

## PREFAZIONE

Questo volume offre un eccellente contributo all'analisi del ruolo della corporate governance nella conduzione di grandi imprese societarie. Si tratta di un tema molto dibattuto in dottrina e in continua evoluzione nella prassi. Gli autori sono riusciti a fornire un quadro esaustivo attraverso un valido mix di spunti teorici e di concrete esperienze aziendali, specie nei sistemi bancari, da cui emergono chiaramente le ragioni che rendono lo studio di questa materia estremamente rilevante e di grande attualità.

Nell'universo delle banche la corporate governance è, al pari dei risultati economico-finanziari e degli indici patrimoniali, un'area chiave valutata con crescente importanza oltre che dagli investitori anche dalle autorità di supervisione.

L'attenzione di queste ultime è riconducibile all'esigenza di prevenire le crisi e di gestire efficacemente le situazioni di rischio che si dovessero presentare. Disporre di un governo societario capace di decidere rapidamente, e di una struttura organizzativa in grado di agire e rendicontare prontamente i risultati delle azioni intraprese, è diventato un dovere non più rinviabile per le banche.

Peraltro, anche il contesto attuale, caratterizzato da una forte spinta all'innovazione e al cambiamento, aumenta l'importanza di questo aspetto della realtà societaria. Non è un caso, quindi, che gli investitori, nel valutare una società, si concentrino sempre più sui profili di governance, cercando di misurarne il livello di trasparenza, semplicità, professionalità, eticità e capacità di interagire con i diversi stakeholders. Da questo giudizio dipende in misura sempre maggiore la buona riuscita di operazioni di rafforzamento patrimoniale e l'accesso ad un'ampia platea di investitori.

Queste spinte hanno generato negli anni la proliferazione di linee guida in materia che hanno spronato numerose società ad agire sui propri sistemi di governance per migliorarne l'efficacia e l'efficienza in quanto in grado di incidere sul valore dell'azienda.

Spinte che hanno solide radici. Molte grandi imprese, infatti, sono oggi

public company senza la possibilità di far leva sulla guida di un azionista di riferimento. Si impone, pertanto, la necessità di assicurare adeguati meccanismi di rappresentazione, stabilità dell'assetto societario oltre a efficienti sistemi decisionali e di controllo.

La governance societaria è alla base della reputazione e della fiducia di un'impresa. Diventa, quindi, ancor più importante per le banche per le quali è fondamentale guadagnare un alto grado di fiducia da mercati, clienti e autorità di regolamentazione. Come hanno ampiamente dimostrato i noti eventi del recente passato, cattivi meccanismi di governo hanno minato questa fiducia con pesanti conseguenze per molte banche.

Una governance societaria forte e ben strutturata è parte integrante del brand di un'azienda e offre numerosi vantaggi di cui ne richiamo tre. In primo luogo, permette di avere un focus strategico più preciso e meglio comunicato. In secondo luogo, assicura che la performance manageriale sia più efficacemente supervisionata e incentivata. Infine, riduce il profilo di rischio aumentando la propensione degli investitori a indirizzare risorse nel suo sviluppo.

Questo è il motivo per cui UniCredit ed il suo Consiglio di amministrazione pongono la governance societaria al vertice delle priorità con l'obiettivo di renderla una delle best practice in Europa e nel mondo. I numerosi cambiamenti che abbiamo recentemente apportato rispondono a questo obiettivo.

Lo step finale per rendere il governo societario di una banca pienamente efficace è lavorare sulla cultura aziendale. Perché è solo attraverso una cultura imperniata sulla trasparenza e fondata su solidi valori che i meccanismi di un governo societario, ancorché correttamente designati, possono funzionare adeguatamente.

Fabrizio Saccomanni  
*Presidente UniCredit S.p.A.*

## INTRODUZIONE

Il presente lavoro trae origine e spunto dalle due precedenti pubblicazioni degli autori in tema di governo delle imprese quotate, nonché dalle specifiche esperienze professionali dagli stessi maturate nel settore bancario e finanziario nel corso degli ultimi anni, proponendosi di analizzare il ruolo sempre più pregnante che la corporate governance assume nell'impresa bancaria ed i suoi riflessi sulle modalità di funzionamento della struttura.

Inoltre, per rendere l'opera più aderente alla realtà operativa, sono stati inseriti alcuni contributi specifici, redatti da rappresentanti del mondo bancario e aziendale.

Il tema in oggetto è ormai al centro dell'interesse della comunità accademica, professionale e regolamentare a motivo, non solo del rapporto esistente tra le regole che disciplinano ed orientano le condotte delle banche ed i processi di creazione di valore, ma soprattutto del carattere di attualità e di interesse che esso riveste alla luce delle recenti crisi che hanno investito numerosi istituti di credito sia in Italia sia all'estero. Eventi, questi ultimi, che hanno stimolato l'emanazione di una serie di norme, regolamenti comunitari, raccomandazioni e *guideline* volte a favorire l'efficacia e la trasparenza dell'azione di governo del sistema banca e, soprattutto, a preservare la stabilità del sistema bancario e finanziario nel suo complesso.

In tale contesto la corporate governance assume un ruolo preminente, in ragione del fatto che l'attività istituzionale degli istituti bancari notoriamente coinvolge interessi privati e pubblici. È pertanto essenziale che il governo della banca non solo sia trasparente ed improntato a criteri di professionalità ed eticità ma, soprattutto, in grado di individuare, gestire e monitorare le diverse tipologie di rischio a cui essa è esposta.

Ciò posto, la corporate governance si qualifica come l'insieme dei processi attinenti agli assetti proprietari, alla configurazione dell'organo di governo e dei sistemi di controllo, nonché alle impostazioni relazionali con i diversi e molteplici interlocutori che caratterizzano le banche e che presiedono ad un'efficace azione di gestione orientata alla creazione di valore. Per

tale ragione, il tema in parola coinvolge aspetti di governo strategico e operativo tipicamente oggetto di studio di diverse discipline quali il diritto societario, l'economia aziendale, l'economia degli intermediari finanziari, l'economia e gestione delle imprese, la finanza e l'organizzazione aziendale.

Partendo infatti, dal considerare la banca quale istituzione economica socialmente rilevante la cui capacità di sopravvivenza è legata, da un lato all'azione di governo e, dall'altro, alle pressioni ed alle attese che provengono dai molteplici interlocutori, il libro si propone di fornire al lettore universitario ed al professionista alcuni spunti di riflessione ed un inquadramento metodologico che consentono di qualificare la corporate governance ed inquadrare i molteplici aspetti e riflessi (economici, gestionali, giuridici e regolamentari) in termini di capacità di creazione di valore condiviso. L'attività bancaria – come d'altronde quella di qualsiasi impresa – si svolge infatti, con il contributo diretto ed indiretto di molteplici soggetti che cooperano ed apportano un proprio contributo, a fronte del quale esercitano pressioni e attese, spesso anche diverse e confliggenti, in relazione alla più o meno intensa criticità delle risorse apportate.

Se tutto ciò avvenisse in modo trasparente, fluido e leale in un sistema economico composto da soggetti che condividono gli stessi valori, gli stessi fini e gli stessi modelli di razionalità, la progettazione degli assetti istituzionali sarebbe una questione piuttosto semplice: gli assetti proprietari e di governo sarebbero quasi equivalenti.

Tuttavia la realtà è ben diversa, per cui una progettazione accorta di tali assetti diviene uno dei momenti essenziali per il buon funzionamento della banca e del sistema economico e finanziario nel suo complesso<sup>1</sup>.

Il libro è suddiviso in cinque capitoli, di cui il primo ha l'obiettivo di introdurre il tema della corporate governance nel suo complesso e di presentare le principali teorie a supporto.

Il secondo capitolo è dedicato agli assetti proprietari, individuando il ruolo e le diverse configurazioni della proprietà della banca.

