governance* e poi quelle inerenti la *stakeholder management*, per confermare le ipotesi di ricerca e analizzate la significatività dell'intero modello di regressione.

<b>test Admin_Indip NBoD</b>			<b>test DNF RGov</b>		
1) Admin_Indip	=	0	1)DNF	=	0
2) NBoD	=	0	2) RGov	=	0
F(2,55)	=	2,79	F(2,55)	=	4.24
<b>Prob&gt;F</b>	=	<b>0,0702</b>	<b>Prob&gt;F</b>	=	<b>0.0194</b>

Tabella 5: Statistica F per rifiuto ipotesi nulle H01 e H02 in modo congiunto. Fonte: rielaborazione propria da STATA

Dall'interpretazione del test effettuato viene confermata la bontà predittiva del modello di regressione. In particolare, mediante l'analisi dei dati presenti nella tabella a sinistra è possibile confermare la significatività del modello essendo il valore del *p-value* della statistica F inferiore al 10%. Tuttavia, risulta doveroso precisare che, per maggiore accuratezza, sarebbe opportuno effettuare nuovamente il test sul modello con un campione più ampio in modo tale da poter avvalorare la bontà dello stesso con un livello di significatività al 5%. Il test sulla statistica F riportato nella tabella a destra invece, riferito alle variabili attinenti la *stakeholder management* (DNF e RGov), permette di condurre alla conferma, in maniera più conservativa, del modello in merito alla seconda ipotesi di ricerca con un livello di significatività al 5%.

In definitiva, quindi, il modello ben si presta allo scopo di analisi empirica qui proposto. Essendo il valore del *p-value* associato al test diverso da 0, è possibile affermare che il modello è idoneo alla ricerca, in termini statistici, di un'associazione congiunta tra livello di indebitamento, *stakeholder management* e *corporate governance*.

#### 4.2.2 Modello di regressione *stepwise*: variabile dipendente variazione dei ricavi

Regressione *stepwise* modello 3)  $\Delta\text{Ricavi} = \beta_0 + \beta_1 W + \beta_2 \text{Admin\_Indip} + \beta_3 \text{NBoD} + \beta_4 \text{ADW} + \beta_5 \text{NCertStandardsSDGs} + \beta_6 \text{NRiunioni} + \beta_7 \text{SalarioVariab/Tot} + \beta_8 \text{StockOption\_AD} + \beta_9 \text{NLavor} + \beta_{10} \text{RGov} + \beta_{11} \text{DNF} + \beta_{12} \text{Azion\_Conc} + \varepsilon$

Source	SS	df	MS	obs	60
Model	24,3623081	3	8,12076938	F (3, 56)	13,13
Residual	34,6376919	56	0,618530212	Prob > F	0,00000
Total		59	59	R-squared	0,41290
				dj R-squared	0,38150
				MSE	0,78647

$\Delta$ Ricavi	Coef.	Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Interval]	
DNF	0,5181278	0,2707055	1,91	0,061	-0,0241605	1,060416
StockOption_AD	0,6016581	0,1027357	5,86	0,000	0,3958537	0,807462
NBoD	-0,1377059	0,1056472	-1,30	0,198	-0,3493427	0,073931
_cons	-0,4231377	0,2432766	-1,74	0,087	-0,9104793	0,064204

Tabella 6: Stepwise regression, backward elimination. Modello di regressione 3) Variabile dipendente "Variazione Ricavi 2017-2018", variabili esplicative: DNF, StockOption\_AD, NBoD. Fonte: riadattamento proprio da software STATA.

L'equazione della retta di regressione per il modello 3) è quindi la seguente:

$$\Delta\text{Ricavi} = \beta_0 + \beta_1\text{DNF} + \beta_2\text{StockOption\_AD} + \beta_3\text{NBoD} + \varepsilon$$

La variabile esplicativa del modello con un livello di significatività opportuno ad affermare l'ipotesi di ricerca, risulta essere "StockOption\_AD". È quindi possibile, sulla base delle evidenze empiriche, affermare che tra *corporate governance* e livelli di performance registrate dalle società appartenenti al settore del lusso in relazione alla variazione dei ricavi, è presente una associazione statisticamente significativa.

Come per il modello di regressione 1) verranno riportate le evidenze a livello grafico in riferimento al rispetto delle assunzioni del modello *OLS*.

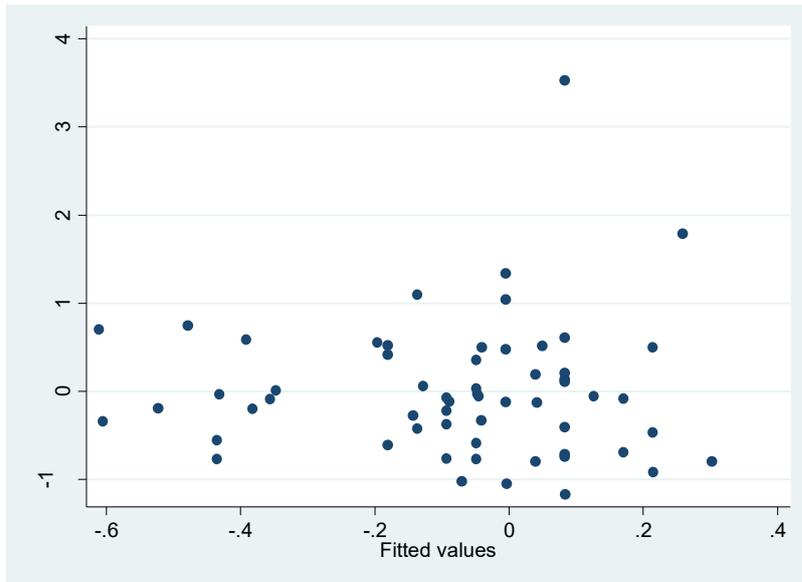


Figura 9: Analisi dei residui di regressione

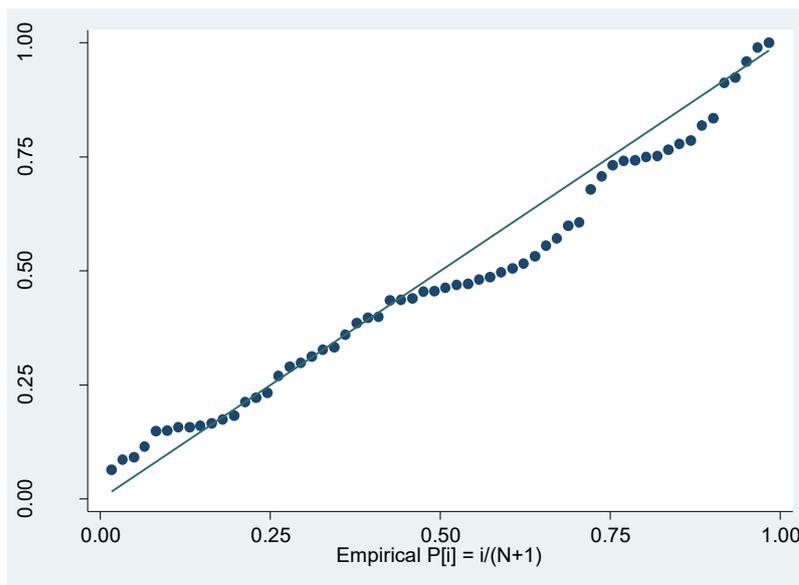


Figura 10: Distribuzione dei residui rispetto a una Distribuzione di tipo Normale

La Figura 9, al pari della Figura 7, evidenzia che i residui confermano le assunzioni di indipendenza e omoschedasticità. La bontà del modello viene confermata dall'adattamento della distribuzione dei residui rispetto a una distribuzione di tipo Normale, evidente nella Figura 10: i valori empirici dei residui non si discostano dai valori teorici. A differenza della figura 8 è infatti migliore l'allineamento del valore dei residui osservati lungo la bisettrice del grafico; per tale motivo il modello 3) rispetta le ipotesi del primo ordine del modello *OLS*.

