

- L'impresa come centro di relazioni contrattuali tra gli stakeholder
- Il problema della separazione tra proprietà e controllo nelle grandi public companies
- I meccanismi di governance volti a risolvere il problema della separazione tra proprietà e controllo
- L'individuazione degli stakeholder
- La gestione della relazione con gli stakeholder

### Il caso Royal Dutch/Shell

La multinazionale anglo-olandese Royal Dutch/Shell è una delle più grandi imprese del mondo. Essa impiega più di 112.000 persone e opera in più di 140 paesi. La società ha realizzato nel 2004 un fatturato pari a 265.190 milioni di dollari e ha ottenuto un utile netto pari a 18.183 milioni di dollari. La multinazionale anglo-olandese, conosciuta principalmente per il marchio Shell con cui commercializza carburante e lubrificanti, opera attivamente in numerosi settori del comparto energetico. Tra gli altri si ricordano il trasporto e la commercializzazione di petrolio e gas, la produzione e la commercializzazione di carburante per navi e aeroplani, la produzione di energia elettrica.

Nel corso del 1995 la forte attenzione alla creazione di valore azionario e l'atteggiamento conservativo del management sono stati fortemente scossi dallo scontro con Greenpeace sul destino della piattaforma petrolifera di Brent Spar e dall'emergere di accese tensioni sociali in Nigeria.

La  
multinazionale  
Royal  
Dutch/Shell

#### L'eliminazione della piattaforma petrolifera di Brent Spar

Il primo problema emerso nel 1995 riguarda l'eliminazione della piattaforma petrolifera di Brent Spar, diventata ormai inutilizzabile. Il piano della società di immergere la piattaforma nel mare causa l'irritazione degli ambientalisti, preoccupati dal grave impatto della decisione sulla flora e sulla fauna locale. Gli attivisti di Greenpeace occupano la piattaforma e attirano l'attenzione della comunità internazionale sul problema ambientale implicito nel piano della società.

L'azione di Greenpeace mobilita un'intensa protesta verso la Shell in numerosi paesi europei. La reazione assume toni particolarmente accesi in Germania. Tra le varie forme

di protesta contro la società anglo-olandese si ricordano il boicottaggio dei consumatori verso i suoi prodotti, l'intervento del cancelliere tedesco Helmut Kohl al summit del G7, una seconda occupazione della piattaforma, e atti di vandalismo nei confronti delle stazioni di servizio della Shell.

Posta di fronte a una tale ostilità, e nonostante il governo britannico avesse dimostrato pieno supporto all'iniziativa della società, la Shell decide di abbandonare la decisione di immergere la piattaforma nel mare.

Le opinioni sul problema e sulle possibili soluzioni continuano tuttavia a divergere. Se infatti Greenpeace accoglie la decisione della Shell come la vittoria del buon senso e dell'ambiente, la società anglo-olandese continua a ritenere che il proprio piano iniziale rappresenti la soluzione migliore dal punto di vista ambientale e che la soluzione finale sia la vittoria dell'emotività nei confronti della razionalità scientifica.

#### **L'esecuzione di alcuni attivisti nigeriani**

Sempre nel 1995, Shell si trova a dovere affrontare un secondo grave problema in Nigeria. In questo caso la società si trova sotto accusa in seguito all'esecuzione di Ken Saro-Wiwa e altri otto attivisti che si erano battuti a favore della popolazione degli Ogoni.

Gli Ogoni sono un gruppo indigeno che da lungo tempo protesta contro l'attività di perforazione condotta dalla Shell nella loro terra di origine al delta del Niger. La popolazione degli Ogoni accusa la società di avere devastato l'ecosistema locale e, nonostante gli enormi profitti realizzati dall'attività condotta nel territorio, di non avere proposto agli abitanti alcuna forma di compensazione per i danni subiti. Quando il governo militare nigeriano condanna a morte i nove attivisti che avevano combattuto l'attività della società anglo-olandese nella loro terra di origine, la Shell decide di non utilizzare la sua influenza sul regime nigeriano per cercare di salvare loro la vita. La decisione della multinazionale di supportare implicitamente il governo nigeriano nella persecuzione degli attivisti porta alla condanna da parte della comunità internazionale.

#### **La ricerca di una soluzione condivisa**

Le critiche e gli attacchi ricevuti in seguito al manifestarsi di questi eventi spingono l'impresa a condurre una ricerca di mercato su vasta scala e a consultare i principali stakeholder per capire come essa veniva percepita dall'ambiente esterno. I risultati di queste azioni indicano che l'impresa è considerata in modo negativo a causa del suo comportamento, giudicato non sempre irreprensibile dall'opinione pubblica.

La  
maturazione  
di un  
atteggiamento  
collaborativo

Scioccata dall'evidenza empirica, Shell decide di cambiare atteggiamento. La società riconosce pubblicamente di avere compiuto un errore nella gestione del problema della piattaforma di Brent Spar e dei nove attivisti nigeriani. Inoltre, per potere fare fronte alle nuove aspettative e sfide provenienti dall'ambiente esterno, la Shell ridefinisce i propri principi di business. I nuovi principi tengono conto di un ampio ventaglio di problemi etici e di interessi esterni e impongono al top management di comunicare all'esterno le azioni realizzate per rispettarli e i risultati raggiunti.

Il mutato atteggiamento del top management aziendale si riflette nel modo in cui viene gestito il problema della piattaforma di Brent Spar. Alla razionalità scientifica dell'analisi

si costi-benefici che caratterizzava la cultura aziendale della società si affianca infatti un'attività di consultazione volta ad ascoltare l'opinione dei principali stakeholder dell'impresa. Nel 1999, dopo un intenso dialogo con tutti gli stakeholder (compresi i militanti di Greenpeace), l'impresa decide di riciclare la piattaforma come banchina in Norvegia, anche se questa proposta comporta costi quasi doppi rispetto alla soluzione precedente.

In Nigeria, il nuovo atteggiamento incontra maggiori impedimenti a una sua piena realizzazione. I principali ostacoli a un cambiamento radicale sono rappresentati dalla pesante eredità del passato, dal grande numero di tribù di Ogoni con cui dialogare e da alcune differenze culturali e manageriali tra la casa madre e la società che opera in Nigeria. Nonostante la società abbia realizzato numerosi tentativi per cercare di instaurare un dialogo proficuo con le popolazioni Ogoni, Shell non è riuscita completamente nel suo intento.

### L'esigenza di comunicare con l'ambiente esterno

A seguito della ridefinizione dei propri valori guida, la multinazionale anglo-olandese decide di introdurre nel 1998 il bilancio sociale. Il rapporto contiene un insieme di indicatori che misurano i risultati economici, sociali e ambientali (la cosiddetta *triple bottom line*) ottenuti dall'impresa nel corso dell'esercizio, una mole impressionante di dati a cui si aggiunge la discussione di ogni aspetto rilevante nel business in cui opera.

La società ha inoltre intrapreso l'iniziativa «Tell Shell», che consente a ogni persona di comunicare direttamente con l'impresa, attraverso l'invio di lettere ed e-mail o la partecipazione a un forum su Internet senza censura. I risultati di questa iniziativa sono riportati nel bilancio sociale con le affermazioni originali, positive o negative, nei confronti dell'impresa.

Contemporaneamente la società lancia una campagna pubblicitaria a livello mondiale per cercare di risollevarne la sua reputazione. La campagna pubblicitaria «Profits and Principles», dal costo di 23 milioni di euro, presenta dipendenti della società che incorporano i nuovi valori e invita il pubblico a fornire *feedback* mediante il programma Tell Shell. L'iniziativa pubblicitaria attira numerose critiche, perché descrive in modo idealizzato una situazione che a livello globale presenta ancora molte criticità non risolte. Un'impresa con una pesante eredità di devastazione dell'ambiente circostante alle attività che svolge e il cui modello di business è legato all'estrazione di materiale fossile non rinnovabile deve aspettarsi delle reazioni critiche di fronte a una dichiarazione così forte di integrità.

L'introduzione del bilancio sociale

La comunicazione con l'impresa

Le campagne pubblicitarie

## 2.1 La molteplicità degli interessi che convergono nell'impresa

Le imprese, per la concreta realizzazione dell'attività economica, richiedono il contributo di numerosi stakeholder: i conferenti di capitale di rischio, i conferenti di capitale di prestito, i fornitori di materie prime e di servizi, i presta-

Gli stakeholder di un'impresa

tori di lavoro, i clienti, lo Stato, la collettività locale ecc. (si veda la Figura 2.1). Gli obiettivi e le strategie aziendali sono il risultato di un processo di interazione tra persone e istituti che sono interessati non tanto (o non solo) al raggiungimento di una migliore performance complessiva dell'impresa, quanto a ottenere la maggior porzione possibile del risultato stesso.

La relazione  
tra contributi  
e ricompense

PER UNA SOSTA  
DI CAPITALI

Un'impresa richiede solitamente il coinvolgimento di numerosi stakeholder, ciascuno dei quali vi apporta un'ampia gamma di contributi e riceve in cambio ricompense di vario genere. Con riferimento al caso di una società di capitali che svolge un'attività economica di tipo industriale, si propone di seguito un elenco non esaustivo dei contributi forniti e delle ricompense ricevute dai vari tipi di stakeholder:

- ✘ i **clienti** richiedono un prezzo basso, la puntualità delle consegne, un'elevata qualità del prodotto, la garanzia del prodotto stesso, l'assistenza tecnica in caso di guasti, suggerimenti nella scelta del prodotto, tempi e forme di pagamento flessibili, e così via; in cambio offrono il pagamento del prezzo pattuito, informazioni sui problemi riscontrati nell'utilizzo del prodotto, indicazioni utili sulle funzioni che il prodotto dovrebbe svolgere, una pubblicità gratuita attraverso il passaparola ecc.;
- ✘ i **fornitori** chiedono il pagamento puntuale delle fatture, un'attesa di continuazione del rapporto, una collaborazione per la progettazione del prodotto, informazioni sull'utilizzo del bene ecc.; in cambio offrono una certa quantità di bene, l'impegno a rispettare i tempi di consegna, la garanzia di una determinata qualità di prodotto, la riservatezza su alcune informazioni relative all'azienda cliente, ricambi per un certo periodo di tempo ecc.;
- ✘ i **finanziatori di capitale di prestito** richiedono il pagamento periodico

Figura 2.1 La relazione tra l'impresa e i suoi stakeholder



della cedola di interessi, informazioni tempestive e affidabili sull'andamento dell'impresa, il rimborso a scadenza del capitale prestato, garanzie sul patrimonio dell'azienda o dei soci, alcuni diritti di governo in caso di insolvenza dell'impresa ecc.; in cambio offrono una somma di denaro per un certo periodo di tempo, informazioni sulle forme tecniche di finanziamento, consulenza nei momenti di tensione finanziaria dell'impresa ecc.;

- i *dipendenti* richiedono una remunerazione periodica, incentivi legati al raggiungimento di determinati risultati, un percorso di carriera chiaro e sfidante, relazioni sociali intense e positive, la garanzia di stabilità dell'impiego, la sicurezza personale sul luogo di lavoro, la possibilità di apprendere nuove competenze ecc.; in cambio offrono il loro contributo lavorativo per un certo numero di ore, competenze tecniche, la disponibilità ad apprendere e ad acquisire nuove competenze e abilità, la flessibilità a lavorare oltre l'orario fissato contrattualmente e a svolgere attività non previste nel mansionario, la riservatezza nel trattamento delle informazioni sensibili ecc.;
- gli *azionisti* richiedono una remunerazione periodica sotto forma di dividendi, l'attesa di aumento del valore del titolo nel corso del tempo, informazioni dettagliate e tempestive in merito all'andamento economico e finanziario della società, il diritto a intervenire in assemblea ecc.; in cambio offrono una somma di denaro sotto forma di capitale di rischio, un giudizio sull'appropriatezza del valore del titolo, la partecipazione alle assemblee per indirizzare la volontà sociale ecc.;
- lo *Stato* e la *collettività locale* richiedono il rispetto della normativa, il pagamento dei tributi, il rispetto dell'ambiente, un contributo allo sviluppo economico e sociale ecc.; in cambio offrono autorizzazioni a compiere determinate attività, infrastrutture economiche e sociali, servizi pubblici ecc.

Le aziende devono cercare di bilanciare il valore del contributo che gli stakeholder offrono e delle ricompense che essi ricevono. Gli stakeholder che ritengono di non essere adeguatamente ricompensati per il contributo che forniscono all'impresa tendono infatti a ridurre l'impegno e l'attenzione che dedicano alla realizzazione della prestazione a essi assegnata, oppure, in casi estremi, abbandonano l'impresa per trasferirsi in un'altra che offre loro una relazione giudicata più vantaggiosa.

Due considerazioni strettamente collegate tra loro evidenziano la centralità del problema del governo economico e del temperamento degli interessi nelle aziende di produzione.

Innanzitutto, si deve riconoscere la natura ambivalente delle imprese, che da un lato producono ricchezza e dall'altro la distribuiscono ai vari soggetti che vi apportano un contributo. Ogni stakeholder da un lato contribuisce attivamente al processo di produzione offrendo un contributo complementare rispetto a quello fornito dagli altri fornitori di fattori produttivi, dall'altro riceve dall'impresa una remunerazione (fissa o variabile) che rappresenta una parziale distribuzione della ricchezza prodotta.

La ricerca di un equilibrio tra contributi e ricompense

Le imprese: centro di produzione e di distribuzione di ricchezza

La relazione  
con gli  
stakeholder  
e la  
performance  
dell'impresa

In secondo luogo, si osserva che la performance di un'impresa in un determinato periodo è fortemente condizionata dal sistema di diritti e di obblighi che lega ogni stakeholder a essa, poiché i termini contrattuali stabiliti *ex ante* creano un sistema di incentivi che incide pesantemente sull'efficienza complessiva realizzata *ex post*. Il meccanismo di governo utilizzato e le connesse modalità di distribuzione delle remunerazioni e delle quasi-rendite determinano il valore totale prodotto dall'impresa attraverso l'influenza che esso esercita su:

- a) gli incentivi *ex ante* a investire in alcune attività o a ricercare potere per alterare la distribuzione delle ricompense *ex post*;
- b) l'efficienza che caratterizza il processo di contrattazione *ex post*;
- c) il livello e la distribuzione del rischio tra i partecipanti.

Per quanto concerne il primo punto, il processo attraverso cui il valore prodotto dall'impresa viene diviso *ex post* condiziona gli incentivi degli stakeholder a intraprendere *ex ante* determinate azioni che possono creare o distruggere valore. Le persone non dedicano, infatti, una sufficiente attenzione e cura alla realizzazione di quelle attività che, pur producendo valore, non sono adeguatamente ricompensate dai meccanismi di governo. Al contrario, essi investono tempo e risorse nella realizzazione di quelle attività che, pur non producendo alcun valore, consentono loro di appropriarsi *ex post* di una maggiore porzione del valore creato dall'impresa.