Il terzo capitolo si pone l'obiettivo di qualificare il soggetto o i soggetti deputati al governo della banca, la composizione del consiglio di amministrazione, la *suitability* di coloro che sono chiamati a ricoprire il ruolo di consiglieri e, infine, i meccanismi che consentono la coesione tra controllo e rischio al fine di circoscrivere il potere del management.

Il quarto capitolo affronta le tematiche dei sistemi di controllo nell'ambito del processo di governance, analizzando i diversi soggetti che a vario

---

<sup>1</sup> Cfr. Airoldi G. (2006), "Prefazione" a Zattoni A., *Assetti proprietari e corporate governance*, Egea, Milano.

titolo vengono coinvolti, i rispettivi ruoli ed ambiti di responsabilità ai quali sono chiamati ad assolvere ed a rispondere, nonché il processo di identificazione, valutazione e gestione del rischio aziendale nelle sue diverse e molteplici declinazioni.

Infine, il quinto capitolo è dedicato ai rapporti con gli stakeholder ed alla comunicazione, intesa quale attività volta a instaurare e migliorare le relazioni con il contesto di riferimento da cui dipende ed in funzione del quale è in grado di perseguire obiettivi di una creazione di valore che supera la visione del solo *shareholder value*, per ricomprendere anche la dimensione sociale ed ambientale: l'istituzione bancaria da protagonista economico si trasforma infatti, in un soggetto a cui sono sempre più attribuite responsabilità non solo economiche, ma anche sociali e ambientali.

Il nostro ringraziamento va in particolare a Carlo Appetiti, Patrizia Balit, Riccardo Brogi, Aurelio Maccario, Guido Moscon e Antonio Russo di UniCredit S.p.A., nonché a Fabio Accardi per i loro importanti contributi al presente lavoro. Non possiamo inoltre, non ringraziare tutto il top management di UniCredit S.p.A. il quale si è sempre reso disponibile a fornire il supporto, i chiarimenti ed i suggerimenti che si sono via via resi necessari nel corso della stesura del testo.



## Capitolo Primo

# LA CORPORATE GOVERNANCE

**Sommario:** 1.1. Premessa. – 1.2. Le teorie d'impresa all'origine del dibattito sulla governance. – 1.2.1. Le teorie manageriali. – 1.2.2. La teoria comportamentista. – 1.2.3. La teoria del governo dei costi di transazione. – 1.2.4. La teoria dell'agenzia. – 1.2.5. La teoria della *stewardship*. – 1.3. L'evoluzione delle teorie d'impresa: verso la governance dei sistemi. – 1.3.1. L'impresa in ottica sistemica. – 1.4. La grande impresa e la corporate governance. – 1.4.1. La corporate governance: definizioni. – 1.4.2. Le prospettive di analisi e gli approcci allo studio della corporate governance. – 1.5. I sistemi giuridici: *common law* e *civil law*. – 1.6. Il sistema di corporate governance italiano. – 1.7. La corporate governance nelle istituzioni bancarie (cenni).

### 1.1. Premessa

La corporate governance è al centro dell'interesse della comunità scientifica, professionale e delle varie legislazioni nazionali ed internazionali. La motivazione alla base di tale attenzione è da ricercare nel rapporto esistente tra le regole che disciplinano ed orientano la condotta delle imprese e i processi di creazione di valore.

Il dibattito sulla corporate governance non è però recente. Già verso la fine dell'ottocento studiosi appartenenti a discipline diverse si sono infatti, interessati alle tematiche relative al rapporto tra regole, assetti istituzionali e governo dell'impresa.

Diverse sono le circostanze che nel corso degli anni hanno dato origine al dibattito; ciascuna in funzione delle singole problematiche che le imprese, la comunità finanziaria e i diversi portatori di interessi hanno dovuto affrontare.

Tra i principali fattori che hanno determinato la nascita dell'attenzione nei confronti del tema, occorre menzionare:

- la polverizzazione della proprietà con l'affermarsi della grande impresa e, in particolare, della società per azioni;
- la separazione tra proprietà e controllo, con la conseguente nascita dei problemi dovuti alla divergenza di interessi tra i diversi soggetti coinvolti nel governo dell'impresa ed i detentori di interessi specifici;
- i processi di privatizzazione e di liberalizzazione di molti settori economici, che hanno accresciuto l'interesse dei piccoli risparmiatori verso i mercati di borsa e, di conseguenza, il bisogno di un governo delle imprese focalizzato sull'interesse diffuso;
- la globalizzazione dei mercati finanziari che ha determinato una maggiore fluidità e libertà di movimento dei capitali;
- la presenza nel capitale sociale degli investitori istituzionali, che ha spinto verso l'adozione di modelli di governance trasparenti;
- l'aumento dei dissesti finanziari e degli scandali societari, che hanno condotto la pubblica opinione a focalizzare l'attenzione sui problemi di governo dell'impresa;
- il fallimento di aziende "storiche", che ha minato profondamente la fiducia degli investitori.

Questi sono solo alcuni esempi dei fattori che hanno animato e continuano ad animare il dibattito sugli assetti istituzionali d'impresa; tema molto articolato che include, tra gli altri, anche quello degli assetti proprietari, del governo e del controllo dell'impresa.

Al riguardo, si ritiene che lo studio degli assetti istituzionali possa costituire un utile punto di partenza ai fini di una corretta analisi e contestualizzazione della corporate governance; intendendosi per assetto istituzionale di un'impresa la configurazione della proprietà, delle strutture e degli assetti di governo, altrimenti classificabili come *soggetti, contributi, ricompense e strumenti*.

Il termine *soggetti* fa riferimento alle persone e ai gruppi di persone che partecipano alla vita dell'impresa, sia sotto il profilo finanziario (conferenti capitale) che operativo (prestatori di lavoro, ecc.)<sup>1</sup>. In particolare l'*assetto proprietario* ha per oggetto la configurazione di quella categoria di *soggetti* che apporta il capitale di rischio.

I *contributi* sono da intendersi come l'insieme di risorse che vengono apportate all'impresa sotto forma di capitale, di competenze tecniche e manageriali, ecc.

---

<sup>1</sup> Cfr. Airoidi G., Forestieri G. (2000), *Corporate governance: analisi e prospettive del caso italiano*, Etas Libri, Milano.

Le *ricompense* fanno riferimento alla remunerazione che i soggetti ricevono in relazione alla loro partecipazione all'impresa, sotto forma di dividendi, di retribuzioni e, più in generale, di soddisfazione delle attese e delle aspettative che proiettano sull'impresa stessa.

Gli *strumenti* istituzionali sono infine, rappresentati dalle strutture e dai meccanismi che pongono in relazione i soggetti, i contributi e le ricompense; ne sono esempi le assemblee, il consiglio di amministrazione, le relazioni sindacali, ecc.

Nello specifico, con il termine "corporate governance" ci si riferisce a quella parte di strumenti istituzionali, attinente alla configurazione ed alle modalità di funzionamento degli organi di governo e di controllo delle imprese (assemblea dei soci, consiglio di amministrazione, collegio sindacale, ecc.). È tuttavia da evidenziare che il tema in esame ha attirato l'attenzione di diversi studiosi che, nel corso degli anni, ha dato vita a numerose scuole di pensiero e teorie che hanno contribuito alla formazione dello specifico filone di studi denominato, appunto, della corporate governance.

Un'analisi volta alla comprensione della corporate governance nella sua attuale accezione, non può quindi prescindere dall'analisi delle teorie ad origine del dibattito, nonché da un approfondimento dei filoni di studio espressi dagli studiosi dell'economia e della legislazione d'impresa.

## **1.2. Le teorie d'impresa all'origine del dibattito sulla governance**

Il tema della corporate governance è di grande importanza e, come detto, trova le sue origini già nell'ottocento. Il percorso storico delle diverse teorie d'impresa susseguitesi nel corso degli anni, consente di riprendere i vari approcci (economico generale, aziendale, giuridico) che hanno determinato il crescente interesse verso lo studio del governo delle imprese.