Rispetto al modello 1), il modello di regressione avente quale variabile dipendente “ $\Delta$ Ricavi” generato con il metodo *stepwise*, risulta migliore: il valore dell’indice di determinazione  $R^2$  è infatti pari a 41,29%, 38,15% nel suo valore corretto. Il modello di regressione 3) è quindi il modello che spiega meglio l’associazione esistente tra performance economico-finanziarie, *stakeholder management* e *corporate governance*.

Dal modello 3) emerge un’associazione statisticamente significativa tra *stock option* assegnate all’amministratore delegato e livello di performance. Dall’analisi e interpretazione dei risultati emerge quanto segue

- l’incremento unitario del valore della variabile standardizzata “StockOption\_AD”, conduce ad un aumento del 60% del valore della variabile standardizzata relativa alla variazione dei ricavi.

La variabile indipendente standardizzata che ha maggiore impatto sulla variazione della variabile dipendente standardizzata, tra quelle presenti nel modello e con maggiore significatività statistica, è quella riferita al valore delle *stock option* assegnate all’amministratore delegato. Il coefficiente di regressione ha infatti valore più alto rispetto alle altre due variabili esplicative, quindi, è possibile affermare che l’associazione esistente tra variazione ricavi e valore delle *stock option* sia molto più rilevante rispetto a quella presente tra performance economica, numerosità dell’organo amministrativo e/o presenza di Dichiarazione di carattere Non Finanziario.

La statistica  $F$  ha, anche in questo modello, prodotto risultati tali da poter confermare la bontà predittiva dello stesso in merito alle ipotesi di ricerca selezionate.

Come per i due test  $F$  effettuati sul modello 1) occorre specificare che, mentre per la tabella in basso a sinistra il valore del test  $F$  associato alle variabili di *corporate governance* permette di confermare l’ipotesi di ricerca a un livello di significatività molto conservativo, il valore del  $p$ -value associato alla statistica  $F$  riferita alla *stakeholder management* è sì diverso da 0 ma permette di confermare la bontà predittiva del modello riferito alla seconda ipotesi di ricerca, con un livello di significatività meno conservativo essendo lo stesso inferiore al 10%. Come per il modello 1) sarebbe opportuno effettuare nuovamente il test sulla statistica  $F$  con campioni aventi numerosità più elevata per confermarne la bontà dello stesso con un livello di significatività al 5%.

<b>test StockOption_AD NBoD</b>			<b>test DNF</b>		
1) StockOption_AD	=	0	1) DNF	=	0
2) NBoD	=	0			
<u>F(2,56)</u>	=	<u>17,65</u>	<u>F(1,56)</u>	=	<u>3,66</u>
<b>Prob&gt;F</b>	=	<b>0,0000</b>	<b>Prob&gt;F</b>	=	<b>0,0607</b>

Tabella 7: Statistica F per rifiuto ipotesi nulle  $H0_1$  e  $H0_2$  in modo congiunto

Il modello 3) in definitiva, risulta il modello migliore in virtù del valore del coefficiente di determinazione, indice  $R^2$ . Anche il valore corretto dell'indice di determinazione è più elevato rispetto al valore assunto dallo stesso nel modello di regressione 1), il modello 3) infatti ha un valore dell'*Adjusted R squared* pari a 38,15%, al contrario del valore assunto nel modello 1): 15,43%. Tuttavia, seppure il modello 3) risulta il modello con più bontà predittiva, non tutte le ipotesi originarie sottostanti la scelta delle variabili esplicative sono state confermate dallo stesso. In particolare, nel settore e nel campione analizzato, non è stato confermato quanto emerso della letteratura: non vi è una associazione statisticamente significativa tale da poter affermare che vi è un miglioramento delle performance aziendali in virtù del numero di donne presenti nel *board* o un'associazione, sia essa positiva che negativa, tra performance economico-finanziaria e presenza di AD di genere femminile. Anche per il numero di certificazioni internazionali e per il numero di SDGs raggiunti dalle società del settore, ritenute di particolare importanza per la *stakeholder management*, il modello non ha confermato le ipotesi sopra riportate. Per queste variabili, come anche altre variabili indipendenti analizzate, non essendoci significatività statistica, non è possibile affermare che esiste un'associazione tra performance economico-finanziarie, *governance* e gestione degli interessi degli *stakeholder*.

### 4.3 Limiti dei modelli e spunti applicativi

Seppure l'interpretazione data ai modelli qui proposti differisce dall'interpretazione data a modelli con variabili non standardizzate, è possibile affermare che il comportamento assunto dalla variabile dipendente standardizzata per ogni incremento unitario delle variabili esplicative standardizzate è lo stesso rispetto alle variabili non standardizzate. La differenza consiste nel valore del coefficiente di regressione in quanto, nel caso di variabili standardizzate indica la variazione assunta dalla deviazione standard delle variabili, nel secondo caso invece il valore

del coefficiente di regressione ha impatto sul valore “puro” della variabile dipendente per ogni unità incrementale del valore delle variabili indipendenti.

I modelli riportati nel presente elaborato hanno tutti come limite principale la scarsa numerosità di osservazioni. Il presente studio ha infatti come unità campionaria di riferimento le società appartenenti ad un settore di nicchia quale il settore del lusso. Inoltre, il reperimento delle variabili è stato effettuato in modo puntuale, connotato da scarsa automazione nella metodologia di ricerca dati: per ogni società sono stati analizzati i documenti informativi non essendoci una base dati già disponibile in vari siti internet.

I modelli qui proposti rispettando i requisiti dell'*OLS*, non soffrono della presenza di collinearità tra variabili. Per tali motivi non occorre analizzare i dati raccolti avvalendosi di variabili strumentali e idonee al metodo di stima *2LSL: Two Stages Least Squares*, Metodo dei minimi quadrati a due stadi che, proprio per i suoi postulati, utilizza il limite della collinearità per l'*OLS* come elemento fondamentale. Tuttavia, i modelli qui proposti analizzano l'associazione tra performance economico-finanziarie, *stakeholder management* e modello di *corporate governance*, non anche la relazione di causa effetto tra le stesse. Per condurre un'analisi di causazione oltre che di associazione, occorre ricorrere proprio al modello *2LSL* e in particolare alle variabili strumentali atte a spiegare il fenomeno. I modelli proposti nel presente elaborato hanno come limite la mancanza di variabili strumentali che potrebbero spiegare l'effetto causale tra le variabili qui osservate. La variabile strumentale dovrebbe godere della proprietà di collinearità con la variabile dipendente ma al tempo stesso non avere correlazione con l'errore della retta di regressione e con le variabili indipendenti del modello. Il *dataset* di variabili raccolte, dopo opportune indagini esplorative, non ha evidenziato le proprietà opportune a condurre analisi tramite il modello *2LSL*. Di particolare interesse risulta, per il modello 1), l'associazione tra presenza di Amministratori Indipendenti e livello di indebitamento. Essendo inoltre di particolare importanza il numero di certificazioni internazionali e di *SDGs* ottenute dalle società, si è ipotizzato di far assumere ruolo di variabile strumentale proprio alla variabile di *stakeholder management* “*NCertStandardsSDGs*” rispetto alla variabile strumentata “*Admin\_Indip*”. Nel cd. *First Stage*, primo *step* per l'implementazione del modello *2LSL*, non è però emersa validità empirica, invalidità confermata anche nel secondo *step*, cd. *Reduce Form*. Anche per il modello 2), essendo lo stesso il modello migliore in termini di bontà predittiva, è stato ipotizzato di utilizzare la variabile “*NCertStandardsSDGs*” quale strumentale e il numero di donne presente nel *board*, variabile “*W*”, come variabile strumentata. Come per il modello 1), sia il *First Stage* che il *Reduce Form*

non hanno mostrato validità empirica. Il limite riscontrato nel presente studio potrebbe tuttavia essere considerato quale elemento di estensione per studi futuri. Occorrerebbe in particolare ampliare il *dataset* con variabili idonee ad essere considerate quali strumentali (correlazione con la variabile di interesse e assenza di correlazione sia con la variabile dipendente che con le altre variabili esplicative del modello) e, far sì che i modelli possano spiegare empiricamente non solo l'associazione tra variabili ma anche il fenomeno di causa-effetto.