In merito al secondo aspetto, si sottolinea che un sistema di governo può influenzare il valore prodotto dall'impresa modificando l'efficienza che caratterizza il processo di contrattazione *ex post*. Tale influenza si verifica attraverso l'effetto che un sistema di governo può esercitare sul livello di asimmetria informativa tra le parti, sull'entità dei costi di coordinamento e i vincoli di liquidità. In presenza di queste condizioni la contrattazione *ex post* può risultare inefficiente o, nelle situazioni più gravi, può addirittura essere impossibile.

Infine, un sistema di governo può influenzare il valore prodotto dall'impresa attraverso il condizionamento che esso esercita sul livello e sulla suddivisione del rischio tra i soggetti coinvolti nella relazione. Un'impresa efficiente dovrebbe minimizzare il rischio che grava sull'attività economica aziendale e dovrebbe allocarlo ai soggetti che hanno una maggiore propensione a rischiare o che sono in grado di ridurlo attraverso appropriate politiche di diversificazione o di copertura.

Gli ostacoli  
al perseguimento  
del miglior  
risultato  
possibile  
per gli  
stakeholder

Da tali affermazioni consegue che le imprese che ottengono performance soddisfacenti nel lungo periodo sono quelle che riescono a creare un sistema di diritti e di obblighi che consente loro non solo di attrarre gli stakeholder che possiedono le competenze e le risorse desiderate, ma anche di garantire a essi un equilibrio dinamico tra i contributi forniti e le ricompense ricevute. Tuttavia, il perseguimento del miglior risultato possibile contemporaneamente per tutti gli stakeholder è ostacolato da un insieme di condizioni che possono essere suddivise in due classi:

1. la difficoltà di stimare il contributo fornito dal singolo stakeholder alla produzione complessiva dell'impresa;
2. la tensione verso comportamenti opportunistici ed egoistici da parte di alcuni soggetti presenti nell'azienda.

Per quanto concerne il primo aspetto, il mercato valuta solo il costo opportunità del fattore produttivo impiegato, ed è quindi l'impresa che deve stimare il valore creato dalle singole risorse utilizzate. Tuttavia, la stima del valore creato da un insieme di fattori produttivi, il cui contributo non è facilmente valorizzabile in un mercato esterno all'impresa, è tutt'altro che immediata. È infatti complesso misurare il valore creato dai singoli contributi forniti all'azienda, poiché essi si uniscono nello svolgimento di attività complementari per l'ottenimento del risultato finale. Infine, si deve considerare che la stessa ricchezza prodotta dall'azienda in un periodo (il cosiddetto risultato reddituale) è per definizione il frutto di stime e di congetture e, quindi, soggetta a modificarsi per effetto di valutazioni in parte arbitrarie o soggette a errore. Per tutte queste ragioni è particolarmente complesso misurare con precisione il valore prodotto dal contributo di ogni stakeholder nell'ambito del processo produttivo dell'impresa.

Tale problema si aggrava pesantemente quando i contributi forniti sono specifici all'azienda. La realizzazione di investimenti specifici da parte dei soggetti coinvolti nella relazione determina infatti la dipendenza reciproca dei contraenti e genera il fenomeno delle quasi-rendite, intese come la frazione dei proventi che eccede l'ammontare minimo necessario per evitare che un soggetto abbandoni la relazione. La quasi-rendita composita, che rappresenta la porzione della quasi-rendita che dipende dall'associazione continua con altre risorse specifiche, viene solitamente dissipata se i fattori produttivi specifici vengono separati. Per questo motivo essa è spesso oggetto di contrattazione tra le parti ed è soggetta a espropriazione da parte del contraente che ha il maggiore potere contrattuale (si veda il box 2.1).

Relativamente al secondo aspetto, si possono ricordare situazioni alquanto differenti tra loro, tutte riconducibili comunque al prevalere dell'interesse di alcuni soggetti (manager, azionisti, conferenti di capitale di prestito, clienti ecc.) su quello degli altri e sul bene comune aziendale. I casi che si possono citare sono numerosi: gli azionisti di maggioranza possono preferire di mantenere il controllo dell'impresa pur danneggiando la competitività della stessa e il suo sviluppo di lungo periodo; i manager che dirigono l'azienda possono decidere di finanziare operazioni di crescita interna ed esterna al fine di aumentare le dimensioni dell'impresa, anche se queste operazioni non migliorano la competitività e il valore di lungo periodo ecc.

Se si considera l'inconciliabilità degli interessi che convergono sull'impresa, si deve definire un principio guida che aiuti gli amministratori e i manager delle imprese a prendere delle decisioni concrete che, inevitabilmente, richiedono il bilanciamento dei vari interessi che convergono nell'impresa. Numerosi studiosi appartenenti a varie discipline (la microeconomia, l'eco-

La stima del  
valore  
fornito da  
ogni  
stakeholder

FRANCO  
LEONE  
PADOVANI

La  
propensione  
a comporta-  
menti  
opportunistici

**Box 2.1: L'appropriabilità della quasi-rendita legata al sostenimento di investimenti specifici**

Si immagina una pressa da stampa posseduta e utilizzata da A. L'editore B acquista il servizio di stampa da A prendendo in leasing la sua pressa a un prezzo contrattualmente fissato, pari a 5.500 dollari al giorno. Il costo fisso ammortizzato della pressa è pari a 4.000 dollari al giorno e il suo valore di recupero, se venisse spostata in qualunque altro luogo, è pari a 1.000 dollari al giorno (l'equivalente dell'affitto giornaliero). I costi operativi sono pari a 1.500 dollari al giorno e sono pagati dal proprietario della pressa, il quale stampa la versione definitiva delle pagine per l'editore. Si assuma inoltre che un secondo editore C voglia offrire al massimo 3.500 dollari per il servizio giornaliero di stampa. Il valore della quasi-rendita sulla macchina installata sarebbe pari a 3.000 dollari ( $= 5.500 - 1.500 - 1.000$ ), cioè la differenza tra il ricavo da un lato e i costi operativi e il valore di recupero dall'altro. Tuttavia, la quasi-rendita giornaliera dell'editore B relativa all'uso della macchina per l'editore C è solo di 2.000 dollari ( $= 5.500 - 3.500$ ). Il possessore della pressa, ricevendo un ricavo giornaliero pari a 5.500 dollari dall'editore B, raggiungerebbe il punto di pareggio del suo investimento.

Se l'editore riuscisse a ridurre la sua offerta per l'utilizzo della pressa da 5.500 dollari a 3.500 dollari, egli potrebbe ancora avere a sua disposizione il servizio di stampa. Egli si approprierebbe di 2.000 dollari di quasi-rendita dal proprietario della pressa. La differenza di 2.000 dollari tra il contratto precedente che prevedeva il pagamento di 5.500 dollari per l'affitto giornaliero e il miglior ricavo alternativo che il possessore della pressa può ottenere una volta che la macchina è acquistata e installata, è inferiore alla quasi-rendita e perciò è potenzialmente appropriabile. Se non ci fosse un secondo potenziale acquirente dei servizi della pressa, l'intero valore della quasi-rendita sarebbe soggetto alla minaccia di appropriazione da parte di un editore opportunistico e senza scrupoli.

Fonte: Klein, Crawford, Alchian (1978).

nomia aziendale, il diritto ecc.) hanno in passato affrontato questo tema di indagine, giungendo a proporre soluzioni alquanto diverse tra loro. Fra le proposte che sono state avanzate, le impostazioni teoriche che hanno portato avanti le considerazioni più convincenti e interessanti in materia sono sostanzialmente due:

- a) quella che si fonda sulle complementari teorie dei diritti di proprietà e dell'agenzia, secondo cui le imprese devono essere governate e gestite al fine di massimizzare il valore azionario;
- b) quella che si fonda sulla teoria degli stakeholder, la quale ritiene che le imprese devono cercare di bilanciare tutti gli interessi che convergono su di esse.

Nelle pagine seguenti analizzeremo queste due teorie, con l'obiettivo di delinearne le assunzioni di base, le motivazioni che giustificano la scelta del soggetto a cui attribuire i diritti di governo economico e le implicazioni che ne conseguono in termini di corporate governance.

## La creazione di valore per gli azionisti

Secondo una prima impostazione, molto diffusa all'interno della comunità industriale e finanziaria di gran parte dei paesi industrializzati, i diritti di governo economico devono essere attribuiti ai conferenti di capitale di rischio, e l'impresa deve porsi l'obiettivo di massimizzare il ritorno per gli azionisti. All'interno di questa impostazione il dibattito non riguarda tanto la definizione della finalità dell'impresa, ma il modo migliore per raggiungere tale finalità.

Secondo i sostenitori di questo approccio, l'attribuzione dei diritti di controllo agli azionisti sarebbe supportata da due diverse motivazioni:

1. i conferenti di capitale di rischio sono l'unica categoria di stakeholder che, a differenza delle altre, è remunerata in via residuale;
2. gli investitori, e in particolare gli azionisti, sono più facilmente soggetti a espropriazione da parte del management.

Per quanto concerne il primo punto, si sottolinea che, mentre tutte le altre categorie di stakeholder percepiscono una retribuzione periodica e stabilita contrattualmente, i conferenti di capitale di rischio vengono remunerati solo in via residuale. Essi, cioè, in cambio del capitale conferito all'impresa ottengono delle azioni che attribuiscono loro il diritto a ricevere una determinata percentuale del risultato reddituale che l'impresa realizza dopo avere retribuito tutti gli altri fornitori di fattori produttivi. Se poi, in un esercizio, tale risultato è negativo, essi si fanno carico pro quota della perdita che l'azienda ha subito. In sintesi, gli azionisti accettando di essere remunerati in via residuale si fanno carico del rischio di impresa e permettono agli altri stakeholder di ricevere una remunerazione periodica e stabilita contrattualmente.

All'interno di questa impostazione teorica, l'attribuzione dei diritti di controllo ai conferenti di capitale di rischio è motivata dalla volontà di creare dei forti incentivi al miglioramento della performance aziendale. Gli azionisti, in quanto percettori del rendimento residuale dell'impresa, hanno infatti un forte incentivo a migliorare l'efficienza aziendale perché ogni incremento dei ricavi o ogni riduzione dei costi si traduce in un aumento della loro remunerazione.

Il diritto di controllo e quello di ottenere una remunerazione in via residuale sono quindi inscindibilmente collegati. L'unione di questi due diritti nel diritto di proprietà crea una situazione efficiente, perché chi assume le decisioni di governo economico sopporta pienamente le conseguenze finanziarie delle scelte che compie.

Per quanto concerne il secondo punto, i diritti di governo economico dovrebbero essere attribuiti a quella categoria di stakeholder che compie investimenti difficilmente difendibili attraverso una soluzione di natura contrattuale. Secondo questa impostazione la categoria di stakeholder che si trova in una situazione di maggiore debolezza è rappresentata dai conferenti di capitale, e in particolare dagli azionisti. Infatti i conferenti di capitale, nel momento in cui attribuiscono all'impresa le loro risorse finanziarie, mettono a repentaglio tutto il loro investimento, mentre gli altri fornitori di fattori produttivi

Perché attribuire i diritti di controllo agli azionisti

Perché sono remunerati in via residuale

Perché possono essere facilmente espropriati dal management

continuano a possedere le risorse (materiali e immateriali) che apportano all'impresa e, di conseguenza, hanno un maggiore potere contrattuale in caso di contrattazione *ex post*.

In particolare, mentre i lavoratori, i fornitori di prodotti intermedi e i consumatori hanno tutti l'occasione di rinegoziare periodicamente le condizioni contrattuali che li legano all'impresa, gli azionisti effettuano un investimento destinato a durare quanto la vita dell'impresa e, in caso di liquidazione, le loro pretese sono soddisfatte per ultime. Inoltre, gli stakeholder di un'impresa, a eccezione dei conferenti di capitale di rischio, possono spesso tutelarsi dal rischio di appropriazione indebita da parte del management facendo ricorso a una soluzione di natura contrattuale:

- ✕ i fornitori che compiono importanti investimenti specifici possono richiedere al cliente un prezzo proporzionale al rischio implicito nella relazione o possono ottenere delle salvaguardie di natura contrattuale (come, per esempio, il pagamento commisurato allo stato di avanzamento lavori, il pegno di alcuni beni, il ricorso all'arbitrato ecc.) che riducano tale rischio;
- ✕ i clienti insoddisfatti possono cambiare il fornitore oppure possono tutelarsi dal rischio contrattuale rivolgendosi a imprese che hanno un marchio di fabbrica prestigioso o che prevedono un lungo periodo di garanzia per i loro prodotti;
- ✕ i conferenti di capitale di prestito si tutelano solitamente facendo ricorso a salvaguardie contrattuali che prevedono garanzie reali o personali a tutela del capitale prestato e diritti di prelazione in caso di liquidazione dell'impresa ecc.

In sintesi, gli azionisti sono l'unica categoria di stakeholder che non può fare ricorso ad alcuna forma di protezione contrattuale e che, di conseguenza, per entrare in relazione con l'impresa è costretta a richiedere un premio per il rischio di esproprio molto elevato.

Per evitare che questo si verifichi, è nell'interesse di tutti gli stakeholder creare una struttura di governo che funga da salvaguardia dell'interesse dei conferenti di capitale di rischio e che protegga tali soggetti dalla possibilità che il management li espropri volontariamente o compia grossolani errori di gestione. Il consiglio di amministrazione è l'organo di governo che svolge questa funzione e, di conseguenza, i suoi membri dovrebbero essere nominati dagli azionisti e dovrebbero avere il compito di tutelare il loro interesse. Solo in alcuni casi particolari si ammette la possibilità che altri soggetti, come i prestatori di lavoro se l'impresa è in crisi o i fornitori se sono impegnati nella realizzazione di un progetto specifico, possano nominare propri rappresentanti nel consiglio di amministrazione.

### 2.2.1 *Le ipotesi implicite nella teoria della creazione di valore per gli azionisti*

Secondo la teoria della creazione di valore per gli azionisti, i diritti di governo economico devono essere attribuiti ai conferenti di capitale di rischio e

L'impresa deve essere governata al fine di massimizzare il valore azionario. Questa impostazione, molto diffusa presso la comunità industriale e finanziaria, si fonda su un insieme di assunzioni e di convinzioni di fondo che devono essere esplicitate se si desidera verificarne la veridicità.