Se si osserva infatti, con una prospettiva storica il tema in esame, già nelle opere dei primi economisti classici, da Adam Smith a Marshall, non sono rari gli interventi in cui si possono rinvenire i primi segni della nascita della disciplina. All'inizio del XIX Secolo gli imprenditori operavano senza possibilità di avvalersi della forma giuridica della responsabilità limitata; il ruolo di proprietario e amministratore dell'impresa coincidevano con la figura dell'imprenditore, limitando in tal modo l'interesse degli investitori e di soggetti terzi alla partecipazione al capitale di rischio. Anche le responsabilità di risultati economici negativi ricadevano per intero sul titolare dell'attività economica.

Questo modello d'impresa, alla base della teoria economica classica, era

caratterizzato dall'esistenza di una situazione di concorrenza perfetta, dalla effettiva contendibilità dei fattori produttivi e dei beni economici nei mercati, nonché dalla presenza e disponibilità per i vari agenti economici dell'informazione perfetta.

È in questo contesto che si è generato il dibattito che ha dato vita alla cosiddetta teoria neoclassica, secondo la quale obiettivo dell'impresa consiste nella massimizzazione del profitto, quale compenso del lavoro imprenditoriale (premio per il rischio). Benché si ravvisi la distinzione tra proprietà e management in termini d'orizzonte temporale per la massimizzazione del profitto (*time preferences*), non emerge ancora la problematica derivante dalla separazione tra proprietà e controllo e della presenza nel mercato di asimmetrie informative.

Verso la metà del diciannovesimo secolo il quadro economico e giuridico subisce cambiamenti radicali e di fondamentale importanza nella storia economica: l'introduzione della forma giuridica della società di capitali che, come noto, limita la responsabilità degli azionisti all'entità del capitale proprio e, soprattutto, consente un'apertura del capitale anche a soci esterni, senza che ciò comporti necessariamente la perdita del controllo societario.

È in questo ambito che vengono mosse le prime critiche alla letteratura la quale, da un lato presupponeva l'equilibrio dei mercati e trascurava le esigenze e gli obiettivi di lungo periodo; dall'altro, non considerava la presenza di altri stakeholder oltre alla proprietà e, soprattutto, gli aspetti conflittuali tra proprietà e controllo.

Il superamento di tale dottrina avviene solo all'inizio del XX secolo, quando alcune società di matrice anglosassone (segnatamente britanniche e statunitensi) decisero di quotare le proprie azioni sul mercato dei capitali.

In tale contesto si affermano la grande impresa e la polverizzazione della proprietà, con il conseguente stravolgimento del capitalismo tradizionale e del modo di pensare l'impresa stessa. Con l'affermarsi della grande impresa si passa da un modello aziendale in cui vi era coincidenza tra la proprietà e il controllo nella figura di un unico "imprenditore-proprietario", ad un nuovo soggetto caratterizzato dalla separazione tra la proprietà ed un governo demandato a soggetti diversi, dotati di specifiche professionalità e competenza di gestione<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> «L'azienda si presenta insomma come un organismo autonomo e distinto dalle persone che ne hanno giuridicamente il comando, gestita dai suoi dirigenti continua a vivere e si proietta al di là della vita e delle vicende dei singoli proprietari». Cfr. Zanda G. (1974), *La grande impresa: caratteristiche strutturali e di comportamento*, Giuffrè, Milano. Si veda anche Ruffolo G. (1971), *La grande impresa nella società moderna*, Einaudi, Torino.

La tematica relativa alla separazione tra proprietà e controllo dà ampio impulso al dibattito sulla corporate governance.

Negli anni trenta un gruppo di ricercatori della Columbia University avviò un programma di ricerca volto ad analizzare il *fenomeno sociale* della società per azioni americana. I risultati della ricerca furono inseriti in un'opera che suscitò grande interesse nella comunità scientifica internazionale, intitolata *The modern corporation and private property* e pubblicata nel 1932 da A. Berle e G. Means<sup>3</sup>.

Tali studiosi si collocano all'interno di quel filone del pensiero socio-economico, giuridico e politico statunitense noto come "istituzionalismo", secondo il quale la società si evolve in relazione allo sviluppo delle sue istituzioni (mercati, imprese, leggi ecc.).

Berle e Means furono tra i primi studiosi ad interessarsi a questo fenomeno di rinnovamento nella modalità di governo che veniva in luce nelle imprese moderne, ponendo particolare attenzione ad una proprietà che, soprattutto con l'affermarsi della cosiddetta *public company*, viene ad assumere il ruolo di mero portatore di capitale, mentre quello "imprenditoriale" e il potere di controllo dell'impresa si concentrano in capo al management.

Emergono, così, nuovi soggetti attivamente coinvolti nella gestione ed un vero e proprio mutamento nella natura della proprietà: «dalle società direttamente dominate dai proprietari, che detenevano un potere attivo sul capitale tecnico e finanziario da essi conferito, si passa alle grandi imprese in cui la proprietà tende ad essere circoscritta ad un titolo (l'azione), che genera delle attese nei confronti della direzione aziendale. Quest'ultima è affidata in misura crescente a gruppi di dirigenti professionisti, legati all'impresa esclusivamente da un rapporto d'impiego»<sup>4</sup>.

Tra i vari studi susseguitesì, R. Coase<sup>5</sup> avvia il dibattito sulla definizione della natura d'impresa, sulle ragioni per cui nasce e si sviluppa, cui seguono una vasta letteratura e la nascita di nuovi approcci quali, *in primis*, quello sui confini efficienti dell'impresa sviluppato da Williamson<sup>6</sup>; ancora, Hall e

---

<sup>3</sup> Cfr. Berle A., Means G. (1966), *Società per azioni e proprietà privata*, Einaudi, Torino.

<sup>4</sup> Cfr. Zanigni M. (2004), *Aspetti di governance ed implicazioni sul sistema di controllo interno*, Cedam, Padova, pag. 4.

<sup>5</sup> Coase R.H. (1937), "The nature of the firm", *Economica*, n. 4. L'autore osserva che milioni di piccoli azionisti (diverranno decine di milioni dopo la II guerra mondiale) possedevano grandi imprese gestite da gerarchie manageriali. La teoria neoclassica tradizionale si mostrava inadatta a spiegare il funzionamento di queste entità complesse. L'analisi di Coase muove dal tentativo di fornire un'analisi realistica dell'impresa.

<sup>6</sup> Secondo tale teoria per svolgere un'attività economica è necessario articolare un siste-

Hitch dimostrano empiricamente come nella vita reale le scelte delle imprese non siano sempre orientate alla massimizzazione del profitto<sup>7</sup>.

La crescente rilevanza della problematica della separazione tra proprietà e controllo, alimenta sempre più il dibattito del mondo economico fin quando, intorno ai primi anni '60, si giunse all'elaborazione della "teoria della grande impresa" con la quale, per la prima volta, ci si sofferma sul fenomeno della discrezionalità del manager nell'allocazione delle risorse e si riconosce l'esistenza di un contrasto tra gli obiettivi dell'impresa (la massimizzazione del valore per l'azionista) e quelli del management (la massimizzazione della propria funzione di utilità).