Ulteriore suggerimento per le ipotesi di ricerca future, visto il limite della numerosità, potrebbe essere la raccolta dati su più anni di riferimento (analisi *time-series*) e tramite ampliamento del campione qui analizzato con società appartenenti a settori di mercato diversi dal settore *luxury*. In merito all'orizzonte temporale risulta doveroso segnalare che per il modello di regressione 3) vengono comparati dati riferiti al 2018 (valori assunti dalle variabili indipendenti) con un valore dinamico dato dalla variazione dei ricavi intervenuta tra 2017 e 2018 (variabile dipendente). In riferimento all'ampliamento del campione con più società, risulta inoltre fondamentale suggerire che i settori selezionati siano costituiti, oltre che da un numerosità consistente, da società quotate nel mercato dei capitali in modo che le variabili da ricercare possano essere facilmente reperibili.

Le analisi effettuate nel presente elaborato riproducono, seppur con alcune modifiche riferite soprattutto al settore merceologico di osservazione, alcuni studi presenti in letteratura.

In particolare, i modelli qui proposti sono ispirati all'articolo "Corporate Governance nelle quotate italiane: un'analisi empirica degli Amministratori e dei Consigli di Amministrazione" di Marco Fasan. L'articolo effettua un'analisi empirica sui sistemi di *governance* presenti in 60 aziende italiane quotate, appartenenti a settori merceologici differenti. Le variabili di indagine sono in parte identiche ai modelli qui presentati: numerosità del consiglio di amministrazione, percentuali di donne presenti nell'organo amministrativo, dimensioni delle società in termini di capitalizzazione patrimoniale e numero di lavoratori, presenza di amministratori indipendenti e valore di *stock option* assegnate all'amministratore delegato. In aggiunta, nei modelli qui proposti, il modello di riferimento è stato integrato con altre variabili ritenute idonee a rappresentare la *governance* e la *stakeholder management*.

Seppure con alcune differenze nei modelli, i risultati ottenuti in questa sede differiscono solo parzialmente da quelli ottenuti dallo studio di riferimento. In particolare, come per lo studio di riferimento, viene confermata la mancanza di associazione statisticamente significativa tra performance economico-finanziarie e numerosità di donne presenti nel *board*; al contrario, nel

modello di riferimento emerge la mancanza di associazione tra Amministratori Indipendenti e *stock option* assegnate all'AD e performance economico-finanziarie, associazione che nell'analisi qui svolta è presente ed assume significatività.

## Capitolo 5 – Analisi dei dati: Modello complesso

I modelli e i dati sin qui analizzati hanno mostrato la presenza di associazione tra modelli di *governance*, *stakeholder management* e performance economico-finanziarie seppur con alcuni limiti che potrebbero fungere quali spunti applicativi per le ricerche future, primo fra tutti l'analisi su più periodi. I modelli analizzati verranno nel presente capitolo strutturati in maniera complessa, implementati con l'inserimento di altre due variabili indipendenti: il settore specifico e il Paese di appartenenza. Inoltre, i modelli di regressione con tali variabili aggiuntive verranno analizzati nella loro interezza in modo tale che tutte le concezioni presenti in letteratura vengano analizzate empiricamente nel campione di aziende oggetto di analisi.

### 5.1 Modello di regressione complesso

Come anticipato, i modelli analizzati finora verranno implementati con le variabili riferite al settore specifico in cui operano le aziende del campione e Paese di appartenenza. Essendo queste ultime variabili qualitative verrà assegnata alle stesse funzione di variabile categoriale mediante generazione di variabile *dummy*. Le società che compongono il campione di osservazione appartengono a tre diversi sotto-settori del lusso e altrettanti continenti<sup>40</sup>, volendo inserirle come variabili qualitative utili all'analisi si è resa opportuna una scelta in merito al valore che la variabile dicotomica dovesse assumere.

In particolare, sono state generate tre variabili *dummy*, ciascuna riferita a uno dei settori investigati:

- *dummy\_Fashion*, avrà valore pari a 1 se la società opera nel settore moda, *jewellery* e *cometic* e valore 0 se appartiene ad altri settori
- *dummy\_Automotive* con valore 1 se la società opera nel settore *automotive*, valore 0 se non opera in tale settore:
- *dummy\_Yacht*; valore 1 se opera in tale settore, 0 se opera nel settore *fashion* o *automotive*.

In merito al paese di appartenenza verrà effettuata la medesima categorizzazione ma allocando le società nel continente Europa, USA o ASIA. Pertanto si avranno le seguenti variabili:

- *dummy\_EU* con valore 1 se la società opera in Europa, 0 nel caso contrario:

---

<sup>40</sup> Si veda “Tabella 1: Società del campione divise per settore e Paese di appartenenza.”

- dummy\_USA avente valore 1 in caso di appartenenza della società a tale continente, 0 in caso contrario;
- dummy\_Asia con valore 1 in caso di appartenenza a tale Paese, 0 nel caso di appartenenza all'Europa o USA.

La generazione di tre diverse *dummy variable* ciascuna per i fenomeni di osservazione “Paese” e “Settore” è dovuta alla caratteristica propria delle variabili qualitative dicotomiche non essendo possibile attribuire una codifica diversa da quella propria del codice binario. In caso di codifica di una sola variabile *dummy* per categoria, associando quindi valore 0 e 1 per tre diverse variabili, ci si sarebbe imbattuti nella cd. “trappola delle *dummy variable*” data dal fatto che la *k-esima* variabile non avrebbe apportato alcun informazione aggiuntiva all'analisi. Inoltre, proprio per non incorrere ulteriormente nella trappola delle *dummy*, si è ritenuto opportuno procedere con l'esclusione della *dummy variable* avente meno numerosità. Quindi, ai fini dell'analisi empirica, verranno inserite nel modello la variabile “dummy\_EU” e “dummy\_USA” per il Paese in cui le società hanno sede centrale e, per il settore di riferimento, verranno inserite le variabili “dummy\_Fashion” e “dummy\_Automotive” essendo le società appartenenti al settore *yacht* e asiatiche meno numerose rispetto alle altre.

Nel prosieguo, come per il modelli sopra esposti, verranno condotte le analisi per saggiare la bontà predittiva del modello e il rispetto delle assunzioni del Metodo *OLS*.