Le principali assunzioni sottostanti il principio di creazione di valore per gli azionisti possono essere riassunte nei punti seguenti:

1. la massimizzazione del valore per gli azionisti conduce alla massimizzazione del valore complessivamente creato dall'impresa e, di conseguenza, rappresenta un obiettivo valido anche dal punto di vista della società nel suo complesso. Tale affermazione si fonda sull'assunzione che la relazione tra l'impresa e coloro che le forniscono i fattori produttivi (a eccezione degli azionisti) sia regolata attraverso la stipulazione di contratti completi che specificano i diritti e i doveri di ogni contraente in ogni possibile contingenza futura. In presenza di queste condizioni, infatti, la massimizzazione del valore per gli azionisti coincide con la massimizzazione del valore complessivamente generato dall'impresa.

La massimizzazione del valore dell'impresa

2. i mercati finanziari sono efficienti, cioè attribuiscono alle azioni il loro reale valore, e, di conseguenza, la performance azionaria di un'impresa è la migliore misura possibile del valore creato per gli azionisti. Questa affermazione si fonda sulla teoria dei mercati dei capitali efficienti, la quale sostiene che i prezzi delle attività finanziarie dipendono dalle aspettative degli investitori e dal buon uso che essi fanno delle informazioni disponibili. La teoria dei mercati dei capitali efficienti ha assunto tre diverse formulazioni:

l'efficienza dei mercati finanziari

3. la forma debole, secondo cui i prezzi passati non contengono informazioni utili ai fini della previsione dell'andamento dei prezzi futuri;

4. la forma quasi-forte, che ritiene che nemmeno le informazioni pubbliche possano essere utilizzate per prevedere i prezzi futuri;

5. la forma forte, secondo cui neppure le informazioni private possono essere usate per prevedere mutamenti dei prezzi futuri.

In presenza di mercati dei capitali efficienti in senso forte, la massimizzazione del valore dell'impresa equivale alla massimizzazione del capitale azionario;

6. l'obiettivo di massimizzare il valore azionario consente di disciplinare il management, perché lo incentiva a perseguire una sola misura di performance orientata al futuro. Tale affermazione si fonda sulla convinzione che il management debba perseguire con determinazione un unico obiettivo, perché l'attribuzione di diversi obiettivi gli consentirebbe di evitare qualsiasi forma di responsabilità. La creazione di valore azionario rispetto ad altri obiettivi alternativi, come, per esempio, la massimizzazione della redditività del capitale netto, ha il pregio di essere semplice da applicare e difficile da manipolare;

La disciplina del management

7. i manager e gli amministratori tendono a massimizzare il valore azionario dell'impresa se la loro retribuzione è fortemente collegata al valore delle

l'effetto di incentivazione azionario

azioni sul mercato. Secondo i modelli del comportamento umano sviluppati dagli studiosi di economia e di finanza aziendale, le persone perseguono esclusivamente il loro interesse individuale e sono motivate principalmente da incentivi di natura monetaria;

Il mercato per  
il controllo  
societario

5. il mercato per il controllo societario disciplina il comportamento dei top manager perché, in caso di performance aziendali non soddisfacenti, gli investitori esterni possono acquisire il controllo dell'impresa attraverso il meccanismo della scalata ostile. La disciplina del mercato finanziario è un elemento importante del modello di creazione del valore azionario, perché la minaccia dell'acquisizione del controllo dell'impresa da parte di persone o istituti che ritengono di poterla gestire meglio del management attuale aumenta il valore delle azioni.

Il funzionamento efficiente del mercato per il controllo societario richiede che gli azionisti siano liberi di cedere le azioni in loro possesso a chiunque si offra di pagarle un prezzo superiore al loro valore di mercato, e che il consiglio di amministrazione non sia in grado di interferire pesantemente sul processo;

Il diritto  
societario

6. il diritto societario statunitense, a eccezione di un limitato numero di norme, richiede la supremazia degli azionisti sugli altri stakeholder. La legge impone infatti agli amministratori dei doveri fiduciari nei confronti degli azionisti, e il crescente peso degli investitori istituzionali all'interno della struttura azionaria delle principali imprese quotate contribuisce a far sì che gli amministratori ottemperino alle responsabilità che hanno nei loro confronti.

Le assunzioni appena descritte costituiscono il fondamento teorico della teoria della creazione di valore per gli azionisti. Tali assunzioni sono derivate da modelli e teorie sviluppati principalmente da economisti e studiosi di finanza, che hanno costruito un quadro teorico robusto e coerente che ancora oggi domina il pensiero degli accademici, degli esponenti politici e degli uomini d'affari dei principali paesi industrializzati. Come vedremo più avanti, le previsioni di tali modelli sono in alcuni casi sconfessate dall'evidenza empirica.

### 3.2.2 *Il problema della separazione tra proprietà e controllo nelle grandi public companies*

Il frazionamento della  
struttura  
azionaria

La tradizionale caratteristica delle grandi imprese statunitensi o britanniche è quella di avere una struttura azionaria frazionata tra un elevato numero di azionisti. Le motivazioni che spiegano questa situazione sono numerose:

- in primo luogo, la ricchezza del singolo risparmiatore può essere molto piccola rispetto alle dimensioni del capitale di un'impresa e, di conseguenza, egli può acquistare solo un limitato numero di azioni della società;
- in secondo luogo, l'investitore, anche nel caso in cui disponga di un ingente patrimonio personale, può limitarsi ad acquistare una piccola quota della

società per diversificare il rischio che grava sul suo investimento;

- ✕ infine, il risparmiatore può preferire l'acquisto di un modesto quantitativo di azioni per poter essere in grado di disinvestire facilmente e in qualsiasi momento il pacchetto azionario acquisito.

La dispersione della struttura azionaria determina l'esistenza di due problemi che non sono presenti in un'impresa controllata da un'azionista o da una coalizione di azionisti:

- ✕ in primo luogo, si verifica il cosiddetto fenomeno della separazione della proprietà e del controllo, ovvero i conferenti di capitale di rischio, pur continuando ad avere la possibilità di influenzare numerose decisioni attraverso il diritto di voto (il diritto residuale di controllo), sono molto numerosi e possiedono quote del capitale troppo modeste per esercitare un controllo quotidiano sull'operato del management. In queste condizioni, essi delegano il controllo del management su base quotidiana al consiglio di amministrazione, il quale tuttavia può essere composto in gran parte da top manager dell'impresa;

La separazione tra proprietà e controllo

- ✕ in secondo luogo, le limitate dimensioni delle quote di capitale di rischio possedute dagli azionisti non incentivano tali soggetti a controllare il management dell'impresa. L'attività di controllo assume infatti le caratteristiche di un bene pubblico: l'azionista che la intraprende ne sopporta integralmente i costi, mentre gli eventuali benefici che ne derivano sono condivisi pro quota da tutti i conferenti di capitale di rischio. In queste condizioni, gli azionisti non svolgeranno direttamente l'attività di controllo, nella speranza che qualche altro conferente di capitale se ne faccia carico. La struttura di incentivi che si crea in presenza di una forte dispersione del capitale azionario determina quindi una situazione in cui nessun azionista svolgerà un'intensa attività di controllo sul management aziendale.

La riduzione dell'incentivo a controllare il management

Le due condizioni appena descritte, cioè la separazione tra la proprietà e il controllo dell'impresa e l'assenza di incentivi a svolgere un'attività di controllo, determinano la concreta possibilità che il management possa perseguire la propria utilità personale a danno dell'interesse degli azionisti, che coincide con la massimizzazione del valore azionario. La discrezionalità decisionale del management nell'allocatione delle risorse finanziarie può tradursi in alcuni comportamenti tipici che producono alcune conseguenze negative per gli investitori.

I manager e gli azionisti di controllo possono espropriare gli azionisti e, più in generale, gli investitori utilizzando numerose tecniche:

- in primo luogo, possono sottrarre indebitamente risorse finanziarie all'impresa o possono cedere a prezzi inferiori a quelli di mercato beni e attività dell'impresa a società che essi controllano;
- in secondo luogo, possono utilizzare le risorse aziendali per acquistare alcuni beni, come, per esempio, una flotta aerea o degli uffici sontuosi, che utilizzano personalmente nello svolgimento del loro lavoro e, talvolta, anche nella loro vita privata (*consumption of perquisites*);

Il comportamento opportunistico dei manager

- ✗ possono inoltre realizzare dei progetti di investimento volti ad aumentare la dimensione aziendale, e con essa la loro retribuzione e il loro potere;
- ✗ possono compiere delle acquisizioni non correlate, aventi cioè per oggetto alcune società non sinergiche, al *core business*, per diversificare il rischio che grava sull'azienda e sulla loro relazione contrattuale con essa;
- ✗ infine, possono ottenere dei benefici privati compiendo investimenti non particolarmente profittevoli, la cui gestione richiede specifiche competenze e abilità che solo essi possiedono; tramite questa strategia essi riescono ad aumentare il loro valore per l'impresa e, di conseguenza, diminuiscono notevolmente la possibilità di essere sostituiti.

L'opportunità manageriale, nelle sue varie manifestazioni appena presentate, ha l'effetto di aumentare il costo e di ridurre l'ammontare delle risorse finanziarie che gli investitori apportano alle imprese. Secondo questa impostazione, il principale problema di corporate governance che riguarda le grandi *public companies* consiste nel progettare dei meccanismi e delle strutture che riducano la discrezionalità dei manager nell'allocazione delle risorse finanziarie e, di conseguenza, consentano all'impresa di raccogliere sul mercato dei capitali le risorse necessarie per il suo sviluppo.

### 2.3 I possibili rimedi al problema della separazione della proprietà e del controllo

Gli strumenti per controllare l'opportunità manageriale

Numerosi strumenti possono mitigare la discrezionalità del management nel perseguire il proprio interesse a discapito di quello degli azionisti. I principali meccanismi e strutture di governo descritti negli studi di economia e di strategia aziendale sono:

- ✗ un consiglio di amministrazione che sia in grado di controllare il comportamento del top management;
- ✗ un mercato per il controllo societario che possa rimuovere il management quando non è in grado di promuovere l'efficienza aziendale;
- ✗ il controllo attivo e costante esercitato da un azionista di riferimento (*large blockholder*);
- ✗ l'introduzione di piani di incentivazione azionaria volti ad allineare l'interesse del top management a quello degli azionisti;
- ✗ la definizione di chiari doveri fiduciari dell'amministratore delegato nei confronti degli azionisti, insieme alla possibilità dei conferenti di capitale di intraprendere delle azioni legali collettive volte a sanzionare eventuali decisioni del management contrarie al loro interesse;
- ✗ una struttura finanziaria molto indebitata per incentivare i top manager a impiegare in modo efficiente il flusso di cassa prodotto dalla gestione aziendale.

Di seguito si presentano tali meccanismi mettendone in luce il modo in cui funzionano e la loro efficacia nel disciplinare il comportamento dei manager.

## La composizione, la struttura e il funzionamento del consiglio di amministrazione

Il consiglio di amministrazione rappresenta il principale meccanismo di controllo sull'operato del management.

I compiti del  
c.d.a.

Gli statuti di numerose società attribuiscono al consiglio di amministrazione un ampio insieme di compiti:

- scegliere l'amministratore delegato;
- controllare il management;
- votare su alcune questioni rilevanti (come la realizzazione delle operazioni di fusione o di acquisizione);
- determinare la retribuzione dell'amministratore delegato;
- modificare la struttura finanziaria dell'impresa ecc.

Alcune caratteristiche dei consigli di amministrazione delle grandi *public companies* anglosassoni fanno tuttavia emergere il sospetto che il consiglio rinunci a svolgere l'importante funzione di controllo dell'operato del management e si limiti a ratificare le decisioni portate avanti dai massimi dirigenti aziendali.

Il consiglio di amministrazione si compone di un certo *mix* di consiglieri interni (*executive directors*), che sono membri del team manageriale dell'impresa, e di consiglieri esterni (*non-executive directors*), che non ricoprono alcun altro ruolo all'interno dell'impresa.

I consiglieri  
interni  
ed esterni

I consiglieri interni hanno il compito di gestire l'impresa e hanno un rilevante vantaggio informativo sui consiglieri esterni. I consiglieri esterni hanno il compito di controllare l'operato dei consiglieri interni, ma, per un vasto insieme di ragioni, possono realizzare tale attività in modo non efficace:

INTERNI  
ESTERNI

in primo luogo, essi solitamente non possiedono una partecipazione significativa nel capitale di rischio dell'impresa e, di conseguenza, non ottengono alcun vantaggio economico se la performance dell'impresa migliora per effetto della loro attività;

inoltre, sono persone molto impegnate che spesso ricoprono il ruolo di amministratore delegato o di consigliere in altre imprese, e per questo motivo non desiderano dedicare molto tempo all'analisi delle proposte elaborate dai dirigenti o alla raccolta di informazioni ulteriori rispetto a quelle fornite dal management;

infine, sono spesso eletti su indicazione dell'amministratore delegato della società, e la loro rielezione è subordinata alla valutazione del comportamento che hanno tenuto durante il loro mandato.

Per tutte queste ragioni, è probabile che i consiglieri esterni preferiscano limitarsi a svolgere un ruolo di consulente su alcuni temi specifici, invece di esercitare un ruolo critico e di confronto sulle decisioni portate avanti dal management.

ESTERNI  
Consiglio di Amministrazione

La probabilità che si verifichi un comportamento di questo tipo è particolarmente elevata quando il consiglio è dominato dall'amministratore delegato, cosa che capita abbastanza di frequente quando il consiglio è composto prevalentemente da amministratori interni, il ruolo di presidente e di amministratore delegato.

to sono ricoperti dalla stessa persona, non sono presenti comitati su temi specifici, i consiglieri esterni hanno una relazione economica con l'impresa, e così via.

Data questa situazione, le indicazioni normative che vengono fornite dagli studiosi anglosassoni, e che sono recepite nei principali codici di autodisciplina, sono tutte finalizzate all'obiettivo di aumentare l'*accountability* dei manager e l'autonomia del consiglio tramite, per esempio:

- l'ingresso di un maggior numero di consiglieri esterni (in gran parte indipendenti);
- la creazione di comitati con compiti specifici;
- la separazione del ruolo di amministratore delegato da quello di presidente;
- l'attribuzione del ruolo di presidente a un consigliere esterno indipendente;
- la creazione di una procedura formale per la selezione dei consiglieri esterni;
- la formazione di comitati di audit e di remunerazione composti prevalentemente (se non esclusivamente) da consiglieri esterni;
- la valutazione periodica dell'operato dei consiglieri.

### *Il mercato per il controllo societario.*

Il mercato per il controllo societario ha il compito di assegnare la proprietà dell'impresa a coloro che le attribuiscono un maggiore valore perché ritengono di poterla gestire in modo più efficiente. Tale mercato si attiva solitamente quando l'impresa non riesce a realizzare una performance azionaria soddisfacente, e un soggetto, interno o esterno a essa, ritiene sia opportuno cambiare gli alti vertici aziendali. La riallocazione del controllo dell'impresa può avvenire attraverso tre diversi meccanismi:

1. la battaglia per le deleghe degli azionisti (*proxy fight*);
2. le fusioni amichevoli;
3. le scalate ostili.