Ciò posto, di seguito verranno approfonditi i principali modelli di comportamento imprenditoriale alla luce di diverse nuove teorie, fra le quali:

– quelle *manageriali*, incentrate sul ruolo dominante del management: da un lato mantengono l'ipotesi di comportamenti massimizzanti del manager, poiché dalla crescita dell'impresa deriva anche la massimizzazione della loro funzione d'utilità<sup>8</sup> (compenso, potere, prestigio, status); dall'altro riducono il profitto a puro vincolo o obiettivo cognitivo alle funzioni obiettivo del management;

– la *teoria comportamentista*, con la quale si introducono nuove categorie di portatori di interesse nell'impresa, c.d. stakeholder (dipendenti, fornitori, finanziatori, clienti, comunità, ecc.), da cui deriva un incremento della complessità aziendale e una conseguente difficoltà nella definizione degli obiettivi d'impresa;

– la *teoria del governo dei costi di transazione*, secondo la quale per svolgere le attività economiche a carattere non strettamente artigianale è necessario articolare un sistema di relazioni ampio e intenso. In funzione dell'intensità e dell'ampiezza di tali relazioni un'impresa può acquisire vantaggi nell'internalizzare (gerarchia) alcune transazioni che, al contrario, sarebbe necessario acquisire dal mercato: occorre pertanto scegliere le forme di governo più appropriate alla minimizzazione dei costi in esse impliciti;

---

ma di relazioni ampio e intenso. In funzione dell'intensità e dell'ampiezza di tali relazioni l'impresa può acquisire vantaggi nell'internalizzare alcune transazioni (gerarchia) che, diversamente, sarebbe più oneroso acquistare dal mercato. Per approfondimenti: Williamson O.E. (1985), *The Economic Institutions of Capitalism*, the Free Press, Collier McMillan Publishers, London.

<sup>7</sup> Hall R.L., Hitch C.J. (1939), "Price theory and business behavior", *Oxford Economic Paper*, 1939.

<sup>8</sup> Cfr. D. Montemerlo (2000), *Il governo delle imprese familiari. Modelli e strumenti per gestire i rapporti tra proprietà e impresa*, Egea, Milano.

– la *teoria dell'agenzia*, in cui l'ipotesi di base consiste nell'individuare la presenza di due soggetti: il “principale” e l’“agente”, che cercano di massimizzare le rispettive utilità; esiste inoltre un'asimmetria informativa a favore dell'agente, per cui la sua remunerazione non è equilibrata o legata ai risultati ottenuti;

– la *teoria della stewardship*, secondo la quale il problema dell'opportunismo manageriale non costituisce una minaccia per la vita e la continuità dell'impresa poiché gli interessi dei manager e dei loro datori di lavoro non sono necessariamente contrapposti.

Il comune denominatore di tali teorie, oltre alle problematiche derivanti dalla separazione tra proprietà e controllo, è individuabile nella chiave di lettura della realtà. Esse possono infatti, essere definite “gerarchiche”, in quanto interpretano e rappresentano i rapporti tra i vari attori come catene di controllo, al cui vertice si trovano i soggetti primari, il più delle volte coincidenti con la proprietà, di qualunque tipo essa sia, che devono controllare l'operato di chi si trova al livello inferiore della catena; l'obiettivo e il fine ultimo consiste nel limitare le problematiche derivanti dall'opposizione dei vari egati interessi dei soggetti coinvolti nell'impresa.

### 1.2.1. *Le teorie manageriali*

Una prima teoria manageriale, rinvenibile negli scritti di Baumol<sup>9</sup>, si basa sull'ipotesi secondo la quale il management sostituisce all'obiettivo del profitto quello della massimizzazione dei ricavi di vendita. La preferenza del management per tale obiettivo è spiegabile soprattutto in considerazione del fatto che:

- le retribuzioni dei manager (ed il loro prestigio) sono legate più alle dimensioni aziendali che ai profitti;
- l'espansione dimensionale agevola la gestione della progressione delle carriere del personale, garantisce un'elevata forza contrattuale ed una maggiore capacità competitiva;
- la forzatura dei profitti nel breve periodo si traduce in tensioni nel lungo termine.

Tuttavia, in una rielaborazione successiva, lo stesso Baumol affermò che il profitto non dovesse ritenersi un vincolo; anzi, questo rappresenterebbe

---

<sup>9</sup> Baumol E.J. (1974), *Strategia dell'impresa e sviluppo economico*, Etas Libri, Milano.

uno strumento attraverso il quale indurre gli azionisti ad apportare capitale, grazie all'espedito della distribuzione di dividendi per garantire il reperimento delle fonti di finanziamento necessarie al futuro sviluppo delle vendite aziendali, che resta comunque l'obiettivo centrale.

Una seconda teoria fu elaborata da Williamson nel 1964<sup>10</sup>, il quale individuò nella discrezionalità del comportamento del manager la causa della soddisfazione della sua utilità anziché quella dei conferenti di capitale. Tale discrezionalità si caratterizzerebbe per la libertà di destinazione del flusso di reddito prodotto dall'impresa, il quale sarebbe utilizzato per incrementare il livello di spese destinato al miglioramento della loro funzione di utilità che include, oltre alla remunerazione del lavoro, variabili quali la sicurezza, il prestigio, il potere e l'eccellenza professionale.

Williamson individuò la presenza di una *expense preference*, ossia di una "preferenza di spesa", riferendosi ai costi sostenuti per accrescere lo staff dei dirigenti ed alle risorse destinate all'effettuazione di investimenti "discrezionali", ossia dipendenti esclusivamente dalla volontà dell'alta direzione, con valore superiore rispetto a quello legato alla redditività in senso stretto.

Questi comportamenti sarebbero alla base di ciò che viene definita la *residual loss*, ossia la perdita residuale legata al minor valore che le azioni dell'impresa assumono a fronte dell'impossibilità degli azionisti di porre in essere un'efficace politica di controllo sull'operato del management.

Infine, un terzo filone di studi è riconducibile a Marris<sup>11</sup> che, nella sua "teoria del capitalismo manageriale", offrì una sistematizzazione formale della tematica relativa al bilanciamento tra la funzione d'utilità del management e quella dell'azionista-finanziatore, ritenuto possibile attraverso la massimizzazione di un "*tasso bilanciato di crescita*" della domanda di prodotti offerti dall'impresa e dell'offerta di capitali destinati a finanziare tale sviluppo.

L'elemento innovativo del contributo di Marris è ascrivibile alla considerazione dell'effetto delle politiche finanziarie sul processo decisionale d'impresa. Qualsiasi decisione manageriale è vincolata all'esigenza di adottare una cauta politica finanziaria che consenta il soddisfacimento degli interessi di tutti i soggetti coinvolti all'interno dell'impresa (manager e azionisti), ed è ancorata a tre indicatori: l'indebitamento dell'impresa, la liquidità e il tasso di ritenzione degli utili.

---

<sup>10</sup> Cfr. Williamson O.E. (1964), *The economics of discretionary behaviour: managerial objectives in a theory of the firm*, Prentice Hall, Upper Saddle River, New Jersey.

<sup>11</sup> R. Marris (1972), *La teoria economica del capitalismo manageriale*, Einaudi, Torino.

L'adozione di tale politica "cauta" andrebbe imputata al fatto che gli azionisti preferiscono ottenere remunerazioni immediate dagli investimenti effettuati piuttosto che procedere al sostenimento di costi per il controllo dell'operato del management, in caso di performance insoddisfacente. Un comportamento meno cauto da parte del manager potrebbe diversamente dar luogo a fenomeni di scalate ostili, che andrebbero a minare la sua posizione.

### 1.2.2. *La teoria comportamentista*

Le teorie appartenenti a questo filone di studi sviluppatosi a partire dagli anni '60, sono riconducibili agli studi condotti da Simon<sup>12</sup>, Cyert e March<sup>13</sup>.

Tali teorie derivano dalla volontà di avvicinare teoria economica e realtà sociale, abbandonando l'ipotesi di razionalità degli agenti economici e di perfetta informazione in capo a tutti i soggetti coinvolti (tra i quali i fornitori, i clienti, le banche, i lavoratori). Cambia la visione d'impresa, la quale viene vista come una coalizione di individui e gruppi con aspirazioni ed esigenze diverse e con limitate capacità di fronteggiare simultaneamente tutti i problemi della organizzazione con cui hanno relazioni e che con essa negoziano gli obiettivi da raggiungere.