### 5.1.1 Modello di regressione complesso: variazione dei ricavi

Regressione modello 3.2)  $\Delta\text{Ricavi} = \beta_0 + \beta_1\text{dummy\_EU} + \beta_2\text{dummy\_USA} + \beta_3\text{dummy\_Fashion} + \beta_4\text{dummy\_Automotive} + \beta_5W + \beta_6\text{Admin\_Indip} + \beta_7\text{NBoD} + \beta_8\text{ADW} + \beta_9\text{NCertStandardsSDGs} + \beta_{10}\text{NRiunioni} + \beta_{11}\text{SalarioVariab/Tot} + \beta_{12}\text{StockOption\_AD} + \beta_{13}\text{NLavor} + \beta_{14}\text{RGov} + \beta_{15}\text{DNF} + \beta_{16}\text{Azion\_Conc} + \varepsilon$

Source	SS	df	MS	obs	60
Model	1,1985303	16	0,074908144	F( 16, 43)	5,89
Residual	0,5472516	43	0,012726781	Prob > F	0,00000
Total	1,7457819	59	0,02958952	R-squared	0,68650
				Adj R-squared	0,56990
				Root MSE	0,11281

$\Delta$ Ricavi	Coef.	Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Interval]	
dummy_EU	-0,0772244	0,0437998	-1,76	0,085	-0,1655550	0,0111063
dummy_USA	-0,0329206	0,0495323	-0,66	0,510	-0,1328120	0,0669709
dummy_Fashion	-0,3662370	0,0681849	-5,37	0,000	-0,5037450	-0,2287290
dummy_Automotive	-0,2673986	0,0858225	-3,12	0,003	-0,4404762	-0,0943209
W	0,0834697	0,0877255	0,95	0,347	-0,0934456	0,2603850
Admin_Indip	0,0516425	0,0776335	0,67	0,509	-0,1049205	0,2082054
NBoD	-0,0597574	0,1064590	-0,56	0,577	-0,2744525	0,1549376
ADW	0,0489449	0,0545023	0,90	0,374	-0,0609695	0,1588593
NCertStandardSDGs	0,0342869	0,0715539	0,48	0,634	-0,1100154	0,1785892
NRiunioni	-0,1079387	0,0881273	-1,22	0,227	-0,2856644	0,0697869
Salario_VariabTot	0,0787218	0,1170391	0,67	0,505	-0,1573101	0,3147537
StockOption_AD	0,8070821	0,1464283	5,51	0,000	0,5117813	1,1023830
NLavor	0,0208304	0,1359102	0,15	0,879	-0,2532587	0,2949195
RGov	-0,0065200	0,0548261	-0,12	0,906	-0,1170873	0,1040474
DNF	0,0652914	0,0444697	1,47	0,149	-0,0243903	0,1549730
Azion_Conc	-0,0935316	0,0645266	-1,45	0,154	-0,2236620	0,0365988
_cons	0,5832225	0,1147029	5,08	0,000	0,3519022	0,8145428

Tabella 8: Modello di Regressione Lineare multipla 3.2) Variabile dipendente "Variazione annua ricavi" – variabili oggetto di normalizzazione.

Il modello sopra riportato mostra un valore dell'indice di determinazione, nel suo valore aggiustato, pari al 56,99%. Dal valore dell'indice di determinazione oltre che del test F relativo al modello complessivo è possibile approfondire l'analisi sia in termini empirici che economici poiché circa il 57% dei dati raccolti e assunti dalle variabili è spiegato mediante modello di regressione lineare multipla. Fermo restando il valore dell'indice  $R^2$  *adjusted*, le variabili che risultano significative in tale modello sono riferite unicamente al settore di appartenenza e al valore delle *stock option* assegnate all'amministratore delegato.

In particolare, dall'interpretazione del valore del *p-value* e dal coefficiente *beta* associato alle variabili indipendenti, emerge quanto segue:

- le società facenti parti del settore *fashion* hanno una associazione statisticamente significativa, di tipo negativo, con la variabile standardizzata riferita alla variazione dei ricavi;
- le società che operano nel settore *automotive* hanno anch'esse una associazione statisticamente significativa e negativa con la variabile dipendente riferita alla variazione dei ricavi;
- le società che assegnano un maggior valore alle *stock option* presentano una associazione statisticamente significativa con la variazione dei ricavi.

Per quanto concerne l'appartenenza delle società al sotto-settore *fashion*, l'appartenenza allo stesso ha una associazione negativa con la variazione dei ricavi. In altre parole, le società operanti nel sotto-settore moda, *jewellery* e *cosmetic*, hanno registrato una variazione dei ricavi in diminuzione rispetto alla media campionaria. La stessa interpretazione e, quindi, significato dell'associazione statistica riscontrata, può essere attribuita alle società che appartengono all'*automotive*. Dalla lettura dei dati in modo puntuale infatti, le società produttrici di yacht di lusso hanno tutte registrato un aumento di ricavi al contrario delle società appartenenti al sotto-settore *fashion* e *automotive* in cui si sono registrati sia incrementi ma anche diminuzioni di fatturato. In particolare nel settore *fashion* la variazione dei ricavi risulta meno incrementativa rispetto a quella registrata nel settore *automotive*. Inoltre, da una comparazione semplice dei dati tra i risultati delle società operanti nell'*automotive* rispetto a quelle produttrici di produttrici di yacht, viene rilevata un maggior livello di performance in queste ultime.

In riferimento alla variabile "StockOption\_AD", il risultato è il medesimo del modello 3), il modello semplice. All'aumentare del valore delle *stock option* assegnate all'amministratore delegato, la variazione dei ricavi subisce un incremento. Ciò porta ad avvalorare l'utilizzo dei piani di incentivazione azionaria per il *management* come risulta dalla letteratura in tema di *governance*. Il valore dei ricavi, e conseguente variazione, rappresenta la prima grandezza di bilancio da cui è possibile poi addivenire al risultato d'esercizio. L'analisi condotta porta all'emersione di una variazione in aumento dei ricavi per le società che hanno assegnato un valore più elevato ai piani di incentivazione. Se emerge un aumento della cd. *top line*, nulla toglie che anche il valore del risultato d'esercizio possa avere valore più alto rispetto a società che hanno un valore dei piani di incentivazione azionaria più basso. Infatti, se la funzione principale dei piani di incentivazione è quella di orientare le scelte del *management* nel lungo

periodo, l'effetto immediato è quello che il valore degli utili, e quindi delle azioni, risulti più alto.

In merito alla *dummy variable* riferita al Paese in cui le società hanno *headquarter*, non è riscontrabile alcuna evidenza empirica. Una minima associazione potrebbe essere attribuita all'appartenenza delle società al continente europeo ma, essendo il valore del *p-value* superiore al 5%, sarebbe opportuno che tale significatività venisse indagata su campioni più numerosi in modo da poter affermare la presenza di tale associazione in modo più conservativo. Non è stata neppure riscontrata, come nel modello 1.2), una associazione significativa in termini statistici con la dimensione aziendale, rappresentata anche in questo modello dalla variabile indipendente "N\_Lavor".

Le altre variabili indipendenti del modello non hanno un valore del *p-value* sufficientemente significativo in termini statistici tale da poter avvalorare quanto risulta dalla letteratura. Infatti, ciò che dal punto di vista logico appare significativo non ha la stessa significatività in termini empirici.

Vengono di seguito riportati i grafici della distribuzione dei residui del modello di regressione complesso relativo alla performance variazione dei ricavi e la loro distribuzione in relazione alla distribuzione di tipo Normale. Dall'analisi grafica è possibile confermare la presenza dei presupposti di indipendenza dei residui alla base del modello *OLS*.