La battaglia per le deleghe

La battaglia per le deleghe avviene solitamente quando un azionista della società, insoddisfatto della prestazione del consiglio di amministrazione, presenta una lista di candidati diversa da quella proposta dal management e cerca di persuadere gli altri azionisti a votare per la sua lista.

Tale metodo di riallocazione del controllo aziendale non è molto diffuso perché è ritenuto scarsamente efficace per un vasto insieme di ragioni:

- innanzitutto, esiste un problema di *free riding* che disincentiva i singoli risparmiatori delle società ad azionariato diffuso a intraprendere tale attività anche quando essa potrebbe migliorare l'efficienza aziendale. L'azionista dissidente deve infatti sopportare a sue spese il costo iniziale connesso all'identificazione di un deficit di performance e alla gestione della battaglia per le deleghe, mentre se la sua azione ha successo e la performance aziendale migliora, tutti gli azionisti si avvantaggiano pro quota dell'aumento di valore della società;

- in secondo luogo, anche dopo che la battaglia per le deleghe è stata avviata, ogni azionista ha un limitato incentivo a partecipare alla votazione, poi-

ché il suo voto è irrilevante ai fini della nomina dei membri del consiglio, o è portato ad attribuire la propria preferenza agli amministratori in carica, salvo che essi non abbiano commesso imperdonabili errori di gestione o si siano macchiati di gravi reati societari;

- infine, la legge statunitense consente al management di utilizzare i fondi dell'impresa per promuovere la propria lista di consiglieri, e questo contribuisce ad aumentare le possibilità di vittoria degli amministratori in carica.

Per tutte queste ragioni, le battaglie per le deleghe non sono mai state particolarmente diffuse. Nel periodo compreso tra il 1979 e il 1994 si è registrata una media annuale di 17 battaglie per le deleghe, con un picco di 37 fatto registrare nel 1989, durante la massima diffusione delle scalate ostili, quando gran parte di tali scontri era seguito dal lancio di un'offerta pubblica di acquisto.

Le fusioni amichevoli e le scalate ostili, a differenza delle battaglie per le deleghe, attribuiscono a coloro che sostengono i costi per migliorare la gestione aziendale una frazione solitamente elevata dei benefici che ne conseguono. Tali meccanismi, soprattutto le scalate ostili, sono metodi di riallocazione del controllo radicali e costosi e, per questo motivo, non sono molto diffusi neppure all'interno del sistema capitalistico anglosassone.

Il meccanismo della scalata ostile prevede che lo scalatore realizzi un'offerta pubblica di acquisto su tutto il capitale dell'impresa, o su una sua frazione significativa, a un prezzo prefissato. Nel caso in cui l'operazione abbia successo, lo scalatore acquista il controllo dell'impresa e, con esso, la possibilità di nominare la maggioranza dei consiglieri e l'amministratore delegato.

Per conquistare il controllo dell'impresa, e ottenere il *capital gain* derivante dal miglioramento della gestione aziendale, il potenziale acquirente deve comunque superare alcuni ostacoli:

1. un primo problema da superare è la possibilità che gli azionisti di minoranza non aderiscano all'offerta per potere guadagnare una frazione pro quota del *capital gain*. Tale comportamento ha elevate probabilità di manifestarsi, perché chi possiede una piccola quota del capitale dell'impresa percepisce di non potere influenzare l'esito dell'operazione e, di conseguenza, ha un forte incentivo a mantenere le azioni in suo possesso per appropriarsi successivamente del loro incremento di valore. Se ogni azionista si comporta in questo modo e la legislazione non permette allo scalatore di espropriare gli azionisti di minoranza che non aderiscono all'offerta, l'acquirente è costretto a trasferire l'intero *capital gain* agli attuali azionisti della società. In questo caso, il potenziale acquirente non avrebbe alcun interesse a realizzare l'operazione, perché, se considera anche i costi necessari per intraprenderla, essa comporta una perdita netta;
2. un secondo motivo che può ridurre il *capital gain* dello scalatore è rappresentato dalla possibilità di dovere fronteggiare la competizione di altri potenziali acquirenti dell'impresa. L'annuncio di un'offerta pubblica di acquisto può infatti segnalare ad altre imprese che l'azienda oggetto della scalata è sottovalutata dal mercato azionario, oppure il tentativo di acqui-

Le fusioni amichevoli e le scalate ostili

Gli ostacoli da superare per conquistare il controllo

sizione può indurre il management aziendale a invitare un'altra impresa (*white knight*) a compiere un'offerta di acquisto concorrente e a favorirla nel processo formidole informazioni riservate. Una guerra per la conquista del controllo societario può spingere verso l'alto il prezzo dell'impresa fino ad annullare il guadagno dello scalatore:

3. infine, lo scalatore può dovere fronteggiare la competizione del management della società, che solitamente si realizza in modi molto diversi tra loro. In primo luogo, il management può dichiarare pubblicamente l'intenzione di intraprendere un piano di ristrutturazione volto ad aumentare l'efficienza aziendale e il valore azionario dell'impresa. Il management, per segnalare agli azionisti la concreta volontà di perseguire una politica volta a massimizzare il ritorno per gli azionisti, può realizzare immediatamente qualche operazione finanziaria che preveda, per esempio, la cessazione di business non profittevoli o l'aumento dell'indebitamento. Un ulteriore forma di difesa utilizzata dal management è rappresentata dall'inserimento nello statuto della società di alcune clausole antiscalata, che hanno l'obiettivo di aumentare il costo o di ritardare gli effetti della scalata. Le clausole antiscalata più utilizzate dalle imprese statunitensi comprendono:

- la previsione di maggioranze superiori al 50 per cento dei diritti di voto in caso di tentativi di acquisizione del controllo della società (*super-majority amendments*);
- la definizione di regole che stabiliscono un cambiamento graduale e scaglionato nel tempo dei membri del consiglio di amministrazione (*staggered boards*);
- l'imposizione allo scalatore di acquistare tutte le azioni al medesimo prezzo dell'offerta pubblica di acquisto del pacchetto di controllo (*fair price amendments*);
- il diritto del management di emettere azioni a un prezzo piuttosto basso a favore degli azionisti della società (a esclusione dello scalatore) nel caso in cui un investitore superi una certa frazione del capitale di rischio (*poison pills*).

L'effetto di queste strategie sulla ricchezza degli azionisti della società target è difficile da stimare, perché da un lato esse aumentano il valore dell'impresa prima dell'acquisizione, costringendo lo scalatore a migliorare la sua offerta, dall'altro riducono il profitto del potenziale scalatore, diminuendo con esso anche la probabilità della scalata (si veda il box 2.2).

### *Il controllo esercitato da un azionista che possiede una quota rilevante del capitale dell'impresa*

Un terzo strumento che può ridurre la discrezionalità del management è rappresentato dall'acquisto di un consistente pacchetto di azioni (parti al 50% del capitale della società) da parte di un singolo investitore. Un azionista che pos-

**Box 2.2: Le scalate ostili**

Gli studi empirici sulle scalate azionarie hanno evidenziato che tale meccanismo di riallocazione del controllo societario, nonostante abbia ricevuto una grande pubblicità dai mass media, rappresenta un evento relativamente raro. Basti pensare che nel corso degli anni Ottanta, nel loro periodo di massima diffusione, le acquisizioni hanno riguardato poco più dell'1,5 per cento delle imprese quotate. Le scalate ostili sono inoltre meno diffuse di quelle amichevoli, e nel corso degli anni Ottanta non hanno mai superato il 30 per cento delle operazioni che sono state concluse. Alcuni studi empirici si sono posti l'obiettivo di comprendere se le operazioni di acquisizione ostile hanno effettivamente indotto un cambiamento di efficienza nella gestione aziendale. Tali ricerche hanno mostrato che gli azionisti della società acquisita hanno ottenuto premi piuttosto consistenti, dell'ordine di grandezza del 25 per cento, e che le operazioni di acquisizione ostile hanno comportato premi anche maggiori. Viceversa, il guadagno per gli azionisti della società acquirente e, in generale, l'incremento di valore complessivo indotto dall'operazione è stato circa nullo. Questo risultato si presta a differenti interpretazioni: secondo alcuni le operazioni di acquisizione correggono le inefficienze che caratterizzano il mercato azionario (*market myopia*); secondo altri esse effettuano un trasferimento di ricchezza dagli azionisti dell'impresa offerente, o da alcuni stakeholder dell'impresa acquisita, agli azionisti dell'impresa acquisita.

siede un elevato numero di azioni ha infatti sia un forte incentivo a controllare il comportamento del management, sia il potere di sostituirlo in caso di performance azionarie insoddisfacenti.

Gli azionisti possono condizionare il comportamento del management della società attraverso due strumenti: nominando loro rappresentanti all'interno del consiglio di amministrazione e intervenendo in assemblea per influenzare la volontà sociale. Poiché gli azionisti esercitano la loro influenza attraverso l'esercizio dei diritti di voto, il loro potere dipende dal livello di protezione legale assegnato ai diritti di voto. Secondo i risultati di una recente ricerca, i paesi di tradizione legale anglosassone concedono la massima protezione legale agli azionisti, seguiti dai paesi di tradizione tedesca e scandinava e, infine, da quelli radicati nella tradizione francese.

La presenza di un azionista di riferimento nella compagine sociale riduce, ma non elimina totalmente, i problemi di agenzia tra azionisti e manager:

- in primo luogo, tale azionista non dedica una sufficiente attenzione all'attività di controllo, perché non riceve tutti i benefici che ne derivano;
- inoltre, un azionista di riferimento può utilizzare il suo potere per migliorare il suo benessere personale a danno di quello degli altri azionisti della società;
- infine, gli azionisti di riferimento delle grandi imprese quotate sono solitamente rappresentati da altre società industriali o finanziarie che sono governate da manager che desiderano perseguire il loro interesse personale, invece di controllare con efficienza il comportamento dei manager della società posseduta.

I diritti di  
governo  
degli azionisti

**Gli Investitori Istituzionali** All'interno del capitalismo anglosassone, gli azionisti di riferimento delle grandi imprese quotate sono rappresentati dagli investitori istituzionali, cioè dai fondi comuni di investimento e dai fondi pensione.

L'aumento graduale e costante delle risorse finanziarie acquisite e delle quote azionarie detenute nelle singole imprese hanno modificato nel corso del tempo la politica di gestione del portafoglio di tali investitori. In passato, essi cercavano di ottenere un ritorno superiore a quello dei fondi concorrenti mediante una politica di gestione attiva, che prevedeva l'acquisto di titoli di società sottovalutate e la cessione di titoli di società sopravvalutate. Essi, cioè, non intervenivano nelle scelte gestionali delle società in cui investivano e, nel caso in cui non ne condividevano le scelte, penalizzavano il management mediante la cessione delle azioni dell'impresa sul mercato (tramite il cosiddetto *Wall Street Walk*).

Nel corso degli anni Novanta la strategia degli investitori istituzionali subisce un forte cambiamento rispetto al periodo precedente. Innanzitutto, molti gestori di fondi si rendono conto che non è affatto facile ottenere rendimenti superiori a quelli del mercato mediante una gestione di portafoglio attiva e, di conseguenza, decidono di eguagliarne il rendimento replicando la composizione dell'indice espressivo della loro specializzazione. Inoltre, anche i gestori di fondi che desiderano continuare a perseguire una politica attiva di gestione del portafoglio si trovano impossibilitati a seguire tale strategia, poiché le grandi dimensioni raggiunte dalle singole partecipazioni impediscono loro di cederle sul mercato in tempi brevi e senza subire una pesante penalizzazione economica.

**L'attivismo degli azionisti**

Per effetto di questi cambiamenti, i gestori di fondi decidono di adottare una nuova strategia, che prevede l'esercizio di una pressione politica costante sui vertici aziendali delle imprese controllate al fine di modificarne le scelte strategiche e il modello di governo. Si diffonde in questo periodo il cosiddetto «attivismo degli azionisti» (*shareholder activism*), che viene da molti considerato un nuovo modello per superare i problemi legati alla dispersione della struttura azionaria delle imprese.

Con tale espressione si intende fare riferimento a un atteggiamento attivo degli azionisti volto ad avanzare proposte, pubblicare liste di imprese con performance non soddisfacenti e a intraprendere altre forme di negoziazione privata con il management delle società. Gli attivisti si battono per riformare il modello di corporate governance delle grandi imprese; le loro proposte colpiscono soprattutto il consiglio di amministrazione, il potere di voto degli azionisti e l'eccessiva retribuzione dei top manager.

Robert Monks è sicuramente uno dei più accesi sostenitori della campagna per i diritti degli azionisti. Egli fonda nel 1985 l'Institutional Shareholder Services per fornire servizi di consulenza ai gestori di fondi. Nel 1990 costituisce una divisione per seguire le cause legali degli azionisti. Nel 1992 crea il Lens Fund, allo scopo di:

- a) individuare le aziende inserite nello Standard & Poor's che hanno scarsi rendimenti azionari;

- b) comprare quote dell'ordine del 3-4 per cento del capitale di tali imprese;
- c) esercitare una pressione sul management per spingerlo a introdurre dei cambiamenti nella strategia o nelle strutture e nei processi di governo.

Per agevolare l'attivismo degli azionisti, la SEC ha emanato nel 1992 un regolamento federale in materia di deleghe, che ha conferito agli investitori istituzionali che possiedono stabilmente quote rilevanti del capitale il diritto di nominare alcuni consiglieri in cambio dell'impegno a fornire risorse finanziarie e assistenza nella gestione dell'impresa. Nasce il cosiddetto investimento relazionale (*relationship investing*), che si traduce in un nuovo rapporto, più stretto e collaborativo, tra gli azionisti e il management della società. Questa nuova filosofia si differenzia sia dalle scalate ostili, perché interviene prima che venga distrutto il valore azionario, sia dall'attivismo degli azionisti, perché instaura un dialogo stabile e sistematico con gli alti vertici aziendali.

L'investimento  
relazionale

Il giudizio espresso dagli studiosi sull'efficacia dell'intervento degli azionisti nel condizionare la strategia e i processi di governo delle grandi imprese è piuttosto difforme. Secondo alcuni studiosi questi strumenti devono essere giudicati positivamente perché consentono agli azionisti di comunicare con la società e di influenzare positivamente la gestione aziendale e ai manager di fare affidamento su un capitale paziente che permette loro di concentrarsi sulla realizzazione degli obiettivi aziendali di lungo periodo. Secondo altri, invece, l'attivismo degli azionisti, nelle sue varie forme, non ha comportato significativi cambiamenti di performance delle imprese, perché gli investitori istituzionali da un lato non investono ingenti risorse in tale attività e dall'altro si focalizzano su temi che non hanno una diretta relazione con il processo di creazione di valore. In altre parole, secondo i critici gli investitori istituzionali sarebbero caratterizzati da problemi di agenzia ancora più gravi di quelli delle imprese industriali e finanziarie, perché il loro azionariato è maggiormente frazionato e su di essi non incombe la minaccia di una scalata ostile.