Nella teoria comportamentista il soggetto economico può contare solo su di una "razionalità limitata" e non assoluta, che impedisce la piena comprensione della complessità del sistema e ne condiziona quindi le scelte.

Questa visione della realtà comporta un incremento della complessità aziendale, con una conseguente impossibilità di definizione degli obiettivi specifici d'impresa i quali, invece, si trasformano in obiettivi relativi, derivanti da compromessi tra i singoli obiettivi dei diversi gruppi (le decisioni d'impresa si attuano attraverso la contrattazione e la conciliazione fra i membri che la compongono).

### 1.2.3. *La teoria del governo dei costi di transazione*

La teoria del governo dei costi di transazione viene inizialmente elaborata

---

<sup>12</sup> Simon H.A. (1985), "A behaviour model of rational choice", *The Quarterly Journal of Economics*.

<sup>13</sup> Cybert R.M., March J.G. (1963), *A Behavioural theory of the firm*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs.

da Commons<sup>14</sup> e Coase nei loro studi sulla natura e sulla ragione della nascita dell'impresa<sup>15</sup>; poi sistematizzati da Williamson<sup>16</sup>.

Tale teoria ha per oggetto le forme di governo, viste come complesso di transazioni.

Secondo Commons la transazione rappresenta infatti, l'unità elementare attraverso la quale gli individui svolgono l'attività economica.

Williamson la definisce successivamente come il «trasferimento di un bene o un servizio attraverso un'interfaccia tecnologicamente separata» che comporta uno scambio di valori tra le parti<sup>17</sup>.

Da questa definizione deriva una prima risposta alla ragione della nascita delle imprese le quali, grazie alla struttura ed all'organizzazione interna, riescono a coordinare meglio un certo numero di transazioni che, se coordinate solo dal mercato, comporterebbero il sostenimento di un costo più elevato dovuto a numerosi fattori tra i quali, principalmente, la carenza di informazioni.

I costi di transazione sono quindi dovuti a tale asimmetria informativa, atteso che i vari soggetti non hanno una conoscenza perfetta e totale di tutte le circostanze rilevanti per la predisposizione e la realizzazione di una transazione.

<sup>14</sup> Commons J.R. (1934), *Institutional Economics*, University of Wisconsin Press, Chicago, WI.

<sup>15</sup> «Nostro compito è scoprire perché nasce l'impresa in un'economia di scambi specializzata (...) La principale spiegazione del perché è vantaggioso creare un'impresa sembra essere il fatto che l'utilizzo del meccanismo dei prezzi di mercato comporta un costo. Il costo più evidente dell'organizzare la produzione tramite il meccanismo dei prezzi è quello di scoprire quali sono i prezzi che interessano (...) Il funzionamento del mercato comporta un certo costo e, formando un'organizzazione e permettendo a un'autorità (un imprenditore) di dirigere le risorse, possono essere risparmiati taluni costi di contrattazione (...) Un'impresa consiste dunque in un sistema di rapporti che vengono in essere quando la direzione dell'uso delle risorse dipende da un imprenditore (...) L'approccio finora sviluppato sembra offrire un vantaggio consistente nel fatto che è possibile attribuire un significato scientifico a ciò che si intende quando si afferma che un'impresa cresce o si riduce di dimensioni. Un'impresa si espande quando altre nuove transazioni (che possono essere scambi di mercato coordinati tramite il meccanismo dei prezzi) vengono organizzate dall'imprenditore e diventa più piccola quando questo ultimo abbandona l'organizzazione di queste transazioni (...) Un'impresa tenderà ad espandersi fino a che i costi di organizzare una transazione in più all'interno dell'impresa diventano uguali ai costi di effettuare la stessa transazione mediante uno scambio di mercato, o ai costi di organizzare un'impresa diversa (...)». Coase R.H. (1937), *op. cit.*, pag. 368 e segg.

<sup>16</sup> Williamson O.E. (1985), *The Economic Institutions of Capitalism*, cit.

<sup>17</sup> Cfr. Williamson O.E. (1975), *Markets and Hierarchies. Analysis and antitrust implications*, The Free Press, Collier Macmillan Publishers, London.

Si distinguono così due modalità alternative di governo delle transazioni: il mercato e l'organizzazione interna o gerarchia (nonché forme intermedie, quali ad esempio le alleanze, joint venture, ecc.).

Nel mercato, è sufficiente il ricorso ai prezzi e alle quantità per disporre di tutte le informazioni affinché le parti possano scambiare beni e servizi.

Nella gerarchia invece, le transazioni sono gestite dalle norme e dalle regole di funzionamento del sistema organizzativo, nonché dalla linea di comando dell'organizzazione, per gli aspetti di controllo e coordinamento.

Mercato e gerarchia divengono gli estremi di un *continuum* di forme di governo delle transazioni. L'economia dei costi di transazione si pone, così, l'obiettivo di ricercare la modalità di governo migliore che permetta la minimizzazione dei costi di transazione.

La variabile chiave per decidere la forma di governo della transazione è il livello di specificità degli investimenti: in assenza di investimenti specifici le imprese possono fare affidamento sugli scambi di mercato; in presenza di un livello intermedio di specificità degli investimenti è preferibile adottare forme di governo ibride (quali ad esempio joint venture o contratti di lungo termine); in presenza di investimenti altamente specifici è consigliabile adottare la gerarchia, ovvero procedere all'integrazione verticale.

Anche le differenze strutturali e le cause che hanno portato alcune imprese verso una progressiva espansione dimensionale, vengono spiegate con la convenienza della scelta gerarchica quale soluzione per la minimizzazione dei costi di transazione: le imprese di maggiori dimensioni sono quelle che hanno internalizzato una parte di transazioni che prima erano coordinate dal mercato<sup>18</sup>.

L'approccio teorico richiamato ha forti implicazioni con l'economia d'impresa, recuperando le ipotesi sulla sua natura (vista appunto come insieme di relazioni contrattuali) e sugli assetti di governo, per quel che attiene i meccanismi di formazione delle decisioni (quali i principi di delega e di responsabilizzazione).

---

<sup>18</sup> I parametri principali per valutare se internalizzare una transazione, o meno, sono:

- la frequenza di svolgimento;
- l'intensità del contenuto (valore/volume);
- la specificità del contenuto rispetto ai processi aziendali.

Da tale specificità deriva la cosiddetta idiosincrasia, in altre parole l'intolleranza degli investimenti rispetto ad altri utilizzi, o irreversibilità dell'investimento (*sunk cost*) in risorse sviluppate internamente.