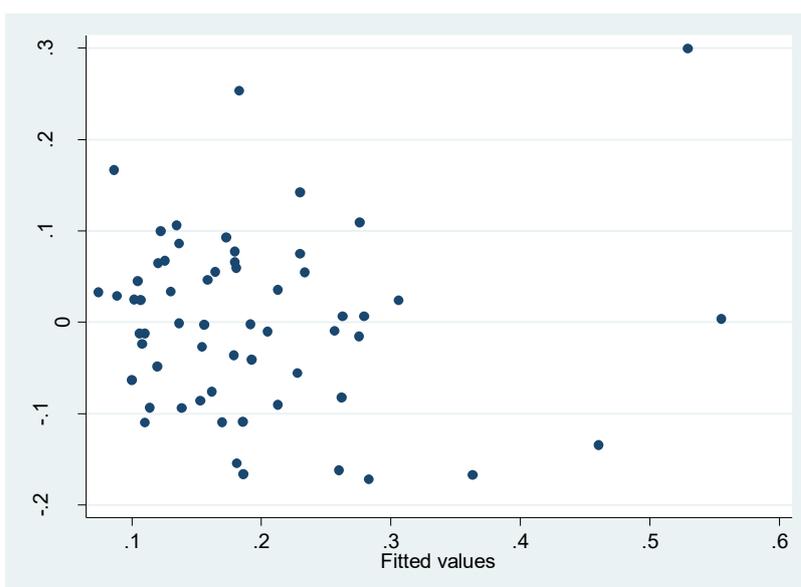


Figura 11: Analisi dei residui di regressione

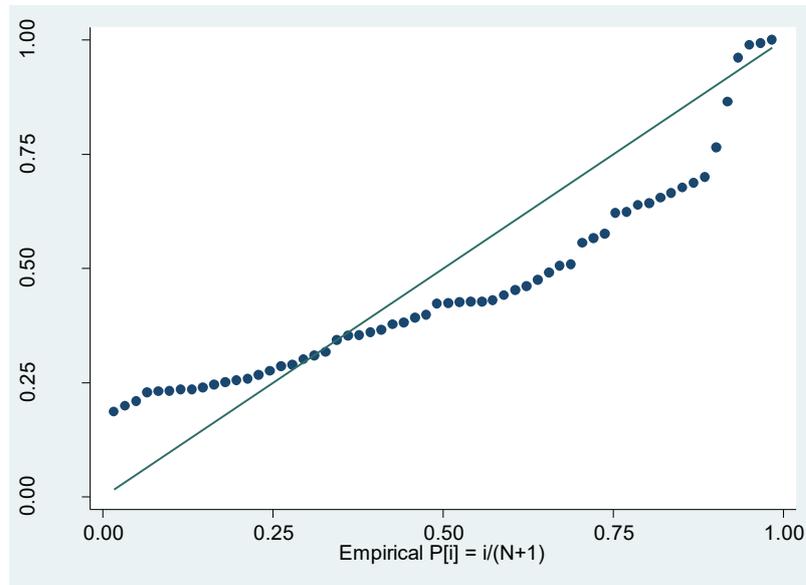


Figura 12: Distribuzione dei residui rispetto a una Distribuzione di tipo Normale

Osservando quanto riportato nella Figura 14 è possibile affermare che il modello rispetta il postulato del modello *OLS* rispetto all'indipendenza dei residui della retta di regressione mentre, dall'analisi della Figura 15, non è possibile affermare che i residui hanno una distribuzione perfetta di tipo Normale. I residui si avvicinano a quella che dovrebbe essere la loro distribuzione Normale, bisettrice del grafico, ma non in modo puntuale. In tal caso quindi è comunque possibile affermare che il modello rispetta le ipotesi del secondo ordine del modello *OLS*.

### 5.1.2 Modello di regressione complesso: livello di indebitamento

Regressione modello 1.2)  $PFNPN = \beta_0 + \beta_1 \text{dummy\_EU} + \beta_2 \text{dummy\_USA} + \beta_3 \text{dummy\_Fashion} + \beta_4 \text{dummy\_Automotive} + \beta_5 W + \beta_6 \text{Admin\_Indip} + \beta_7 \text{NBoD} + \beta_8 \text{ADW} + \beta_9 \text{NCertStandardsSDGs} + \beta_{10} \text{NRiunioni} + \beta_{11} \text{SalarioVariab/Tot} + \beta_{12} \text{StockOption\_AD} + \beta_{13} \text{NLavor} + \beta_{14} \text{RGov} + \beta_{15} \text{DNF} + \beta_{16} \text{Azion\_Conc} + \varepsilon$

Source	SS	df	MS	obs	60
Model	0,1671252	16	0,0104453	F( 16, 43)	0,99
Residual	0,4541606	43	0,0105619	Prob > F	0,4852
Total	0,6212858	59	0,105303	R-squared	0,2690
				Adj R-squared	-0,0030
				Root MSE	0,1028

PFNPN	Coef.	Std. Err.	t	P>t	[95% Conf. Interval]	
dummy_EU	0,0085106	0,0399009	0,21	0,832	-0,0719573	0,0889785
dummy_USA	0,0052259	0,0451232	0,12	0,908	-0,0857737	0,0962254
dummy_Fashion	0,0129742	0,0621154	0,21	0,836	-0,1122936	0,1382419
dummy_Automotive	0,0281706	0,0781830	0,36	0,720	-0,1295005	0,1858418
W	0,0341951	0,0799166	0,43	0,671	-0,1269721	0,1953622
Admin_Indip	-0,1183379	0,0707230	-1,67	0,102	-0,2609644	0,0242886
NBoD	0,0698476	0,0969826	0,72	0,475	-0,1257363	0,2654316
ADW	0,0329917	0,0496508	0,66	0,510	-0,0671387	0,1331221
NCertStandardSDGs	-0,0613745	0,0651846	-0,94	0,352	-0,1928317	0,0700827
NRiunioni	-0,0065344	0,0802827	-0,08	0,936	-0,1684398	0,1553710
Salario_VariabTot	0,0648357	0,1066209	0,61	0,546	-0,1501858	0,2798572
StockOption_AD	0,0935458	0,1333940	0,70	0,487	-0,1754688	0,3625605
NLabor	-0,0392386	0,1238122	-0,32	0,753	-0,2889297	0,2104524
RGov	-0,1379721	0,0499457	-2,76	0,008	-0,2386972	-0,0372469
DNF	0,0834705	0,0405112	2,06	0,045	0,0017719	0,1651691
Azion_Conc	0,0051916	0,0587828	0,09	0,930	-0,1133553	0,1237384
_cons	0,6656435	0,1044926	6,37	0,000	0,4549142	0,8763729

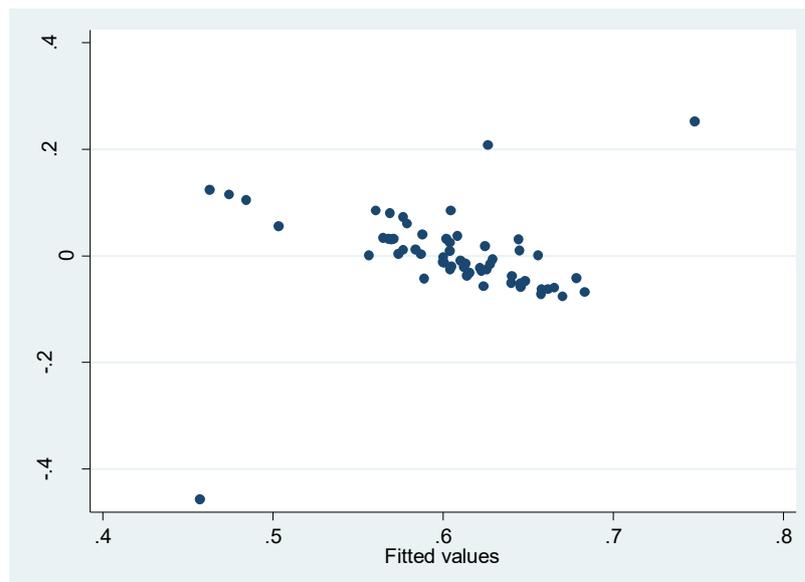
Tabella 9: Modello di Regressione Lineare multipla 1.2) Variabile dipendente "Livello di Indebitamento" – variabili oggetto di normalizzazione.