#### *L'allineamento dell'interesse dei manager a quello degli azionisti mediante l'utilizzo dei piani di incentivazione azionaria*

Oltre a esercitare, direttamente o indirettamente, uno stretto controllo sul comportamento dei manager, gli azionisti possono proteggere il loro interesse progettando dei sistemi di ricompensa che colleghino la retribuzione dell'amministratore delegato alla performance aziendale.

I sistemi di incentivazione sono uno degli strumenti che possono essere utilizzati per risolvere i problemi di *moral hazard*, che sorgono nelle relazioni di agenzia in presenza di divergenza di interessi e di asimmetria informativa tra il principale e l'agente. La relazione tra azionisti e manager presenta entrambe queste caratteristiche:

I piani di  
incentivazione  
azionaria

- per quanto concerne la divergenza di interessi, se gli azionisti ricercano la massimizzazione del valore delle azioni, i manager desiderano perseguire la loro utilità personale anche a danno del valore dell'impresa sul mercato azionario;

- in merito all'asimmetria informativa, i top manager possiedono un'informazione precisa e accurata delle varie alternative strategiche a disposizione dell'impresa e delle loro conseguenze sulla performance aziendale, mentre gli azionisti ricevono solo informazioni parziali e in ogni caso filtrate dal management.

L'incentivazione del comportamento

I piani di incentivazione rappresentano una possibile soluzione al problema di *moral hazard*, poiché collegano la retribuzione dell'agente al risultato delle sue azioni. Nella progettazione del piano si deve prestare grande attenzione a collegare il compenso incentivante a un risultato che è sotto il controllo del prestatore di lavoro e non è eccessivamente influenzato da variabili esterne. In caso contrario si rischia infatti di generare un sentimento di insoddisfazione e di frustrazione, invece che una forte motivazione verso il risultato.

Per quanto concerne il caso di prestatori di lavoro, come i top manager e l'amministratore delegato, che ricoprono posizioni di vertice e che influenzano le massime decisioni all'interno dell'impresa, la retribuzione deve essere collegata alla performance aziendale misurata lungo diverse dimensioni, come il fatturato, la redditività o la creazione di valore azionario. Tra i vari parametri che misurano la performance aziendale si preferisce solitamente collegare il compenso incentivante al valore delle azioni dell'impresa, invece che ad alcuni indicatori contabili, perché tale parametro è orientato al futuro ed è rappresentativo del valore creato per gli azionisti (si veda il box 2.3).

### Box 2.3: La retribuzione dei top manager

Le ricerche realizzate dalle società di consulenza specializzate nella gestione del personale hanno mostrato che la retribuzione dei manager e degli amministratori delegati delle imprese statunitensi è aumentata costantemente durante gli ultimi decenni e ha raggiunto nel corso del 2000 un valore mai toccato in precedenza. La media della retribuzione dell'amministratore delegato delle prime 500 imprese statunitensi (Standard & Poor's 500) è infatti passata da 3,5 milioni di dollari del 1992 a 14,7 milioni di dollari del 2000.

Tale incremento è stato principalmente causato dall'aumento del peso dei piani di stock option nel pacchetto retributivo del manager e dal contemporaneo aumento del valore dei titoli delle società sul mercato azionario. Il valore delle opzioni alla data di assegnazione è infatti passato da una media di circa 800.000 dollari nel 1992 a un valore pari a 7,2 milioni di dollari nel 2000.

Oltre a misurare l'andamento del compenso ricevuto dai top manager, alcune ricerche si sono occupate di indagare l'intensità del legame tra la retribuzione percepita dagli amministratori delegati e la performance aziendale. Gli studi condotti verso l'inizio degli anni Novanta negli Stati Uniti hanno evidenziato che la sensibilità della retribuzione del manager alla performance aziendale era piuttosto bassa e hanno auspicato un suo sensibile aumento. Alcuni studi condotti di recente hanno evidenziato che nel corso dell'ultimo decennio le imprese statunitensi hanno notevolmente aumentato il peso dei piani di incentivazione azionaria e, con essi, l'intensità del legame tra la retribuzione percepita dall'amministratore delegato e il valore delle azioni dell'impresa sul mercato.

I piani di incentivazione, oltre ad allineare l'interesse dei soggetti coinvolti nella relazione, comportano anche una suddivisione del rischio tra le parti. Se gli azionisti e i manager fossero neutrali verso il rischio, il problema sarebbe facilmente risolvibile attribuendo ai manager un contratto di incentivazione che li remunererebbe totalmente in funzione del valore delle azioni dell'impresa. Tuttavia, questa soluzione non è praticabile, perché l'orientamento verso il rischio degli azionisti e dei manager è molto diverso: i primi possono infatti diversificare il rischio che grava sui loro investimenti realizzando un'accorta politica di diversificazione del portafoglio; i secondi, viceversa, hanno investito le loro competenze professionali nell'impresa per cui lavorano e, di conseguenza, non desiderano legare anche la loro ricchezza personale alle sorti della medesima azienda. Il piano di incentivazione ottimale deve quindi bilanciare da un lato l'esigenza degli azionisti di favorire la creazione di valore azionario, dall'altro il desiderio dei top manager di essere isolati dal rischio che grava sull'impresa.

La  
suddivisione  
del rischio

I piani di incentivazione azionaria progettati dalle grandi imprese statunitensi assumono varie forme, che tuttavia possono essere raggruppate in due classi: i piani di *stock option* e i piani di *stock granting*. I primi attribuiscono al top manager un certo quantitativo di opzioni per acquistare o sottoscrivere, entro una certa data, titoli azionari della società a un prezzo prefissato. I secondi assegnano ai manager, gratuitamente o a condizioni di particolare favore, un certo quantitativo di azioni dell'impresa.

I piani di  
stock  
option e di  
stock  
granting

Entrambi i piani collegano, pur con qualche differenza, la retribuzione percepita dai top manager al valore dei titoli azionari dell'impresa. Per effetto di tali piani, infatti, ogni incremento del prezzo di mercato delle azioni determina un incremento nella ricchezza personale del manager. Essi, cioè, tendono ad allineare l'interesse, ossia la retribuzione, dei massimi dirigenti aziendali a quello degli azionisti, che coincide con il valore azionario dell'impresa. La logica alla base della loro introduzione si fonda sull'assunzione implicita che la creazione di un collegamento tra la retribuzione percepita dai top manager e il valore delle azioni dell'impresa possa spingere gli amministratori ad adottare spontaneamente decisioni e comportamenti volti ad aumentare la ricchezza degli azionisti.

***La definizione di chiari doveri fiduciari degli amministratori nei confronti degli azionisti, insieme alla possibilità dei conferenti di capitale di intraprendere azioni legali collettive contro il management***

Secondo la dottrina dominante, gli amministratori e i top manager dell'impresa hanno dei doveri fiduciari verso gli azionisti e devono, di conseguenza, agire lealmente nei loro confronti.

I principali doveri fiduciari degli amministratori sono rappresentati dal dovere di lealtà (*duty of loyalty*) e dal dovere di comportarsi in modo diligente (*duty of care*).

L'attribuzione dei doveri fiduciari è un'alternativa efficiente all'elaborazione di sofisticati meccanismi di controllo o alla stipulazione di forme con-

I doveri  
fiduciari  
degli ammini-  
stratori

trattuali complesse. Tali principi sostituiscono la supervisione diretta del comportamento del management con l'imposizione di doveri fiduciari che, se vengono violati, determinano delle sanzioni in capo ai trasgressori.

I doveri fiduciari costituiscono uno strumento importante che contribuisce ad allineare gli interessi dei manager a quelli degli azionisti. Tuttavia essi non risolvono completamente la divergenza di interessi tra le parti poiché nella pratica spesso non è facile distinguere tra comportamenti che arrecano un danno economico agli investitori e comportamenti che favoriscono sia i manager sia gli investitori (si veda il box 2.4).

La business  
judgement  
rule

Lo stesso orientamento della magistratura contribuisce a rendere meno efficaci tali regole. I giudici fanno infatti riferimento per tradizione alla cosiddetta *business judgement rule*, secondo cui la ricchezza degli investitori sarebbe inferiore se le decisioni dei manager fossero soggette a un rigido controllo da parte dell'autorità giudiziaria. L'adozione di questa regola di condotta significa riconoscere le difficoltà implicite nel processo di ricostruzione dell'iter decisionale che ha seguito il manager per prendere una certa decisione. Per accertare la violazione dei doveri fiduciari non è sufficiente verificare se l'esito finale della decisione è favorevole o sfavorevole all'impresa, ma si devono ricostruire le alternative che il management aveva a disposizione, le conseguenze di ciascuna alternativa e la probabilità di manifestazione degli esiti finali.

I giudici riconoscono che, a eccezione di alcuni casi eclatanti come il furto di beni o la distrazione di risorse dell'impresa, non sono in grado di comprendere *ex post* se c'è stata una violazione dei doveri fiduciari, e, nell'incertezza, preferiscono propendere per la buona fede del manager. Questo atteggiamento

#### Box 2.4: Le azioni legali portate avanti dagli azionisti

Negli Stati Uniti le azioni legali portate avanti dagli azionisti possono assumere la forma di cause derivate (*derivative suits*), che sono promosse da uno o più azionisti a favore della società, o di procedimenti diretti (*direct litigations*), che possono essere promossi da un singolo azionista o da un gruppo di azionisti. Uno studio condotto nel periodo 1960-1987 su un campione casuale di imprese quotate al NYSE ha evidenziato che entrambe queste azioni sono particolarmente rare, colpiscono gli amministratori di un'impresa mediamente ogni 42 anni, e tendono a concentrarsi su un ridotto numero di imprese.

Il medesimo studio ha sottolineato inoltre che la maggior parte delle cause viene risolta al di fuori dei tribunali e che i principali beneficiari di tali azioni legali non sono gli azionisti, ma gli avvocati che le gestiscono per conto loro. Infatti, solo la metà delle cause intraprese comporta la restituzione di una somma di denaro, spesso modesta, agli azionisti, mentre circa il 90 per cento permette il pagamento dell'onorario degli avvocati.

Fonte: Romano (1991).

giamento implica che le autorità giudiziarie puniscano solamente i casi di illecito e lascino al mercato l'obbligo di sanzionare le decisioni errate mediante una penalizzazione della performance aziendale.

### ***Una struttura finanziaria fortemente indebitata***

Un ulteriore meccanismo che disciplina il comportamento dei manager è rappresentato dalla struttura finanziaria dell'impresa e, in particolare modo, dalle scelte aventi per oggetto il livello di indebitamento.

Il livello di indebitamento

Il mix tra capitale di rischio e debiti finanziari può incidere sulla discrezionalità dei manager nell'allocare le risorse dell'impresa, perché tali strumenti finanziari comportano una diversa distribuzione temporale dei flussi. Mentre il capitale di rischio non prevede contrattualmente una scadenza per la sua restituzione né garantisce con certezza il pagamento di flussi periodici di dividendi, i debiti di finanziamento devono essere rimborsati periodicamente e comportano necessariamente anche il pagamento degli interessi.

Una struttura finanziaria fortemente indebitata costringe quindi i manager a fare fronte a un costante ed elevato flusso di cassa in uscita e, di conseguenza, limita la presenza di risorse finanziarie in eccesso (*free cash flow*) e, con essa, la possibilità di intraprendere comportamenti inefficienti. Un elevato livello di indebitamento rappresenta cioè una forma di obbligazione o di vincolo che riduce la discrezionalità del management e impedisce agli amministratori di utilizzare le risorse finanziarie dell'impresa per compiere investimenti non profittevoli.

La riduzione del flusso di cassa disponibile

Affinché il debito possa rappresentare uno strumento in grado di disciplinare efficacemente il comportamento del management occorre che esso sia affiancato da una procedura fallimentare che penalizzi in modo appropriato i vertici aziendali in caso di insolvenza. Una normativa fallimentare troppo indulgente, non consentendo ai creditori di influenzare le decisioni aziendali in caso di insolvenza della società, ridurrebbe l'incentivo del management a evitare il verificarsi dell'insolvenza e, di conseguenza, minerebbe l'efficacia del debito come strumento di disciplina.

La legge fallimentare

L'aumento del debito, oltre a incentivare i dirigenti a non sperperare il flusso di cassa generato dall'impresa, ha un secondo effetto positivo per il processo di creazione di valore. Se infatti l'impresa non modifica la dimensione del proprio capitale investito, un aumento del debito consente all'azienda di ridurre il volume delle risorse finanziarie ottenute sotto forma di capitale di rischio e, di conseguenza, permette a ogni singolo risparmiatore di controllare una quota maggiore del capitale a parità di investimento. In altre parole, un aumento del debito, a parità di altre circostanze, determina una maggiore concentrazione del capitale azionario e riduce i problemi derivanti dalla separazione tra proprietà e controllo.

La raccolta di risorse finanziarie mediante l'indebitamento può comportare, tuttavia, anche l'insorgere di alcuni conflitti di interesse tra gli azionisti e i creditori dell'impresa:

Il conflitto di interesse tra azionisti e creditori

- una prima conseguenza negativa, nota come «problema della composizione delle attività» (*asset substitution*), si verifica quando il peso dell'indebitamento diventa proporzionalmente molto più grande rispetto a quello del capitale sociale. Se l'impresa è molto indebitata, gli azionisti hanno un incentivo a intraprendere investimenti molto rischiosi, poiché in caso di risultati favorevoli essi si appropriano interamente del plusvalore creato, mentre in caso di esito sfavorevole la maggior parte delle conseguenze negative grava sui detentori di titoli di debito. In altri termini, l'aumento della rischiosità dei flussi di cassa comporta un trasferimento di ricchezza dai possessori di capitale di debito ai possessori di capitale di rischio;
- un secondo problema connesso a un eccessivo aumento dell'indebitamento si verifica quando l'azienda, pur avendo ottime prospettive di investimento future, non possiede una liquidità sufficiente per pagare le obbligazioni in scadenza. Tale situazione rischia infatti di generare la cosiddetta «morsa debitoria» (*debt overhang*), che si verifica quando l'impresa, a causa dell'eccessivo livello dell'indebitamento rispetto al valore totale delle attività aziendali, non è in grado di finanziare degli investimenti profittevoli. La morsa debitoria limita le possibilità di finanziamento dell'impresa, e con esse anche le opportunità di investimento, perché chi offre nuove risorse finanziarie teme che una parte del proprio capitale possa essere utilizzata per soddisfare l'interesse degli attuali finanziatori. I finanziatori esterni, quando devono decidere se finanziare o meno un certo progetto di investimento, non valutano, infatti, il suo flusso di cassa futuro, ma solo la parte di tale flusso che il management può impegnarsi a produrre e a restituire in modo credibile. In questa situazione l'impresa può non riuscire a realizzare progetti di investimento che hanno un valore attuale netto positivo, se il valore attuale netto dei flussi di cassa «garantibili» (*pledgeable income*) da tali progetti è negativo. Il problema della morsa debitoria può essere superato solo attraverso la rinegoziazione del debito, ovvero se i creditori attuali della società accettano di ridurre i rendimenti a cui hanno diritto al fine di incoraggiare altri investitori a offrire all'impresa nuove risorse finanziarie. Tali operazioni, tuttavia, sono molto difficili da realizzare quando il numero dei creditori è molto elevato.