#### 1.2.4. La teoria dell'agenzia

La teoria dell'agenzia è riconducibile agli studi condotti da Jensen e Meckling negli anni '70, i quali intesero l'azienda e le altre organizzazioni come «a nexus of contractual relationship», ossia nesso per la definizione di relazioni contrattuali tra individui. La teoria assume che nei processi di impresa vi sia un rapporto di prestazione gestito dalla proprietà (principal) ed erogato da altri soggetti (agent), cui è delegata la conduzione dell'impresa. L'elemento base della teoria consiste nella presenza di due soggetti, uno dei quali (il principal) dipende dal comportamento dell'altro (l'agent). Il principale delega un'attività all'agente e stabilisce le regole del gioco che sovrintendono la relazione. L'agente realizza l'attività che gli viene delegata dal principale scegliendo le modalità d'azione. In questo tipo di relazione contrattuale può manifestarsi l'insorgenza di conflitti d'interesse, in quanto l'agent potrebbe cercare di aggirare il mandato ricevuto, in modo tale da conseguire la massima soddisfazione dei propri obiettivi. Nella realtà i manager non proprietari hanno l'interesse a perseguire strategie di crescita dimensionale, anche al di là di quanto sia effettivamente utile ai fini della creazione di valore, mentre i proprietari hanno l'obiettivo della massimizzazione dei risultati. In altri termini, il dibattito riguarda le difficoltà che incontrano gli investitori (principal) nell'assicurarsi che il proprio denaro non sia espropriato o sperperato in progetti improduttivi<sup>19</sup>. Il rapporto di agenzia deriva dunque dalla relazione esistente tra i proprietari e un management che cerca di ottimizzare in modo opportunistico la propria funzione di utilità, in ragione della presenza di asimmetrie informative che generano problemi di cosiddetta selezione avversa e di azzardo morale<sup>20</sup>. Tali problemi sarebbero superati facilmente se l'informazione potesse essere scambiata senza costi e se gli incentivi dei soggetti coinvolti nella relazione fossero coerenti. Nella realtà tali condizioni si verificano raramente per cui, per mitigarne le conseguenze negative, è necessario sostenere dei costi “di agenzia”, quali:

---

<sup>19</sup> Già Smith nel 1776 poneva le basi della questione scrivendo nel *Wealth of Nations*: «being the managers of other people's money; it cannot be expected that they should watch over it with the same anxious vigilance ...». Cfr. Smith A. (1904), *The wealth of Nations*, V ed., Methuen e Co Ltd, London.

<sup>20</sup> La “selezione avversa” o *adverse selection*, consiste nell'uso opportunistico di informazioni rilevanti da parte dell'agente. Con il termine “azzardo morale” o *moral hazard* si fa riferimento al comportamento opportunistico dell'agente cui consegue una riduzione dell'impegno profuso o l'ottenimento occulto di benefici superiori a quelli dichiarati al *principal*.

- i costi sostenuti dal principale per controllare il comportamento e le performance dell'agente (costi di controllo);
- i costi sostenuti spontaneamente dall'agente per garantire il principale della propria coerenza rispetto agli obiettivi del mandante stesso (costi di assicurazione);
- la perdita residuale del benessere che si crea dalla relazione, conseguente all'impossibilità di riuscire a conciliare gli interessi divergenti delle parti (perdita residuale).

In generale, la teoria dell'agenzia si propone di creare un meccanismo efficiente di incentivi affinché l'*agent* massimizzi il benessere del *principal*.

Sicché l'unico strumento per impedire all'*agent* di massimizzare la propria utilità a danno del *principal* è costituito dall'efficienza dei mercati finanziari, degli assetti proprietari, del lavoro e dell'informazione, i quali andrebbero ad assumere una funzione di supervisione esterna, guidando i gestori verso il perseguimento del benessere del principale.

Taluni studiosi hanno sottolineato come la teoria dell'agenzia, incentrata principalmente sulle relazioni tra management e proprietà, trascuri la natura dei contratti impliciti ed espliciti che sussistono con gli altri portatori di interessi dell'impresa (quali i clienti, i fornitori, i dipendenti, ecc.).

Hill e Jones<sup>21</sup> hanno elaborato la cosiddetta "*stakeholder-agency theory*", con la quale hanno evidenziato come la relazione tra *principal* ed *agent* trascuri la natura dei contratti impliciti ed espliciti che sussistono con gli altri portatori di interessi dell'impresa e dunque può essere considerata quale caso specifico della più ampia classe di relazioni tra stakeholder ed *agent*.

Di fatto, secondo gli autori, al di là dell'importanza del proprio interesse, ogni stakeholder va considerato parte del nesso di contratti impliciti ed espliciti che costituiscono l'impresa. I manager, in virtù del ruolo ricoperto, sono l'unico gruppo di stakeholder che entra in relazioni contrattuali con tutti gli altri portatori di interesse, le cui aspettative andrebbero quindi attentamente considerate nei momenti di decisione strategica e di allocazione delle risorse dell'impresa.

In sostanza, i manager andrebbero considerati quali agenti di tutti i portatori di interesse, da cui il termine *stakeholder-agency theory*.

---

<sup>21</sup> Cfr. Hill C.W., Jones T.M. (1992), "Stakeholder-agency theory", *Journal of Management Studies*.

### 1.2.5. La teoria della *stewardship*

Per la teoria della *stewardship* il problema dell'opportunismo manageriale non costituisce una minaccia per la vita e la continuità dell'impresa poiché gli interessi dei manager (*agent*) e dei loro datori di lavoro (*principal*) non sono necessariamente contrapposti. Gli *agent* cercano infatti, di massimizzare sempre la performance dell'impresa – perseguendo quindi anche gli interessi della proprietà e dei vari stakeholder – atteso che la realizzazione di tale obiettivo consente loro di raggiungere il successo personale, di migliorare la loro reputazione, oltre a creare valore per l'impresa, gli investitori e l'economia nel suo complesso<sup>22</sup>.

Secondo tale teoria, basata su considerazioni sociologiche, psicologiche e comportamentali in relazione alle quali il problema dell'opportunismo dell'agente individuato dalla teoria dell'agenzia non è applicabile in ambito societario nel rapporto azionista/manager, gli amministratori non necessitano quindi, di incentivi economici e/o di meccanismi di controllo che comportano il sostenimenti di costi di agenzia per svolgere il loro lavoro in modo efficace, attesa la loro determinazione ad operare al meglio e di mantenere integro se non di incrementare il patrimonio aziendale<sup>23</sup>.

Diversamente dalla teoria dell'agenzia, si assume che i manager non sono soggetti opportunisti in grado di danneggiare gli interessi della proprietà, ma rappresentano i suoi assistenti fedeli e con la quale deve instaurarsi un rapporto di stabile collaborazione e di continuo confronto<sup>24</sup>.

Dato che essi sono già di per sé motivati a compiere azioni in linea con gli interessi degli azionisti, la questione principale che la teoria della *stewardship* cerca di affrontare consiste nell'individuare la struttura ottimale dell'organo di governo e di definire quali siano i compiti da affidare ai consiglieri di amministrazione al fine del predetto raggiungimento dei risultati migliori.

Il consiglio di amministrazione non è infatti, considerato un organo che necessita l'adozione di strumenti che consentano di controllarne e di indirizzarne l'operato affinché sia allineato agli obiettivi della proprietà, bensì un

---

<sup>22</sup> Davis J. H., Schoorman F.D., Donaldson L. (1997), "Toward a stewardship theory of management", *Academy of Management Review*, vol. 22, n. 1, pag. 20 e segg., nonché *The UK Stewardship Code 2012* del Financial Reporting Council.

<sup>23</sup> Donaldson L., Davis J.H. (1991), "Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns", *Australian Journal of Management*, vol. 16, pag. 49 e segg.

<sup>24</sup> Si vedano in tal senso anche *I principi italiani di stewardship*, elaborati nel 2013 da Assogestioni, in [http://www.assogestioni.it/index.cfm/8,815,0,059/stewardship\\_ita-ing.pdf](http://www.assogestioni.it/index.cfm/8,815,0,059/stewardship_ita-ing.pdf).

soggetto dotato di un'ampia autonomia decisionale il quale, per sua natura, assume decisioni di *first best* che interessano sia l'aspetto strategico che quello di governo della struttura<sup>25</sup>.

In tale contesto, il governo dell'impresa si fonda pertanto su di un rapporto fiduciario e collaborativo con gli investitori in tema di strategie, performance, rischio, struttura finanziaria, corporate governance, nonché su procedure informali che favoriscono l'allineamento dei valori e delle diverse istanze che i molteplici attori aziendali promanano sulla stessa<sup>26</sup>.

In altre parole, anche secondo i principi della teoria delle *stewardship* l'impresa deve essere governata in ragione di una specifica responsabilità sociale (*corporate social responsibility*) che si manifesta anche nell'interazione con gli shareholder.