Il primo dato di rilievo per analizzare la bontà predittiva del modello è il valore assunto dall'indice di determinazione  $R^2$  nel suo valore corretto: il suo valore risulta molto basso, anzi, addirittura negativo e non apporta nessun valore all'analisi. Il problema potrebbe essere condotto alla presenza di molteplici variabili indipendenti che non apportano alcun valore aggiuntivo al modello e che, anzi, ne peggiorano la bontà analitica. Inoltre il valore dell'indice di determinazione più basso rispetto al modello generato con metodo *stepwise* o ancora senza l'inserimento delle variabili *dummy* relative a settore e paese, potrebbe essere ricondotto alla poca variabilità della variabile dipendente stessa, "PFNPN".

Pur rispettando i postulati degli *OLS*, risultati mostrati nelle Figure 11 e 12, il modello non è quindi idoneo a rispondere alla domanda di ricerca: uniche variabili che risultano statisticamente significative sono la presenza del report di *governance* e della DNF ma, essendo

il valore dell'indice di determinazione molto basso, non è possibile attribuire in modo obiettivo tale significatività anche in termini economici per tutte le aziende costituenti il campione e di conseguenza al settore del lusso come costituito realmente. Inoltre, l'inserimento delle variabili dicotomiche riferite a Paese e Settore non ha apportato alcun contributo al modello, non è possibile quindi affermare che l'appartenenza a un setto-settore o Paese piuttosto che a un altro, abbia associazione con il livello di indebitamento. Ulteriore assunzione che non può essere corroborata è quella che il livello di indebitamento abbia una qualche associazione statistica con la dimensione aziendale, qui rappresentato dal numero di lavoratori presenti in azienda.

Per completezza espositiva si riportano i grafici della distribuzione dei residui e della loro distribuzione rispetto a una distribuzione di tipo Normale utili ad avvalorare il rispetto dei postulati *OLS* del modello.



*Figura 13: Analisi dei residui di regressione*

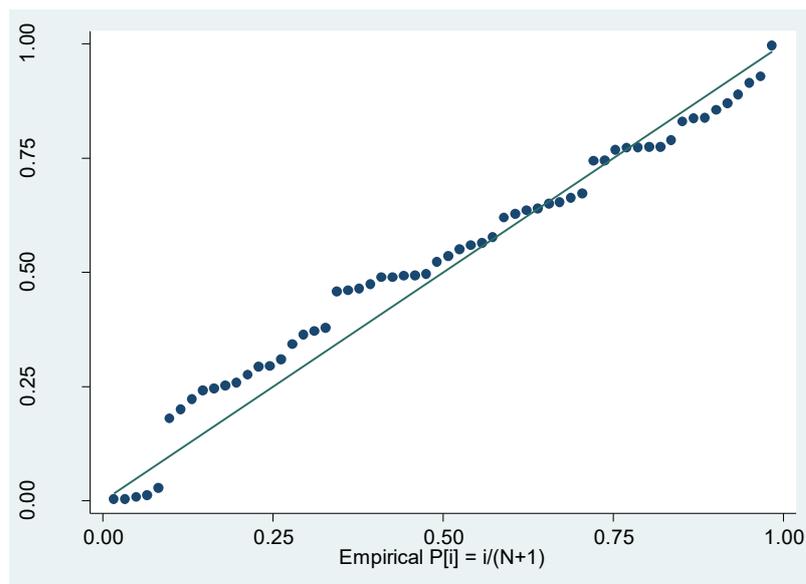


Figura 14: Distribuzione dei residui rispetto a una Distribuzione di tipo Normale

## 5.2 Criticità e considerazioni dei modelli complessi

Come per i modelli analizzati nel Capitolo 4, anche i modelli alternativi e comprensivi delle variabili relativi al Settore e Paese di appartenenza soffrono di alcuni limiti.

Il primo dei limiti è sicuramente riconducibile alla bassa numerosità campionaria. Essendo la statistica una disciplina basata sulla legge dei grandi numeri, i risultati qui ottenuti andrebbero ricercati anche in modelli con campioni di osservazione più elevati: maggiore sarà il numero di osservazioni, migliore sarà il risultato in termini rappresentatività delle rilevazioni campionarie rispetto alla realtà, migliore sarà quindi il grado di interpretazione e analisi dei dati.

Il modello 1.2 non ha mostrato alcunché rispetto quanto emerso nel modello 1: anche con l'aggiunta delle variabili relative a sotto-settore e paese, nessuna altra variabile si è dimostrata predittiva e significativa in termini statistici per avvalorare le ipotesi di ricerca. Inoltre, tra i due modelli del presente elaborato, è il modello che presenta un valore dell'indice  $R^2$  aggiustato più basso. Nel modello 1.2), comprensivo delle variabili aggiuntive, infatti, il valore dell'indice di determinazione è pari al 26,90%, ma pari a -0,30% nel suo valore corretto. Non è possibile per tale modello effettuare un'analisi dei dati corroborata anche da un'analisi economica degli stessi. Laddove venisse ampliato il campione con ulteriori società, anche la variabilità della variabile dipendente, molto più bassa rispetto alla variabile “ $\Delta$  Ricavi”, potrebbe essere maggiore. In tal caso, il modello acquisirebbe maggiore bontà predittiva oltre che maggior

possibilità di avere associazioni statisticamente significative tra variabili indipendenti e variabile dipendente “PFNPN”.

Per quanto concerne invece il modello 3.2, relativo alla variazione dei ricavi, il valore dell'indice di determinazione consente di poter esprimere considerazioni aggiuntive rispetto al modello avente stessa variabile dipendente ma priva delle ulteriori variabili qualitative. Il valore dell'indice  $R^2$  aggiustato è pari a 56,99%; ciò significa che più della metà dei dati presenti nel modello possono essere spiegati mediante il modello di regressione lineare. Quest'ultimo modello è quello che meglio si presta a dare una risposta alla domanda di ricerca attraverso la regressione lineare.

Con l'inserimento delle variabili relative a Paese e settore di appartenenza, resta ferma la significatività e l'associazione tra performance e valore delle *stock-option* assegnate all'AD ma, viene rilevata una nuova associazione: variazione dei ricavi e società appartenenti al settore *fashion* (moda, *jewellery* e cosmetics) e società operanti nel settore *automotive*. Come prima accennato le società facenti parte del settore *fashion* e del settore *automotive*, hanno registrato aumenti e diminuzioni dei ricavi ma, per il settore *fashion* il dato rileva in maniera negativa e in maggior misura rispetto alle società che operano nel settore *automotive*. In entrambi i settori sono intervenute variazioni nel periodo considerato, tuttavia, a fronte della maggiore variabilità della variazione dei ricavi delle società appartenenti al settore *fashion*, rispetto alla media campionaria, il valore del coefficiente di regressione associato alla variabile relativa al settore *fashion* si discosta in misura maggiore rispetto alla media campionaria e rispetto alle società che operano *nell'automotive*. Il maggior scostamento si evince dal coefficiente *beta* proprio delle due *dummy variable*, rispettivamente pari a -2,129 e -1,554. Si rammenta che essendo state escluse per esigenze tecniche l'appartenenza o meno delle società al settore *yacht* e al Paese *Asia*, la loro presenza e quindi valore è da ricondursi alla costante della retta di regressione.

Riguardo le altre variabili, nessuna a seguito dell'inserimento delle nuove *dummy variable*, ha riportato cambiamenti in termini di significatività statistica e quindi tale da poter generare interpretazione in termini economici.

Altro importante limite dei modelli generati con variabili aggiuntive e comprensivo di tutte le variabili riconducibili a quanto rilevato in letteratura, risiede nella mancanza di analisi tra più

periodi: sarebbe utile, soprattutto in vista del cambiamento atteso delle prassi di valutazione aziendale, scelte di valutazione di investimenti, comportamento d'acquisto e opinioni in merito a tematiche socio-ambientali, effettuare nuovamente l'analisi qui condotta al fine di rilevare la presenza o meno del cambiamento di significatività di alcuni strumenti di *governance* e *stakeholder management* tra il periodo qui analizzato e gli anni a seguire.