### 2.3 La creazione di valore per gli stakeholder

La teoria degli stakeholder e quella della responsabilità sociale dell'impresa

La teoria degli stakeholder (*stakeholder theory*) e la teoria della responsabilità sociale dell'impresa (*corporate social responsibility*) si sono sviluppate solo negli ultimi decenni del secolo scorso. Tuttavia, già molti anni prima, in concomitanza con la nascita della teoria della creazione di valore per gli azionisti, alcuni studiosi avevano contrastato l'affermazione dominante secondo cui le imprese devono sacrificare l'interesse di tutti gli stakeholder al perseguimento della massimizzazione del ritorno economico degli azionisti.

Secondo una linea di pensiero alternativa alla teoria dominante, gli imprenditori e gli amministratori di imprese non possono trincerarsi dietro l'espressione «gli affari sono affari» (*business is business*) per evitare di assumersi delle responsabilità sociali nei confronti della collettività o, peggio ancora, per fare gravare indebitamente su altri soggetti delle esternalità negative. Gli amministratori e i manager non devono soddisfare unicamente l'interesse degli azionisti, ma devono maturare un senso di responsabilità sociale verso i prestatori di lavoro, i fornitori, i consumatori e la collettività in generale. La società non può accettare che l'attività economica sia perseguita solo per conseguire fini privati, ma deve richiedere che essa sia svolta in modo da salvaguardare l'interesse di tutti coloro che vi partecipano, anche se questo significa limitare i diritti degli azionisti.

Le origini dell'approccio degli stakeholder, se non l'utilizzo del termine stesso, possono essere fatte risalire ai primi anni Trenta, durante la depressione, quando la General Electric identifica quattro principali gruppi di stakeholder: gli azionisti, i prestatori di lavoro, i clienti e la collettività in generale. Successivamente, nel 1947, il presidente della Johnson & Johnson stila un elenco degli stakeholder strettamente collegati al business, che comprende i clienti, i prestatori di lavoro, i manager e gli azionisti. Nel 1950 l'amministratore delegato della Sear's definisce la classifica dei primi quattro soggetti in ordine di importanza in ogni business (i clienti, i prestatori di lavoro, la comunità e gli azionisti) e afferma che l'impresa deve soddisfare in modo efficace gli interessi e i bisogni delle prime tre categorie di soggetti se vuole generare un ritorno soddisfacente per gli azionisti.

Questi primi tentativi di aprire una breccia nella teoria dominante si limitano a creare le basi per il dibattito, ma non portano all'affermazione di una teoria alternativa a quella della creazione di valore per gli azionisti. Solo verso la fine degli anni Sessanta negli studi di management si inizia a utilizzare il termine «stakeholder» e si creano le condizioni per l'affermazione di una teoria della responsabilità sociale dell'impresa.

La parola stakeholder (possessore di interessi) appare per la prima volta nella letteratura di economia e strategia aziendale nel 1963 in uno scritto dello Stanford Research Institute. Il termine viene utilizzato per estendere la responsabilità del management a categorie diverse da quella degli *stockholders* (i possessori di capitale di rischio). Il concetto originario di stakeholder indica i gruppi di persone e di istituti senza il cui supporto l'azienda cesserebbe di esistere. L'elenco delle categorie di soggetti inclusi nella definizione è piuttosto vasto, e comprende i conferenti di capitale di rischio, i prestatori di lavoro, i clienti, i fornitori di beni, i conferenti di capitale di prestito e la società in generale.

Negli anni successivi la letteratura sugli stakeholder non si consolida in un unico corpo organico di studi, ma si divide in diversi filoni di studio (si veda il box 2.5). Questi primi contributi hanno avuto il merito di evidenziare i limiti di una concezione d'impresa centrata esclusivamente sulla soddisfazione dell'interesse degli azionisti e di richiamare l'attenzione degli studiosi e degli

Le origini della teoria degli stakeholder

La nascita del termine "stakeholder" nella letteratura manageriale

**Box 2.5: I diversi filoni di studio alla base della teoria degli stakeholder**

Negli anni Sessanta e Settanta quattro diversi filoni di studio hanno analizzato il tema degli stakeholder:

- a) gli studi di pianificazione aziendale;
- b) la teoria dei sistemi;
- c) la teoria della responsabilità sociale dell'impresa;
- d) la teoria organizzativa.

Gli studi di pianificazione aziendale rifiutano la teoria degli stakeholder perché ritengono che le imprese debbano ricercare una funzione obiettivo di tipo universale, al cui interno l'interesse degli stakeholder rappresenta un vincolo al livello di risultato che l'impresa può raggiungere in un dato momento. Questa letteratura si limita a sviluppare delle misure di soddisfazione di quelle categorie di soggetti il cui supporto è necessario per la sopravvivenza duratura dell'impresa. In generale, il concetto di portatore di interessi viene utilizzato in modo limitato e principalmente per raccogliere informazioni generali con riferimento ad alcuni soggetti esterni all'impresa.

La letteratura sulla teoria dei sistemi propone un metodo per l'analisi degli stakeholder dei vari istituti. Partendo da una concezione degli istituti come sistemi aperti, sostiene che molti dei problemi che affliggono la società possono essere risolti ridefinendo le istituzioni principali con il supporto e il coinvolgimento di tutti i portatori di interessi. Il modello sistemico degli stakeholder, enfatizzando la partecipazione di vari soggetti al processo decisionale, suggerisce un cambiamento radicale nella natura degli istituti e della società in genere.

La letteratura sulla responsabilità sociale delle imprese si differenzia dagli altri filoni per applicare il concetto di stakeholder a soggetti che sono solitamente trascurati, perché si suppone che abbiano un atteggiamento conflittuale nei confronti delle imprese. Rispetto alla teoria dominante, essa si caratterizza per porre una minore enfasi sulla soddisfazione dell'interesse degli azionisti e per attribuire grande rilevanza al perseguimento dell'interesse della collettività o della comunità locale. Questa letteratura ha il pregio di avere portato al centro dell'attenzione degli studi di management alcuni problemi sociali e politici che in precedenza erano stati trascurati, tuttavia presenta il limite di non essere stata in grado di proporre modalità operative efficaci per integrare su base continuativa l'attenzione verso questi temi nei modelli di gestione delle imprese.

La letteratura sulla teoria organizzativa sviluppa un insieme di modelli e di concetti utili per analizzare l'ambiente in cui operano le imprese. Definisce il concetto di ambiente organizzativo e studia le relazioni tra l'impresa e gli altri istituti, attribuendo una particolare enfasi a quei soggetti che possono influenzare più di altri la vita economica duratura dell'impresa. Pur riconoscendo che le aziende sopravvivono solo se riescono a rispondere in modo efficace ai gruppi di interesse che forniscono loro le risorse e il supporto necessari, tale letteratura rimane prevalentemente descrittiva e non produce un modello che aiuti il management a definire e implementare la strategia delle imprese.

Fonte: Freeman (1984).

amministratori d'azienda sull'esigenza di incorporare nella funzione obiettivo dell'impresa anche l'interesse di altri soggetti interni o esterni. Tuttavia, essi si sono limitati a proporre alcune affermazioni di principio e non si sono posti l'obiettivo di costruire una vera e propria teoria alternativa a quella della creazione di valore per gli azionisti.

Il primo lavoro che presenta in forma completa la teoria degli stakeholder e che dà forma al filone di studi su tale tema è pubblicato da Freeman verso la metà degli anni Ottanta. Tale teoria riconosce che le imprese hanno dei portatori di interessi (singoli individui, gruppi di persone o istituti) i cui diritti non possono essere ignorati perché le loro richieste sono legittime, al pari di quelle degli azionisti. Il management dell'impresa deve quindi dialogare con tutti gli stakeholder e deve cercare di conciliare le divergenze di interessi che possono sorgere in una specifica situazione.

L'analisi dell'evoluzione della normativa sulle società commerciali conferma un trend verso l'attribuzione di maggiori diritti ad alcune categorie di stakeholder. Il diritto societario sancisce che le imprese devono essere governate principalmente nell'interesse degli azionisti e che gli amministratori hanno un dovere fiduciario nei confronti dei conferenti di capitale di rischio. Tuttavia, se all'inizio del XX secolo la normativa non stabiliva alcun limite a questo principio, con il passare del tempo essa si è modificata ed è giunta a fissare dei vincoli alla possibilità delle imprese di perseguire l'interesse degli azionisti a danno di quello degli altri portatori di interessi. Essa ha cioè stabilito che le imprese devono rispettare i diritti dei clienti, dei fornitori, della comunità locale e dei prestatori di lavoro, anche se in generale tali diritti rimangono subordinati all'interesse degli azionisti.

Questa impostazione non intende attribuire al management un dovere fiduciario nei confronti di categorie di portatori di interessi diverse dagli azionisti, ma sostiene che l'impresa ha dei doveri non fiduciari, ma moralmente significativi, nei confronti di terze parti. Nella giurisprudenza e nella normativa il principio di massimizzazione del profitto è infatti limitato dall'esistenza di alcune obbligazioni aventi per oggetto il dovere di non causare danni ai terzi, di non minacciarli con la forza, di non mentire, di non comportarsi in modo disonesto, di non rubare, e così via. Le imprese sono vincolate dalla legge a rispettare queste obbligazioni e non possono determinare il loro comportamento sulla base della convenienza economica insita nella specifica situazione.

### 3.3.1 I diversi tipi di stakeholder

Il termine «stakeholder» è semplice e immediato, ma ha il limite di non definire con precisione quali categorie di soggetti sono comprese e quali sono, viceversa, escluse. Numerosi autori hanno cercato di rimediare a questo limite, elaborando definizioni più precise volte a circoscrivere con maggiore chiarezza i confini di tale espressione. Inoltre, essi hanno formulato delle dicotomie di stakeholder che permettono di discriminare, almeno a un primo livello

L'evoluzione  
del diritto  
societario

Gli  
stakeholder  
in senso  
stretto  
e in senso  
allargato

lo, i soggetti che presentano caratteristiche diverse tra loro sotto un aspetto considerato rilevante ai fini dell'analisi (si veda la Tabella 2.1). Un primo contributo di Freeman e Reed distingue tra due diverse definizioni:

- una allargata, che include gruppi di persone che possono avere un atteggiamento positivo o ostile nei confronti dell'impresa;
- una ristretta, che riprende e precisa la definizione fornita dallo Stanford Research Institute.

Secondo questa impostazione, il termine «stakeholder» utilizzato in senso allargato indica qualsiasi gruppo di persone o qualsiasi persona che può condizionare il raggiungimento degli obiettivi dell'istituto o che è influenzato dal comportamento dell'impresa. Se si adotta questa definizione rientrano a pieno titolo nella categoria di stakeholder i gruppi di interesse pubblico, i gruppi di protesta, le agenzie governative, le associazioni di categoria, le imprese concorrenti, i sindacati dei prestatori di lavoro, oltre ovviamente ai dipendenti, ai clienti, agli azionisti, ai fornitori di beni e agli altri gruppi di soggetti che forniscono fattori produttivi all'impresa.

Viceversa, il termine «stakeholder» utilizzato in senso stretto indica qualsiasi gruppo di persone o singola persona da cui l'istituto dipende per la sua sopravvivenza futura. In questo senso possono essere definiti propriamente stakeholder i prestatori di lavoro, i clienti, alcuni fornitori di beni, gli azionisti, alcuni istituti finanziari e altri soggetti che ricoprono un ruolo fondamentale per la sopravvivenza dell'istituto.

Secondo i proponenti di questa definizione, i manager sono propensi a riconoscere che le categorie incluse nella concezione ristretta di stakeholder, come i prestatori di lavoro, i clienti o i fornitori, hanno un interesse meritevole di tutela nei confronti dell'impresa poiché le forniscono un contributo importante per la sua vita economica duratura. Tuttavia, essi faticano ad accettare la concezione allargata di stakeholder poiché essa comprende anche alcuni gruppi di pressione che talvolta manifestano un atteggiamento ostile nei confronti dell'impresa. I sostenitori della concezione allargata fanno comunque notare che dal punto di vista della formulazione e della realizzazione della strategia a livello aziendale gli stakeholder devono essere concepiti in senso allargato perché le strategie aziendali devono considerare l'interesse di quei gruppi di persone che possono condizionare con il loro comportamento la capacità dell'impresa di raggiungere i propri obiettivi. In altre parole, se la formulazione della strategia implica la definizione degli obiettivi aziendali e delle politiche necessarie per raggiungere tali obiettivi, il management non può ignorare il condizionamento esercitato dalle forze e dai gruppi di pressione esterni all'impresa, a prescindere che essi abbiano un atteggiamento ostile o collaborativo nei confronti dell'impresa stessa.