Per quanto sopra è dunque possibile affermare che la teoria in esame intende il consiglio di amministrazione in modo profondamente diverso rispetto a quella dell'agenzia che, notoriamente, sostiene la necessità del controllo e dei conseguenti costi.

Di talché, nella definizione dell'assetto di *governance*, i teorici della *stewardship* sanciscono alcune linee guida, soffermandosi in particolare sulla c.d. *CEO duality*, sul numero e sulla composizione dei componenti del *board*<sup>27</sup>.

Circa la *CEO duality*, si è cercato di comprendere quali tipologie di performance si siano registrate in presenza di una sovrapposizione di ruoli di amministratore delegato (CEO) e di presidente del consiglio di amministrazione.

Mentre nella teoria dell'agenzia si auspica una separazione del ruolo di amministratore delegato da quello di presidente, atteso che il primo è chiamato a gestire l'impresa mentre il secondo, in quanto ricopre un ruolo di im-

---

<sup>25</sup> Hung H. (1998), "A typology of the theories of the roles of governing boards", *Corporate Governance: An International Review*, vol. 6, n. 2, pag. 101 e segg., nonché Stiles P., Taylor B. (2001), *Boards at work: how directors view their roles and responsibilities*, Oxford University Press.

<sup>26</sup> Montefiori C. (2009), "La corporate governance e gli amministratori indipendenti. Le società quotate a controllo pubblico", *Scienze economiche e statistiche*, vol. 349, Aracne, Roma.

<sup>27</sup> Per approfondimenti si rinvia al successivo par. 3.2 nonché a Dulewicz V., Herbert P. (2004) "Does the composition and practice of board directors bear any relationship to the performance of their companies?", *Corporate Governance: An International Review*, vol. 12, n. 3, pag. 263 e segg., nonché Bello L. (2012), "Board dynamics and corporate performance: review of literature and empirical challenges", *International Journal of Economics and Finance*, vol. 4, n. 1, pag. 22 e segg.

parzialità e di equilibrio nella gestione e nella conduzione delle riunioni consiliari, è chiamato a proteggere l'interesse degli azionisti; secondo la teoria della *stewardship* la sovrapposizione delle due cariche in capo ad un solo soggetto porta invece, a risultati positivi.

La concentrazione di potere accrescerebbe infatti, le responsabilità, ridurrebbe i costi di agenzia e fungerebbe da stimolo verso un maggior impegno nel perseguimento degli obiettivi aziendali.

Il consiglio di amministrazione dovrebbe poi, essere principalmente composto da consiglieri con poteri esecutivi e da un amministratore delegato, la cui permanenza nella carica dovrebbe durare più esercizi; e ciò per favorire una maggiore fedeltà verso la società. Inoltre, la conoscenza diretta dell'impresa e del settore in cui opera la società dovrebbe facilitare gli amministratori nell'assunzione di scelte strategiche più inerenti e in linea con le istanze provenienti dall'ambiente competitivo.

L'organo di governo dovrebbe infine, essere composto da un numero ristretto di amministratori in modo da rendere più veloce il processo decisionale, favorire la coesione e consentire ad ogni membro di dare un suo contributo tangibile.

Tuttavia, questa visione della governance è stata criticata da vari studiosi.

Secondo Dulewicz e Herbert le caratteristiche dell'organo di governo proposte non portano infatti, a performance aziendali migliori rispetto a società dove, invece, esso svolge un ruolo di controllo<sup>28</sup>.

Secondo altri, infine, la teoria non considera le interazioni e i conflitti di potere che si verificano normalmente tra i soggetti impegnati nell'amministrazione dell'impresa, ovvero non vi sono evidenze chiare circa l'esistenza di un rapporto tra composizione del *board* e performance aziendali<sup>29</sup>.

### 1.3. L'evoluzione delle teorie d'impresa: verso la governance dei sistemi

Sin dagli inizi del secolo scorso le riflessioni teoriche hanno oscillato tra una visione dell'impresa essenzialmente imperniata sull'ottenimento di profitti, un sistema di potere fondato sulla relazione esistente tra "*quantità di rischio e quantità di potere di controllo*" e una visione più articolata che ri-

---

<sup>28</sup> Dulewicz V., Herbert P. (2004), *op. cit.*

<sup>29</sup> Vds. in proposito Hung H. (1998), *op. cit.*, nonché Bhagat S., Black B. (1999), "The uncertain relationship between board composition and firm performance", *Business Lawyer*, n. 54, pag. 921 e segg.

conosce l'esistenza di una pluralità di interessi verso l'impresa meritevoli di tutele ulteriori rispetto a quelle degli azionisti.

Queste riflessioni hanno dato vita a due diverse impostazioni teoriche: una prima che si fonda sulle sopraccitate teorie secondo cui le imprese devono essere governate e gestite al fine di massimizzare il valore azionario; una seconda che ritiene, invece, che l'impresa non possa privilegiare una categoria di soggetti a discapito delle altre, ma debba cercare di bilanciare tutti gli interessi che convergono su di essa.

Ed è proprio con riferimento a quest'ultima impostazione che rientra la *teoria degli stakeholder*, per la quale l'impresa è intesa come un'istituzione aperta sulla quale sono proiettate attese e aspettative di numerose categorie di interlocutori (stakeholder), espressione delle molteplici soggettività e culture che sono in relazione con quest'ultima<sup>30</sup>.

Le origini dell'approccio stakeholder, se non l'utilizzo del termine stesso<sup>31</sup>, possono essere fatte risalire ai primi anni Trenta, anche se solo verso la fine degli anni '60 si creano le basi per l'affermazione di una vera e propria teoria, grazie ad alcuni contributi che hanno il merito di evidenziare i limiti di una concezione d'impresa basata esclusivamente sulla soddisfazione degli interessi degli azionisti e di richiamare l'attenzione degli studiosi sull'esigenza di inserire altri soggetti esterni ed interni.

Un approccio più strutturato al concetto di impresa-istituzione si deve a Freeman che, nell'avviare il filone della *Stakeholder Theory*, evidenzia come il problema si sia reso manifesto con il passaggio dall'impresa fordista-produttiva all'impresa manageriale<sup>32</sup>.

«Lo stakeholder è un portatore di interesse (nel senso che ha un interesse proprio alle scelte compiute da una specifica impresa, in quanto le sue risorse o i suoi servizi sono *firm-specific*) ed è nel contempo un portatore di potere di influenza, determinato da un interesse specifico dell'impresa alle sue particolari prestazioni. Solo se esistono sia l'interesse che il potere di in-

---

<sup>30</sup> Cfr. Pilotti L. (1991), *L'impresa post-manageriale: oltre la separazione fra proprietà e controllo, fra rischio e potere*, Egea, Milano.

<sup>31</sup> Il termine stakeholder trova origine nell'ambito degli studi sulle strategie aziendali e comparve per la prima volta in un memorandum dello Stanford Research Institute del 1963, per indicare quei gruppi sociali senza il cui appoggio un'organizzazione non è in grado di sopravvivere. Cfr. Rusconi G. (1998), *Il bilancio sociale d'impresa. Problemi e prospettive*, Giuffrè, Milano, 1998.

<sup>32</sup> Freeman E. (1984), *Strategic management: a stakeholder approach*, Pitman Press, Boston; nonché Pearce J.A. (1982), "The company mission as strategic tool", *Sloan Management Review*, spring.

fluenza si può parlare di stakeholder in senso proprio. Non è infatti uno stakeholder un soggetto che abbia un interesse nell'impresa, ma sia senza potere di influenza (nel caso che non esista un interesse reciproco dell'impresa verso il suo servizio); né lo è un soggetto che abbia astrattamente una capacità di incidere sull'impresa, ma non abbia però un interesse specifico ad agire in quella particolare impresa»<sup>33</sup>.