I risultati che si otterrebbero potrebbero essere utilizzati come punto di partenza per Istituzioni e Mercato nel raccomandare quali meccanismi mantenere o rendere obbligatori e quali invece ritenere quali trascurabili in vista di risultati economico-finanziari più appetibili per i portatori di capitali e di converso più tutelativi per gli altri *stakeholder*.

## Conclusioni

L'analisi condotta nel presente elaborato propone un primo modello per la ricerca di una associazione tra orientamento delle organizzazioni aziendali verso gli *stakeholder*, anche mediante strumenti e modelli di *corporate governance* e risultati in termini economici, soprattutto in riferimento al livello di indebitamento e alla variazione annua dei ricavi. L'analisi condotta su un campione rappresentativo del settore del lusso mira infatti, con approccio econometrico, a far emergere le possibili associazioni tra gli elementi più rappresentativi riferite alle tre variabili sopra descritte. Le ipotesi di ricerca sono state confermate in quanto i risultati mostrati dall'interpretazione dei modelli di regressione lineare multipla, utilizzati ai fini della ricerca stessa, hanno fatto emergere la presenza di associazione tra *stakeholder management*, *corporate governance* e performance economico-finanziarie seppure non per tutte le variabili selezionate in sede di indagine esplorativa.

I contributi del presente elaborato sono sintetizzabili in tre diversi ambiti. *In primis* è stata discussa la letteratura accademica e i *working paper* presenti sia a livello nazionale che internazionale in tema di teoria degli *stakeholder* e *stakeholder management*; *in secundis* è stata analizzata e discussa la letteratura in tema di *corporate governance* con particolare riferimento agli accadimenti storici che hanno fatto emergere inefficienze e spunti di riflessione riferite ai modelli e ai sistemi di *governance* adottati dalla nascita delle prime forme societarie ad oggi; *in tertiis* è stata condotta una breve analisi descrittiva delle variabili oggetto di analisi riferite al settore del lusso su un campione di aziende operanti in tutto il mondo e un'analisi empirica per indagare la relazione esistente tra le variabili esplicative del modello, riferite alla *governance* e alla *stakeholder management*, e le variabili risposta riferite alle performance in termini economico-finanziari. I risultati ottenuti sono riferiti ad un campione di osservazione ristretto e, pertanto, l'analisi qui proposta dovrebbe essere ripetuta su un campione più esteso tale da poter essere maggiormente rappresentativo dell'“Universo Aziendale”. Ulteriore avanzamento al modello qui proposto potrebbe essere quello di considerare più annualità per la raccolta dati in modo da aumentare il livello di dettaglio e l'orizzonte temporale di analisi.

I risultati ottenuti risultano incoraggianti soprattutto in riferimento alla presenza di Amministratori Indipendenti, Report di Governance e valore delle *stock option* assegnate all'Amministratore Delegato. La prima variabile risulta uno tra gli strumenti di *governance* riconosciuti dalla letteratura e dalla prassi, utile per la tutela degli interessi degli *stakeholder* oltre che di uno strumento di monitoraggio per il benessere aziendale, idoneo a minimizzare le situazioni in cui emergono conflitti di interessi del *top management* e la società con

conseguenze negative per quest'ultima. Tale importanza è stata riscontrata anche nel campione oggetto di analisi, rilevando l'associazione, in termini positivi, tra presenza di tale categoria di amministratori e livelli di indebitamento. Anche il numero di *stock option*, il loro valore e la presenza di queste, sono uno degli strumenti di *corporate governance* che sovente vengono utilizzati per incentivare il *management* a perseguire gli obiettivi aziendali di lungo periodo evitando che il raggiungimento di quelli a breve abbiano effetto contrario su un orizzonte temporale più ampio. Infine, la presenza del Report di Governance, quale elemento principale e variabile rappresentativa della *stakeholder management*, si rivela essere particolarmente significativo in relazione al livello di indebitamento: la sua riproduzione è associata ad un livello di indebitamento più basso. Il report costituisce un elemento fondamentale per la *stakeholder management*; è l'ultima versione data dall'evoluzione della reportistica in tema di Bilancio d'Esercizio nel quale, oltre ad informazioni quantitative di carattere puramente economico, vengono fornite informazioni riferite all'intero struttura organizzativa aziendale: struttura societaria, organi di gestione, comitato di controllo interno, presenza di comitati strategici oltre che di una serie di informazioni di carattere qualitativo con particolare riferimento ai cd. *Standard ESG*. Il report, proprio per le informazioni in esso contenute, si è rivelato particolarmente valevole, con la Dichiarazione di carattere Non Finanziario, al reperimento delle variabili utili alla ricerca empirica condotta.

I modelli semplici sono poi stati implementati per tener conto di altre variabili relative a settore e paese di appartenenza. A differenza del modello avente quale variabile dipendente il livello di indebitamento, il modello avente quale variabile dipendente la variazione dei ricavi, ha condotto alla rilevazione di nuove associazioni; in particolare con il settore *fashion* (costituito da società operanti nella moda, *jewellery* e *cosmetic*) e il settore *automotive*. Non sono emerse nuove associazioni statistiche degne di nota se non l'associazione già riscontrata tra valore delle *stock option* e performance economica.

L'analisi qui proposta mira anche a far emergere la fase di cambiamento che gli attuali modelli di business stanno attraversando sia in modo volontario che per induzione data dall'opinione di investitori istituzionali proprio circa la fiducia degli *stakeholder*. Una recente dichiarazione di Laurence Fink (presidente e CEO di BlackRock, la più grande società di investimento al mondo), ha fatto emergere l'importanza di tematiche non prettamente economiche come l'attenzione circa la lotta al cambiamento climatico per le decisioni di investimento future. Complice il particolare momento storico in cui ci troviamo dato dallo scoppio della crisi prima

sanitaria e poi economica, il 2020 è risultato un anno in cui le variabili climatiche hanno registrato maggior attenzione da parte degli investitori istituzionali. Fink, nell'ultima lettera ai *manager*, sottolinea infatti gli effetti disastrosi in termini di contrazione economica globale dati dalla pandemia da Covid-19 e che l'opinione diffusasi nel marzo del 2020 successivamente si è rivelata infondata. L'opinione prevalente era quella che la crisi sanitaria avrebbe avuto un effetto distorsivo sulla lotta al cambiamento climatico e invece, come Fink stesso denuncia, il livello degli investimenti sostenibili ha subito un'accelerazione rispetto a quanto previsto. Un numero sempre più elevato di investitori sceglie di allocare risorse e investire in società orientate alla sostenibilità come riflesso della volontà tacita dei diversi *stakeholder* aziendali, primi fra tutti i consumatori. In tema di sostenibilità, negli ultimi anni, il dibattito è emerso soprattutto in riferimento alle emissioni di CO<sub>2</sub> e, per tali motivi, il consiglio per le aziende da parte di BlackRock è quello di non deludere le aspettative degli *stakeholder* per poi perdere la loro fiducia. Tutti i settori produttivi devono oggi allinearsi ad un'ottica economica a zero emissioni di CO<sub>2</sub> in modo da potersi distinguere dalle società che non compiendo investimenti verso tale direzione avranno maggiori difficoltà in futuro per riprendersi dalle scelte di investimento sbagliate, dettate dalla mera logica di massimizzazione del profitto. Il consiglio e la raccomandazione della più grande società di gestione del risparmio è quella della pubblicazione da parte delle aziende di documenti che dimostrino la compatibilità del loro modello di business verso un'economia a zero emissioni nocive. Nei documenti analizzati nel presente elaborato, in particolare le Dichiarazioni di carattere Non Finanziario, molte società del campione hanno segnalato la presenza di certificazioni *green*, soprattutto in riferimento alle strutture proprie degli stabilimenti produttivi e delle risorse utilizzate nel processo di produzione. Il sistema delle certificazioni è però oggi non uniformato a livello internazionale e cross settoriale, la richiesta di Fink è stata infatti quella di costruire uno standard unico permettendo agli investitori di prendere decisioni più informate. Utile sarebbe per le ipotesi di ricerca future, analizzare l'impatto in termini di performance economico-finanziarie circa la presenza o meno dello standard che verrà scelto o costituito *ex novo*; nel presente elaborato sono state raccolte informazioni relative alle certificazioni sociali e ambientali ma non è stata rilevata alcuna associazione. Probabilmente a seguito delle dichiarazioni qui riportate, la presenza degli indicatori di standard socio-ambientali, avrà un impatto più marcato nel prossimo futuro. Ulteriore cambiamento in atto e per il quale sarebbe utile condurre un'analisi su più periodi e soprattutto con variabili raccolte dalle informative prodotte nei prossimi anni da parte delle società, è quello che stanno attraversando i modelli di pianificazione aziendale in