Gli  
stakeholder  
primari e  
secondari

Un secondo contributo, a opera di Clarkson, definisce gli stakeholder come le persone o i gruppi di persone che hanno la proprietà, un diritto, un'aspettativa o un interesse nell'impresa o nelle attività che essa svolge, ha svolto o svolgerà in futuro. Tali diritti o interessi sono il risultato di transazioni con

Tabella 2.1 Le principali definizioni di stakeholder presenti in letteratura

Autore	Definizione
Freeman e Reed	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Il termine stakeholder «in senso allargato» indica qualsiasi gruppo di persone o qualsiasi persona che può condizionare il raggiungimento degli obiettivi dell'istituto o che è influenzato dal comportamento dell'impresa. Secondo questa definizione rientrano nella categoria di stakeholder i gruppi di interesse pubblico, i gruppi di protesta, le agenzie governative, le associazioni di categoria, le imprese concorrenti, i sindacati dei prestatori di lavoro, oltre ovviamente ai dipendenti, ai clienti, agli azionisti, ai fornitori di beni e agli altri gruppi di soggetti che forniscono fattori produttivi all'impresa.</li> <li>• Il termine stakeholder «in senso stretto» indica qualsiasi gruppo di persone o singola persona da cui l'istituto dipende per la sua sopravvivenza futura. In questo senso possono essere definiti propriamente stakeholder i prestatori di lavoro, i clienti, alcuni fornitori di beni, gli azionisti, alcuni istituti finanziari e altri soggetti che ricoprono un ruolo fondamentale per la sopravvivenza dell'istituto.</li> </ul>
Clarkson	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Gli stakeholder primari sono soggetti senza la cui continua partecipazione l'impresa non può sopravvivere. Appartengono a questa categoria gli azionisti (e in generale gli investitori), i prestatori di lavoro, i clienti, i fornitori, lo Stato e l'insieme delle amministrazioni pubbliche locali.</li> <li>• Gli stakeholder secondari sono quei soggetti che esercitano un'influenza o un condizionamento sull'impresa, o sono influenzati o condizionati dalla sua attività, pur non avendo con essa alcuna transazione e pur non essendo essenziali per la sua sopravvivenza. Appartengono a questa categoria i media e un'ampia gamma di gruppi di interesse che hanno la capacità di mobilitare l'opinione pubblica a favore o contro una particolare impresa.</li> </ul>
Clarkson	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Gli stakeholder volontari sono costituiti da tutti quei soggetti che hanno scelto consapevolmente di assumere un interesse nei confronti dell'impresa e di sopportare il rischio di non ricevere una ricompensa adeguata al contributo fornito. Appartengono a questa categoria i conferenti di capitale di rischio e di prestito, i prestatori di lavoro, i clienti e i fornitori.</li> <li>• Gli stakeholder involontari sono coloro che sono, o possono essere, esposti inconsapevolmente a un rischio e che possono, di conseguenza, essere danneggiati o avvantaggiati dallo svolgimento dell'attività aziendale. Secondo questa definizione appartengono a questa categoria lo Stato, la collettività locale e tutti gli altri soggetti che sono condizionati involontariamente dal comportamento dell'impresa.</li> </ul>
Carroll e Näsi	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Gli stakeholder interni sono rappresentati dai prestatori di lavoro, dagli azionisti e dai manager.</li> <li>• Gli stakeholder esterni sono rappresentati dai consumatori, dai concorrenti, dallo Stato, dai gruppi di attivisti sociali, dai media e dalla collettività in generale.</li> </ul>

Fonte: Zattoni, 2004a

l'impresa o di attività realizzate dall'azienda e possono essere legali o morali, individuali o collettivi. Gli stakeholder che hanno interessi o diritti simili possono essere classificati all'interno della stessa categoria; così, per esempio, si considerano unitariamente gli interessi dei prestatori di lavoro, degli azionisti, dei clienti e così via.

Gli stakeholder di un'impresa possono essere suddivisi in primari e secondari sulla base dell'intensità della relazione che hanno con l'azienda:

- gli stakeholder primari sono quei soggetti senza la cui continua partecipazione l'impresa non può sopravvivere. Gli stakeholder primari forniscono un contributo così rilevante per la vita duratura economica dell'istituto che la loro decisione di interrompere la relazione con l'impresa potrebbe minacciarne seriamente la sopravvivenza. Appartengono tipicamente a questa categoria gli azionisti (e in generale gli investitori), i prestatori di lavoro, i clienti, i fornitori, lo Stato e l'insieme delle amministrazioni pubbliche locali;
- gli stakeholder secondari sono invece quei soggetti che esercitano un'influenza o un condizionamento sull'impresa, o sono influenziati o condizionati dalla sua attività, pur non avendo con essa alcuna transazione e pur non essendo essenziali per la sua sopravvivenza. Nonostante la sopravvivenza dell'impresa non dipenda da questi soggetti, il management deve comunque considerare i loro interessi perché, se essi non vengono soddisfatti, tali stakeholder possono causare danni ingenti all'azienda. Appartengono a questa categoria i media e un'ampia gamma di gruppi di interesse che hanno la capacità di mobilitare l'opinione pubblica a favore o contro una particolare impresa. In una visione estrema, anche i gruppi terroristici possono fare parte degli stakeholder secondari, poiché essi possono interferire con il normale svolgimento dell'attività aziendale.

Secondo questa impostazione, l'impresa può essere concepita come un sistema di stakeholder primari o come un insieme di relazioni tra gruppi di interesse che presentano differenti diritti, obiettivi, aspettative e responsabilità. L'economicità dell'impresa è legata alla capacità del management di gestire l'attività aziendale in modo da produrre una ricchezza sufficiente a soddisfare le aspettative di tutte le categorie di stakeholder primari ed evitare così che essi abbandonino l'impresa.

Nel caso in cui la politica aziendale, volta a soddisfare le attese e i bisogni degli stakeholder primari, sia in parziale conflitto con l'interesse di alcuni stakeholder secondari, l'impresa deve valutare la gravità della situazione e, se del caso, deve cercare di soddisfare almeno in parte tutte le attese che convergono su di essa.

Un terzo contributo, sempre di Clarkson, definisce come stakeholder tutti quei soggetti che forniscono all'impresa qualcosa che ha un valore e che è a rischio. Il loro interesse (*stake*) nei confronti dell'impresa nasce dal fatto che essi vi apportano delle competenze professionali, delle risorse finanziarie o dei beni che sono impiegati nello svolgimento dell'attività economica. Gli stakeholder di un'impresa sono quindi quelle persone o quegli istituti che hanno un interesse economico, cioè qualcosa da guadagnare o da perdere, nell'attività aziendale.

Secondo questa impostazione è utile distinguere gli stakeholder volontari dagli stakeholder involontari:

Gli stakeholder volontari e involontari

- gli stakeholder volontari sono costituiti da tutti quei soggetti che hanno scelto consapevolmente di assumere un interesse nei confronti dell'impresa e di sopportare il rischio di non ricevere una ricompensa adeguata al contributo fornito. Appartengono a questa categoria i conferenti di capitale di rischio e di prestito, i prestatori di lavoro, i clienti e i fornitori;
- gli stakeholder involontari invece sono coloro che sono, o possono essere, esposti inconsapevolmente a un rischio e che possono, di conseguenza, essere danneggiati o avvantaggiati dallo svolgimento dell'attività aziendale. Secondo questa definizione appartengono a questa categoria lo Stato, la collettività locale, e tutti gli altri soggetti che sono condizionati involontariamente dal comportamento dell'impresa.

L'ultima impostazione, avanzata da Carroll e Näsi, concepisce gli stakeholder come quelle persone o gruppi di persone che condizionano o sono condizionati dall'attività economica realizzata dall'impresa. I vari gruppi di interesse che convergono nell'impresa possono essere divisi in due classi:

- appartengono al gruppo degli stakeholder interni i prestatori di lavoro, gli azionisti e i manager;
- viceversa, fanno parte del gruppo degli stakeholder esterni i consumatori, i concorrenti, lo Stato, i gruppi di attivisti sociali, i media, e la collettività in generale.

Gli stakeholder interni ed esterni

In estrema sintesi, l'analisi delle principali definizioni e dicotomie di stakeholder presenti in letteratura evidenzia come diversi autori abbiano sentito l'esigenza di distinguere all'interno dell'ampia categoria dei portatori di interessi due classi di soggetti che sono portatori di attese assai diverse tra loro. In particolare, la concezione ristretta di stakeholder si fonda sulla constatazione pratica che i manager hanno a loro disposizione delle risorse limitate e che, di conseguenza, non possono soddisfare facilmente tutte le richieste che provengono dall'esterno. In questo senso, si definiscono stakeholder solo quelle persone o quei gruppi di persone che hanno un interesse strettamente collegato all'attività economica svolta dall'impresa perché sono necessari per la sua sopravvivenza, rischiano qualcosa, partecipano a relazioni di scambio con l'azienda o vantano dei diritti morali nei suoi confronti. In sintesi, coloro che adottano una visione ristretta ricercano un valido motivo che possa spingere il management a concentrare la propria attenzione sulla soddisfazione dell'interesse di alcuni legittimi stakeholder.

La concezione ristretta di stakeholder

Viceversa, la concezione allargata si fonda sull'evidenza empirica, la quale mostra che le imprese possono condizionare in modo rilevante numerose persone o gruppi di persone e possono essere a loro volta condizionate in modo altrettanto rilevante da un vasto numero di soggetti. In questa concezione allargata l'impresa deve porsi l'obiettivo di soddisfare anche l'interesse delle persone e degli istituti che non hanno un legittimo interesse verso l'impresa ma possono condizionarne l'economicità o sono condizionati dall'attività economica che essa svolge. Essa si fonda sull'ipotesi che, se l'azienda ignora tali interessi per lungo tempo, prima o poi questi soggetti possono intraprendere delle azioni volte a danneggiare la sua vita duratura economica e, quindi,

La concezione allargata di stakeholder

anche il benessere dei legittimi portatori di interesse. L'accettazione di una concezione così allargata produce l'effetto di complicare notevolmente il compito dei manager, a meno che non si costruiscano dei modelli e degli strumenti che permettano di identificare diversi tipi di stakeholder, riconoscere le loro esigenze e rispondere a esse in modo efficace.

### 2 ✕ *Le assunzioni di fondo implicite nella teoria degli stakeholder*

Pur condividendo la medesima concezione di impresa come nesso delle relazioni contrattuali che in essa convergono, la teoria degli stakeholder rigetta le ipotesi implicite nella teoria della creazione di valore per gli azionisti. Essa ritiene infatti che:

La massimizzazione del valore dell'Impresa

✕ la massimizzazione di valore per gli azionisti non conduce alla massimizzazione del valore complessivamente creato dall'impresa. Le imprese non hanno proprietari, e gli azionisti sono solo una delle tante categorie di portatori di interessi che convergono nell'impresa (si veda il box 2.6). L'evidenza empirica indica inoltre che coloro che detengono il controllo dell'impresa in un dato momento cercano di sfruttare la loro posizione di potere per fare sopportare ad altri alcuni costi o per appropriarsi di alcuni benefici privati. In altre parole, i contratti che legano l'impresa agli stakeholder non sono perfetti e completi, ma lasciano spazio alla contrattazione *ex post*;

L'efficienza dei mercati finanziari

✕ la teoria del mercato dei capitali in forma forte non è supportata dall'evidenza empirica. Alcuni contributi hanno infatti mostrato che i mercati utilizzano prevalentemente informazioni pubbliche, le quali riflettono maggiormente il tentativo di incrementare la performance di breve periodo che quella di lungo periodo. Inoltre i prezzi di mercato rispondono rapidamente a informazioni facili da interpretare, mentre reagiscono lentamente e in modo imperfetto a informazioni più complesse. Infine, i mercati finanziari tendono a reagire in modo eccessivo di fronte a notizie positive o negative che riguardano l'impresa. In sintesi, l'evidenza empirica mostra che il valore di mercato di un'azione tende a essere caratterizzato da ampie oscillazioni che lo portano a deviare, anche notevolmente, dal suo valore reale;

La disciplina del management

✕ l'obiettivo di massimizzare il valore azionario non permette di disciplinare il management in modo efficiente. In assenza di mercati dei capitali perfetti, il valore di mercato delle azioni riflette il valore reale del titolo solo nel medio-lungo periodo, ma nel breve termine può discostarsi anche sensibilmente da esso. Gli eventi degli ultimi anni hanno mostrato che i top manager possono manipolare il prezzo delle azioni rilasciando al mercato informazioni selettivamente selezionate, se non addirittura false. In queste circostanze, l'utilizzo consistente di misure di performance vincolate alla creazione di valore azionario può incentivare comportamenti opportunistici da parte dei vertici aziendali;

4. la proliferazione dei piani di incentivazione azionaria non conduce necessariamente alla massimizzazione del valore economico nel medio-lungo periodo. La creazione di un collegamento tra il valore delle azioni e la retribuzione percepita dai manager si fonda sulla convinzione che le persone siano motivate principalmente da remunerazioni di tipo monetario. Tale convinzione, fortemente radicata negli studi di economia e di finanza, è stata criticata pesantemente dagli studiosi di altre discipline.

Inoltre, le stock option hanno favorito un collegamento tra la retribuzione del manager e il valore del titolo sul mercato, ma hanno anche creato incentivi perversi. Infatti, se il prezzo delle azioni aumenta i manager possono guadagnare una somma ingente, mentre se il valore di mercato scende al di sotto del prezzo di esercizio i manager si sentono demotivati e richiedono la rideterminazione del prezzo di esercizio (*repricing*) per ricreare le condizioni alla base dell'incentivazione.

I piani di stock option possono generare anche alcuni effetti indesiderati: per esempio, possono incoraggiare un'eccessiva assunzione di rischio da parte dei manager. Questo può avvenire sia perché una maggiore volatilità del titolo aumenta il valore delle opzioni, sia perché se il valore di mercato del titolo è inferiore o vicino al prezzo di esercizio i manager tendono ad assumere un orientamento favorevole al rischio. Infine, la presenza di incentivi potenti collegati al valore delle azioni può incoraggiare i manager a comportarsi in modo opportunistico e a manipolare il valore delle azioni, perché le ricompense che derivano da tale comportamento possono raggiungere cifre molto elevate;

5. il contributo delle scalate ostili al processo di creazione di valore azionario è piuttosto incerto. Alcuni studi confermano l'importanza del mercato per il controllo societario nel disciplinare i manager e nel facilitare la creazione di valore per gli azionisti, altri evidenziano invece che la maggior parte del valore viene creato mediante la cessione di business non strettamente correlati o la rinegoziazione dei contratti con alcuni stakeholder. In ogni caso, le scalate ostili sono un fenomeno molto raro perché, per concludere con successo l'operazione, i potenziali acquirenti devono superare diversi ostacoli. Le clausole antiscalata che numerose imprese hanno introdotto nel corso degli ultimi decenni ostacolano notevolmente il funzionamento del mercato per il controllo societario;

6. la normativa statunitense non prevede la supremazia degli azionisti sugli altri stakeholder, ma attribuisce una forte autonomia decisionale agli amministratori. Gli azionisti hanno il diritto di voto su alcuni temi rilevanti, come l'elezione dei consiglieri (che sono tuttavia proposti dagli amministratori in carica) o la messa in liquidazione della società, ma il loro potere formale è piuttosto limitato. La legge attribuisce ai consiglieri dei doveri fiduciari nei confronti degli azionisti, ma nel corso del tempo ha gradualmente ampliato la responsabilità dell'impresa nei confronti dei diversi stakeholder dell'impresa stessa.

I piani  
di incentiva-  
zione  
azionaria

Il mercato  
per il  
controllo  
societario

Il  
diritto  
societario

### 2.3.3 La ricerca di un equilibrio tra l'impresa e gli interessi che convergono in essa

La ricerca di un equilibrio tra l'impresa e stakeholder

La teoria degli stakeholder sostiene che il management deve considerare esplicitamente l'interesse dei numerosi stakeholder che forniscono un contributo all'impresa o che sono influenzati dalle sue decisioni. Così come avviene nella teoria della creazione di valore per gli azionisti, anche in questo caso si riconosce un ruolo centrale ai top manager, poiché essi non solo hanno il diritto-dovere di contrattare, direttamente o indirettamente, con tutti gli altri stakeholder, ma hanno anche il potere di influenzare le decisioni dell'impresa.