Si noti che il richiamato concetto di potere (esercitabile da un portatore di interessi) inerisce all'autorità che proviene dalla posizione formale del soggetto rispetto all'impresa e all'influenza, che riguarda il condizionamento che lo stesso è di fatto in grado di esercitare sul comportamento dell'impresa. In quest'ottica, appare però evidente che il potere esercitato o esercitabile da ciascun stakeholder sull'impresa non necessariamente riflette in pieno la posizione formale del primo nei confronti della seconda. Così, ad esempio, un soggetto può essere portatore di un potere forte nei confronti dell'impresa, pur non avendo un'autorità corrispondente a tale potere, per via dell'influenza che riesce ad esercitare; viceversa, un soggetto può non detenere un potere significativo, pur occupando una posizione formalmente rilevante, a causa della sua incapacità di influenzare le decisioni dell'impresa.

Il termine stakeholder è impiegato anche per esplicitare una sorta di contrapposizione con il concetto di stockholder o shareholder (possessore di titoli rappresentativi del capitale di rischio dell'impresa), che costituisce solo una delle molteplici categorie di stakeholder. Come è stato sottolineato, «con l'uso del termine stakeholder si vuole sottolineare un ampliamento delle categorie, singole persone e gruppi di individui, che, oltre ai tradizionali possessori di quote di capitale, possono:

– influire sulla gestione di un'azienda, determinando l'insorgere di rischi, pressioni, tensioni, stimoli, opportunità, ed altri effetti di varia natura; in sostanza, tali categorie generano fattori di forza e di debolezza dell'attività economica;

– essere a loro volta destinatarie immediate o mediate degli atti d'impresa; essere cioè toccate dalle politiche e dalla gestione della stessa, subendo l'impatto dell'attività produttiva. Esse sono quindi interessate o coinvolte, direttamente od indirettamente, da molteplici effetti (economici, tecnologici, socio-culturali, ecc.)»<sup>34</sup>.

---

<sup>33</sup> Cfr. Rullani E. (1989), *La teoria dell'impresa: soggetti, sistemi, evoluzione*, in Rispoli M. (a cura di), *L'impresa industriale. Economia, tecnologia, management*, Il Mulino, Bologna, pag. 42.

<sup>34</sup> Di Toro P. (1993), *L'etica nella gestione d'impresa*, Cedam, Padova, pag. 66.

Tra gli attributi cardine che dovranno essere valutati appaiono significativi i già richiamati concetti di autorità, ossia la legittimazione formale ad esercitare un condizionamento nei confronti dell'impresa, e di influenza, ossia la capacità fattuale di condizionamento. Accanto a tali concetti, al fine di definire la rilevanza dei diversi portatori di interesse, il decisore d'impresa non sembra poter prescindere anche da un ulteriore aspetto, rappresentato dall'urgenza che qualifica l'interesse di un determinato stakeholder<sup>35</sup>. Tale urgenza, che può comportare l'impellenza in capo al decisore di soddisfare le aspettative di un determinato interlocutore, si definisce a sua volta in relazione a due attributi: la sensibilità temporale dell'interesse manifestato dallo stakeholder, ossia il grado in cui il ritardo dell'impresa nella soddisfazione delle sue istanze può risultargli inaccettabile; la criticità dell'interesse, ossia l'importanza della soddisfazione di quel particolare interesse nell'ambito dell'attività/preferenze dello stakeholder.

Il fatto di attribuire importanza anche all'aspetto dell'urgenza, richiama la rilevanza dell'aspetto temporale nell'interpretazione delle aspettative degli stakeholder ed attribuisce alla teoria in esame un contenuto di dinamicità di cui essa appare sprovvista nella sua formulazione originaria.

Alla luce delle argomentazioni tracciate, sembra dunque possibile sostenere che la rilevanza di ciascun portatore di interesse e delle sue pressioni discende dall'interazione dei tre richiamati aspetti: l'autorità formale, la sua influenza fattuale e l'urgenza dell'interesse.

Il termine stakeholder si riferisce a due differenti categorie:

- *stakeholder in senso stretto*, cioè coloro il cui interesse è coinvolto a causa degli investimenti specifici che intraprendono in relazione all'impresa (in capitale umano, finanziario, sociale o di fiducia, in capitale fisico o ambientale, nello sviluppo di tecnologie dedicate, ecc.), cioè investimenti che possono significativamente accrescere il valore di una specifica impresa (e non di un'altra). Questi stakeholder sono reciprocamente dipendenti dall'impresa, poiché ne influenzano il valore, ma al tempo stesso, data la specificità dell'investimento dipendono prevalentemente da essa per la soddisfazione delle loro aspettative di benessere;

- *stakeholder in senso ampio*, cioè quegli individui o gruppi di individui che sono condizionati dagli effetti positivi o negativi delle transazioni realizzate dall'impresa, ma che non apportano direttamente contributi alla creazione di valore.

---

<sup>35</sup> Mitchell R.K., Agle B.R., Wood D.J. (1997), "Toward a Theory of Stakeholder Identification and Salience: Defining the Principle of Who and What Really Count", *Academy of Management Review*, vol. 22, n. 4, pag. 867.

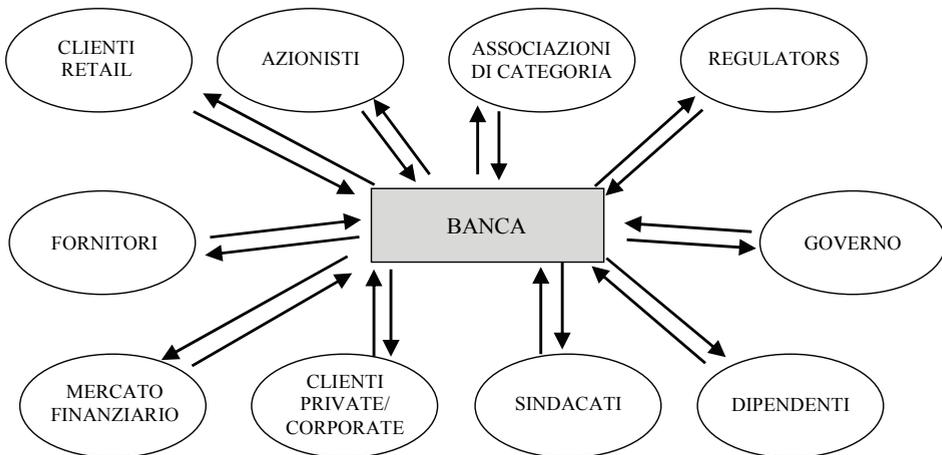
Nell'ambito dei filoni di ricerca che si sono occupati di approfondire la teoria in esame, appare inoltre significativo richiamare lo studio di Donaldson e Lorsch, che ha classificato i diversi stakeholder in<sup>36</sup>:

– *capital market stakeholder* (legati alla dimensione finanziaria dell'impresa): rappresentati dagli azionisti e dai fornitori di capitale di credito più significativi;

– *product market stakeholder* (legati alla dimensione reale dell'impresa): rappresentati dai clienti principali, dai fornitori, dai sindacati e dalle *host communities* (le comunità che ospitano l'attività dell'impresa, quali, ad esempio, un'associazione di categoria oppure l'ente locale che governa il territorio in cui ha l'impresa ha sede);

– *organizational stakeholder* (legati alla sfera organizzativa interna all'impresa): rappresentati dalle risorse umane di ogni livello gerarchico.

**Figura 1.1. – La mappa dei principali stakeholder di una grande impresa**



Fonte: Nostra elaborazione.

Le definizioni e le classificazioni delle diverse categorie di stakeholder presenti in letteratura sono numerose. Appare chiaro però, che non esiste una netta distinzione. Essa dipende infatti, da una molteplicità di fattori quali la

<sup>36</sup> Donaldson G., Lorsch J.W. (1983), *Decision Making at the Top. The Shaping of Strategic Direction*, Basic Books, New York, pag. 38 e segg.