virtù del cambiamento delle modalità valutative. Uno dei metodi più utilizzati nella prassi per la valutazione aziendale risulta oggi quella effettuata con il metodo dei multipli di mercato. Da un recente rapporto del Boston Consulting Group, è emersa una nuova possibile modalità di valutazione che implementa la performance non finanziaria, rilevata mediante metriche ESG, nei multipli di valutazione che sono utilizzati oggi. In virtù della creazione del valore, quale concetto alla base dell'esistenza aziendale, le performance non finanziarie dovrebbero valorizzare nei prossimi anni, stante l'opinione dei grandi investitori e società di consulenza, il cd. *Equity Value*, quale grandezza rappresentativa del valore aziendale. Per tale motivo, se il metodo dei multipli verrà implementato come effettuato dal BCG, prendendo in considerazione anche variabili riferite a sostenibilità, ambiente e *governance*, non si potrà più prescindere dal considerare l'impatto socio-ambientale quale effetto diretto sul business: il valore per gli azionisti, la longevità aziendale e la responsabilità sociale verso tutti gli *stakeholder* sono e devono essere considerati strettamente collegati tra di loro e atti a contribuire in modo integrato al processo di creazione di valore.

Il complesso sistema economico è sottoposto a continui cambiamenti; oggi, ancor più di ieri, varia in modo repentino l'opinione dei vari *stakeholder* (consumatori, finanziatori, fornitori e dipendenti) circa l'operato delle aziende che costituiscono il sistema economico globale in riferimento alle tematiche socio-ambientali. Non essere in grado di gestire i loro interessi e non soddisfare le loro aspettative è, per una qualsiasi realtà economica, un fallimento, non solo in termini etici o morali ma anche in termini finanziari, in quanto le scelte di carattere sociale, ambientale ed etico influenzeranno nel lungo periodo, come emerso dalle ultime dichiarazioni sopra riportate, anche le performance economico-finanziarie.

## Riferimenti bibliografici

- Altis, 2015 – *Performance ESG: contano per chi giudica le imprese – Promuovere le performance di sostenibilità tra i criteri di giudizio degli operatori finanziari*, Et.EticaNews.
- Beal D. et al., 2017 – *Total Societal Impact: A new lens for strategy*, Boston Consulting Group.
- Borra S., Di Ciaccio A., 2014 – *Statistica: Metodologie per le scienze economiche e sociali*, McGraw Hill Education.
- Borsa Italiana S.p.A., 2020 – *Codice di Corporate Governance*.
- Bossetti L. e Felappi D., 2007 – *Corporate governance e comunicazione agli stakeholder*, in Di Cagno N., *Aspetti evolutivi della comunicazione d'impresa: teoria e strumenti innovativi*, Liberrima.
- Bradley E. e Tibshirani R.J., 1994 – *An Introduction to the Bootstrap*, CRC Press LLC.
- Brooks C., 2014 – *Introductory Econometrics for Finance*, Cambridge University Press.
- Catturi G., 2003 – *L'azienda universale. L'idea forza, la morfologia e la fisiologia*, CEDAM.
- Catturi G., 2010 – *L'azienda universale. Piste di riflessione*, CEDAM.
- Cian M., 2019 – *Manuale di diritto commerciale, vol. 3*, Giappichelli Editore.
- Clarkson Max B. E., 1995 – *A Stakeholder Framework for Analysing and Evaluating Corporate Social Performance*, Academy of Management.
- Del Baldo M., 2009 – *Corporate social Responsibility e Corporate Governance: quale nesso nelle PMI?*, Rivista Piccola Impresa/Small Business.
- Deloitte, 2019 – *Global Powers of Luxury Goods 2019, Bridging the gap between the old and the new*.
- Dittmeier C. A., 2011 – *Internal auditing. Chiave per la corporate governance*, EGEA.
- Donaldson T. e Preston L.E., 1995 – *The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications*, Academy of Management.

- D’Orazio E., 2005 – *Verso una teoria degli stakeholder descrittiva: modelli ad uso dei manager di organizzazioni complesse*, Notizie di Politeia.
- D’Orazio E., 2006 – *Verso una teoria normativa degli stakeholder*, Notizie di Politeia.
- D’Orazio E., 2008 – *La responsabilità degli stakeholder. Recenti sviluppo nella business ethics*, Notizie di Politeia.
- Fasan M., 2012 – *Corporate Governance nelle quotate italiane: un’analisi empirica degli Amministratori e dei Consigli di Amministrazione*, Impresa Progetto – Electronic Journal of Management.
- Freeman R. E. e McVea J., 2001 – *A stakeholder Approach to Strategic Management*, SSRN Electronic Journal.
- Freeman R. E., 2010 – *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Cambridge University press.
- Gatti M., Della Piana B., Testa M., 2015 – *L’inefficacia dei modelli di corporate governance. Un’evidenza empirica: il caso Parmalat*, Sinergie – Italian Journal of Management.
- Gazzetta Ufficiale n. 7 del 10 gennaio 2017 – *Decreto Legislativo 30 dicembre 2016 n. 254: Attuazione della direttiva 2014/95/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2014, recante modifica alla direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni.*
- Gilson J.R. e Gordon N.J., 2019 – *Board 3.0 – An Introduction*, The Business Lawyer.
- Hillman A.J., Withers M.C. e Collins B.J., 2009 – *Resource Dependence Theory: A review*, SAGE Journals, Journal of Management.
- Huse M., 2007 - *Boards, Governance and Value Creation: The Human Side of Corporate Governance*, JAME Book Review.
- Levine D.M., Krehbiel T.C., M.L. Berenson, 2002 – *Statistica*, Pearson.

- Marziliano P.A., 2009 – *Procedure di ricampionamento per la validazione di modelli di regressione dendro-auxometrici*, Forest.
- Okenwa, C. O., 2015 – *A Stakeholder Approach to Triple Bottom Line Accounting: Nigerian Experience*, International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences.
- Pilotti L. e Rullani E., 2007 – *Corporate Governance e società della conoscenza. Tra teoria e prassi*, Sinergie – Italian Journal of Management.
- O’Sullivan M., 2000 - *The innovative enterprise and corporate governance*, Cambridge Journal of Economics.
- Preston L. E. and Sapienza Harry J., 1990 – *Stakeholder management and corporate performance*, Journal of Behavioral Economics.
- Rivista ODC - *Orizzonti del Diritto Commerciale*, Giappichelli (risorsa online)
- Salvoni D. M., Bosetti L, 2006 – *Relazioni di govenance e Stakeholder View*, SYMPHONYA Emerging Issue in Management.
- Young S. B., 2009 - *The ethics of corporate governance: The North American perspective*, International Journal of Law and Management.
- Zattoni A., 2015 – *Corporate Governance*, EGEA