I tre livelli di analisi

Secondo questa impostazione teorica, il management deve porsi l'obiettivo di mantenere in equilibrio tutti gli interessi e le aspettative che convergono nell'impresa. Per riuscire a realizzare efficientemente questo compito, il management deve gestire la relazione tra l'impresa e i suoi stakeholder a tre diversi livelli:

X il livello razionale, in cui deve comprendere chi sono i portatori di interessi e quali aspettative hanno nei confronti dell'impresa:

#### Box 2.6: Chi possiede le imprese?

Si è soliti affermare che un'impresa è posseduta dai suoi azionisti, ma non è chiaro che cosa si intenda con tale espressione. Nella letteratura economica e manageriale non esiste una definizione immediata di «proprietà». Gli studiosi preferiscono infatti definire un insieme di diritti riconducibile a tale termine: il diritto di possesso, di utilizzo, di gestione, di remunerazione, di restituzione del capitale, di sicurezza, di trasferimento, e così via.

Se si utilizzano tali diritti per confrontare il significato dell'espressione «possedere un'impresa» e «possedere un ombrello» ci si rende conto di come le due affermazioni assumano un significato molto diverso. Nel caso di un oggetto come un ombrello, siamo in grado di attribuire facilmente un significato proprio a ciascun diritto, possiamo infatti impugnarlo, utilizzarlo, prestarlo, affittarlo, venderlo, donarlo ecc. Se invece replichiamo lo stesso esercizio con riferimento a un'azienda, incontriamo qualche difficoltà e ci rendiamo conto che gli azionisti possiedono solo alcuni dei diritti che sono riconducibili al concetto di proprietà. Essi non hanno alcun diritto di possesso sui beni aziendali, non possono utilizzare i servizi che essi possono produrre, non possono cederli a terzi, e così via. Inoltre, l'utilizzo degli stessi diritti di gestione, di remunerazione e di restituzione del capitale, solitamente considerati di pertinenza degli azionisti, è fortemente limitato nella pratica.

La sintesi di questa analisi è che molte persone o gruppi di persone (i clienti, gli azionisti, i finanziatori, i prestatori di lavoro, gli amministratori ecc.) hanno diritti e responsabilità nei confronti di un'impresa, ma nessuno di questi diritti può essere plausibilmente descritto come un diritto di proprietà. Gli stessi azionisti non possiedono l'impresa, ma le quote di partecipazione al suo capitale di rischio.

Fonte: Kay (1997).

- ✓ il livello di processo, in cui deve analizzare i processi aziendali utilizzati per interagire esplicitamente o implicitamente con i diversi stakeholder e deve valutare la loro coerenza con le attese dei portatori di interessi;
- ✗ il livello transazionale, in cui deve analizzare sia le modalità di interazione che l'impresa adotta con i propri stakeholder, sia la loro coerenza con quanto emerso nelle precedenti fasi di analisi.

La capacità dell'impresa di realizzare in modo efficace e coerente i tre livelli di analisi può essere definita come la capacità di gestire le attese dei portatori di interessi (*stakeholder management capability*). Tale capacità svolge un ruolo rilevante nell'assicurare l'economicità aziendale, perché uno stakeholder non soddisfatto può intraprendere azioni che danneggiano la vita duratura economica dell'impresa.

Al primo livello di analisi, quello razionale, il management deve identificare chi sono gli stakeholder e quali attese hanno nei confronti dell'impresa. Per svolgere questo compito può essere utile costruire una matrice degli stakeholder, la quale consente di individuare con maggiore facilità quali persone e quali istituti possono influenzare l'attività economica dell'impresa o sono da essa influenzati (si veda la Tabella 2.2).

L'identificazione degli stakeholder e delle loro attese

La matrice è formata da due assi:

- ✗ quello delle ascisse classifica gli stakeholder sulla base dell'interesse o delle attese che hanno nei confronti dell'impresa (per esempio, in termini di partecipazione al capitale di rischio, di relazione contrattuale o di semplice interdipendenza);
- ✗ quello delle ordinate li classifica sulla base del tipo di potere o di influenza che possono esercitare sull'istituto (per esempio, in termini di diritto di voto, potere di mercato o potere politico).

Tabella 2.2 La matrice degli stakeholder

Interesse	Potere	Formale o di voto	Economico	Politico
Capitale di rischio		Azionisti Consiglieri Azionisti di minoranza		
Economico			Clienti Concorrenti Fornitori Sindacati dei lavoratori Conferenti di capitale di debito	
Influenza			Amministrazioni pubbliche straniere	Associazioni dei consumatori Pubblica amministrazione Associazioni di categoria Gruppi di interesse

Fonte: Freeman (1984)

3 interessi critic.  
pr. 2 di  
stakeholders:

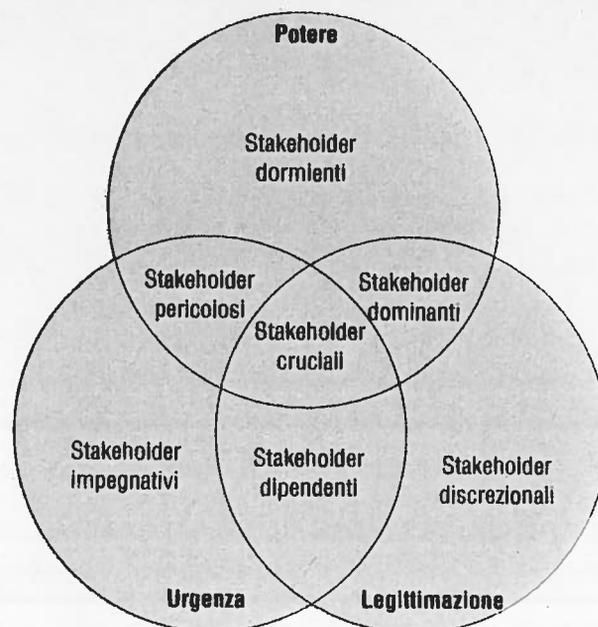
1. POTERE
2. LEGITTIMITA'
3. URGENZA

Dopo avere identificato chi sono gli stakeholder dell'impresa, il management deve comprendere quali sono gli interessi che deve soddisfare se desidera evitare delle conseguenze negative per l'azienda. Gli interessi particolarmente critici sono quelli che assumono tre caratteristiche: potere, legittimità e urgenza: il potere di uno stakeholder assume rilevanza perché gli consente di imporre il proprio volere all'impresa; la legittimità attribuisce forza al suo interesse in quanto i valori e le norme sociali prevalenti nell'ambiente in cui l'impresa opera lo ritengono meritevole di tutela; infine, l'urgenza richiede una risposta immediata da parte del management nel caso in cui non ci sia la possibilità di dilazionare il soddisfacimento dell'interesse ed esso sia molto importante per lo stakeholder.

Incrociando queste tre variabili si ottengono sette classi di stakeholder che presentano un differente livello di criticità per l'impresa (si veda la Figura 2.2). Le classi di stakeholder che possiedono un solo attributo sono definite «latenti», quelle che possiedono due attributi sono giudicate «in attesa» di una risposta e, infine, quelle che possiedono tutti e tre gli attributi rappresentano gli stakeholder «cruciali» dell'impresa.

L'analisi dell'influenza esercitata dai vari stakeholder di un'impresa non è un compito che può essere svolto *una tantum*, ma deve essere ripetuto a distanza di tempo, perché l'intensità degli attributi (potere, legittimità e urgenza) varia nel corso del tempo.

Figura 2.2 Tipologia degli stakeholder sulla base di tre diversi attributi



Al secondo livello, quello di processo, il management deve analizzare le procedure operative che l'impresa utilizza per governare la propria relazione con i diversi tipi di stakeholder. I processi che sono solitamente utilizzati dalle imprese per ricercare una coerenza con l'ambiente esterno possono essere suddivisi in due gruppi:

L'analisi dei processi aziendali utilizzati per interagire con gli stakeholder

a) i processi orientati verso la strategia, che comprendono le matrici di portafoglio e i processi di revisione strategica, permettono alle imprese di decidere in quali business operare;

b) i processi orientati verso gli stakeholder, che comprendono i processi di analisi dell'ambiente esterno, sono volti a ricercare un equilibrio con l'ambiente istituzionale.

Questi processi sono solitamente svolti da alcune specifiche funzioni aziendali, come per esempio, quella di pianificazione strategica o di relazioni pubbliche, e non implicano alcuna relazione con gli stakeholder. Il loro obiettivo, infatti, è quello di raccogliere informazioni utili per formulare e verificare i piani strategici dell'impresa.

Infine, il terzo livello, quello transazionale, è il più importante, perché il management deve analizzare la relazione che l'impresa intrattiene con tutti i suoi stakeholder. In particolare, deve misurare la quantità e la qualità delle risorse che l'impresa utilizza per interagire con ciascun gruppo di stakeholder e deve valutare la frequenza e la qualità della relazione che essa intrattiene con loro. Sotto questo profilo, i processi che l'impresa utilizza per comunicare con i vari portatori di interessi svolgono un ruolo cruciale per la gestione efficace della relazione.

L'interazione tra l'impresa e i propri stakeholder

3-  
LIVELLO

Al termine del processo di analisi, il management dovrebbe avere compreso chi sono gli stakeholder rilevanti per l'impresa, quali procedure operative l'azienda adotta per governare la relazione con i diversi portatori di interesse e, infine, quante risorse l'impresa utilizza e quali risultati ottiene. Terminata la fase di analisi della situazione esistente, i vertici aziendali devono formulare la strategia che intendono intraprendere nei confronti dei vari stakeholder dell'impresa. Le alternative che hanno a disposizione sono numerose e variano lungo un asse che vede, da un lato, la strategia di sacrificare tutti gli interessi che convergono nell'impresa al fine di massimizzare il ritorno economico per gli azionisti e, dall'altro, la strategia di intraprendere solo azioni che sono condivise e supportate da una grande maggioranza, se non dalla totalità, degli stakeholder. Secondo la teoria degli stakeholder, la strategia che consente all'impresa di migliorare la sua performance nel lungo periodo si fonda sull'assunzione di atteggiamenti e di comportamenti ispirati alla fiducia reciproca e alla collaborazione.

Dall'analisi alla formulazione della strategia aziendale

## Riepilogo

- Quali interessi convergono in un'impresa? Le imprese, per la concreta realizzazione dell'attività economica, richiedono il contributo di numerosi stakeholder: i conferen-

ti di capitale di rischio, i conferenti di capitale di prestito, i fornitori di materie prime e di servizi, i prestatori di lavoro, i clienti, lo Stato, la collettività locale ecc. Gli obiettivi e le strategie aziendali sono il risultato di un processo di interazione tra persone e istituti che sono interessati non solo al raggiungimento di una migliore performance complessiva dell'impresa, ma anche a ottenere la maggior porzione possibile del risultato stesso.

- *Perché è importante attribuire i diritti di controllo?* Due considerazioni strettamente collegate tra loro evidenziano la centralità del problema del governo economico e del contemperamento degli interessi nelle aziende di produzione. Innanzitutto, le imprese hanno una natura ambivalente, da un lato producono ricchezza e dall'altro la distribuiscono ai vari soggetti che vi apportano un contributo. In secondo luogo, la performance di un'impresa in un determinato periodo è fortemente condizionata dal sistema di diritti e di obblighi che lega ogni stakeholder a essa, poiché i termini contrattuali stabiliti *ex ante* creano un sistema di incentivi che incide pesantemente sull'efficienza complessiva realizzata *ex post*.
- *Quali sono gli assunti della teoria della creazione di valore per gli azionisti?* Secondo la teoria della creazione di valore economico per gli azionisti, i diritti di governo economico sono attribuiti ai conferenti di capitale di rischio perché essi, a differenza delle altre categorie di stakeholder, sono remunerati in via residuale e sono maggiormente soggetti al rischio di espropriazione da parte del management. Seguendo questa impostazione, i problemi di corporate governance diventano particolarmente gravi quando la struttura azionaria dell'impresa è frazionata tra un elevato numero di investitori che possiedono quote molto piccole del capitale di rischio. In presenza della separazione tra proprietà e controllo, il top management aziendale può perseguire il proprio interesse personale a danno di quello degli azionisti, che in questi modelli viene assimilato alla massimizzazione del valore azionario dell'impresa. Alcuni meccanismi di governo, esterni o interni all'impresa, possono evitare che questo accada. Per quanto concerne i primi, il mercato per il controllo societario e il mercato del lavoro manageriale svolgono un importante ruolo di controllo dell'operato del manager, facilitando la sostituzione dei dirigenti che non perseguono la creazione di valore economico. Relativamente ai meccanismi interni, un consiglio di amministrazione composto in larga maggioranza da consiglieri indipendenti e l'introduzione di piani di incentivazione azionaria per il top management permettono un maggiore controllo dell'operato dei dirigenti e un migliore allineamento del loro interesse a quello degli azionisti.
- *Quali sono gli assunti della teoria della creazione di valore per gli stakeholder?* Secondo la teoria della creazione di valore per gli stakeholder, l'impresa non può limitarsi a soddisfare l'interesse degli azionisti, ma deve contemperare le diverse istanze che provengono da un vasto insieme di stakeholder. L'impresa deve cioè coniugare la creazione di valore economico per gli azionisti con l'assunzione di una maggiore responsabilità sociale nei confronti di tutti i portatori di interessi. Questa affermazione si fonda sia sull'evoluzione del diritto societario, che attribuisce alle imprese maggiori responsabilità nei confronti di un vasto insieme di portatori di interessi, sia sulla convenienza economica di un simile comportamento, che facilita l'instaurazione di

un rapporto cooperativo e positivo con i vari stakeholder dell'azienda. Gli studi che seguono questa seconda impostazione presentano una grande varietà al loro interno in merito alle categorie di stakeholder che devono essere considerate nel processo di governo economico. In particolare, alcuni contributi ritengono che l'impresa debba soddisfare le attese di coloro che vi apportano i fattori produttivi necessari per la realizzazione dell'attività economica, mentre altri allargano la categoria degli stakeholder fino a considerare tutti coloro che esercitano un'influenza sull'attività dell'impresa o sono da essa influenzati. La diversa ampiezza del concetto di stakeholder implicita in questi studi determina anche una diversa motivazione all'assunzione di un comportamento responsabile da parte dell'impresa. Nel primo caso il contemperamento degli interessi si fonda sulla volontà dell'impresa di assicurarsi i fattori produttivi necessari per lo svolgimento dell'attività economica, nel secondo caso, invece, l'impresa soddisfa volontariamente le esigenze di un vasto insieme di stakeholder perché tale obiettivo è considerato importante dal punto di vista morale.