



Corso di Laurea Magistrale in Economia e
Gestione delle Aziende
Dipartimento di Management

Università
Ca'Foscari
Venezia

Tesi di Laurea Magistrale

Le dinamiche di Corporate Governace strumentali all'incremento in investimenti di R&S e allo sviluppo aziendale

Relatore

Prof. Claudio Giachetti

Laureando

Nicolò Chiusso

Matricola 849939

Anno Accademico

2020/2021

Indice

| | |
|---|----|
| Introduzione..... | 2 |
| | |
| CAPITOLO 1: La Corporate Governance..... | 4 |
| | |
| 1.1 Corporate Governance: evoluzione del concetto e finalità del sistema..... | 4 |
| 1.2 Corporate Governance: la struttura generale..... | 8 |
| 1.2.1 La struttura del sistema di Corporate Governance: gli organi interni..... | 10 |
| 1.2.2 La struttura del sistema di Corporate Governance: gli organi esterni..... | 18 |
| 1.3 Corporate Governance: i modelli..... | 25 |
| 1.4 Corporate Governance: le sei dimensioni che regolano il sistema..... | 29 |
| | |
| CAPITOLO 2: dall’Innovazione agli investimenti in Ricerca e Sviluppo..... | 37 |
| | |
| 2.1 Innovazione: l’evoluzione del concetto..... | 37 |
| 2.2 Intangible assets: cosa sono e perché sono importanti..... | 39 |
| 2.3 La ricerca e sviluppo: caratteristiche e rapporto con l’innovazione..... | 42 |
| 2.4 Gli investimenti in R&S: valore strategico e rapporto con la corporate governance... | 43 |
| | |
| CAPITOLO 3: Analisi del rapporto Corporate Governance – investimenti in ricerca e sviluppo..... | 47 |
| | |
| 3.1 Le fonti: dati utili e maggiori risultati..... | 47 |
| 3.2 Analisi: discussione dei risultati ottenuti dagli studiosi..... | 72 |
| 3.3 Conclusioni: l’analisi conferma gli obiettivi prefissati?..... | 83 |
| | |
| Conclusione..... | 86 |
| | |
| Bibliografia e sitografia..... | 88 |

Introduzione

Il tema della Corporate Governance ha suscitato l'interesse di economisti e ricercatori per lungo tempo e continua tutt'ora ad essere al centro di dibattiti, poiché la sensibilità di Governi, aziende, istituti finanziari e organizzazioni rispetto a questa tematica è cresciuta in modo esponenziale. In un contesto economico caratterizzato da complessità ed incertezza, il sistema di Governance diventa un *driver* fondamentale nella ricerca di posizioni di vantaggio competitivo da parte delle aziende, motivo per cui è opportuno analizzare il funzionamento di questa struttura e comprendere i vantaggi che possono essere generati dall'implementazione della stessa.

Analogamente alla Corporate Governance, l'innovazione, che scaturisce prevalentemente dai cosiddetti processi di ricerca e sviluppo, è considerata un fattore di critico per quanto riguarda lo sviluppo economico. Le imprese, attraverso la ricerca e sviluppo, sono in grado di generare innovazione, strumento attraverso il quale l'impresa può reagire efficacemente ai cambiamenti del contesto in cui opera, cogliendo le opportunità strumentali al raggiungimento di posizioni di vantaggio all'interno del mercato.

Il presente elaborato si propone di analizzare il rapporto che lega la Corporate Governance e gli investimenti in ricerca e sviluppo, per comprendere come la Governance possa incentivare tali strategie di investimento e favorire lo sviluppo delle imprese.

Attraverso una *review* della letteratura che tratta queste tematiche, si vuole comprendere il funzionamento della Corporate Governance e se vi sia coincidenza tra gli elementi che influenzano questa struttura e quelli che impattano sulle strategie di investimento in ricerca e sviluppo. Vengono presi in considerazione svariati contributi letterari in cui i ricercatori analizzano la relazione tra CG e l'intensità delle spese in R&S sotto differenti prospettive. La tesi si divide essenzialmente in tre parti distinte. Nella prima parte il focus è incentrato sulla Corporate Governance: il primo capitolo, infatti, si apre con un excursus storico sull'impiego di questo termine nella letteratura economica per proseguire con le finalità di questa struttura. Di seguito viene condotta un'analisi della composizione di questa struttura, presentando in maniera dettagliata gli organi interni ed esterni che la compongono ed i compiti ad essi demandati. La trattazione prosegue poi con la presentazione dei differenti modelli di Governance, che vengono solitamente adottati dalle aziende, evidenziando analogie e differenze presenti tra di essi. Il primo

capito, infine, si concludere analizzando quelle che sono le variabili che influenzano il sistema di Corporate Governance, le quali saranno oggetto di discussione nella parte relativa all'analisi dei testi. Il secondo capitolo, invece, tratta l'importanza dell'innovazione per le aziende e come questa vengano effettivamente concretizzata attraverso gli investimenti in ricerca e sviluppo. Inizialmente si pone l'attenzione sull'evoluzione e l'importanza dell'innovazione, per passare poi a parlare del ruolo centrale degli asset intangibili, che costituiscono gli asset principali tramite i quali l'azienda è in grado di generare l'innovazione. Tra questi asset vi è appunto la ricerca e sviluppo, della quale vengono enunciate le principali peculiarità, che permetteranno poi alla fine del capitolo di comprendere l'importanza a livello strategico che gli investimenti in R&S hanno per le aziende e il legame che li lega alle dinamiche di Corporate Governance. Il terzo capito, infine, presenta l'analisi empirica della letteratura, finalizzata a confermare il rapporto che lega la Corporate Governance alle strategie di investimento in ricerca e sviluppo ed, in ultima istanza, allo sviluppo aziendale. Il capito si apre con la presentazione dei documenti che vengono impiegati nell'analisi, per i quali viene individuato il campione considerato dagli studiosi, il set di variabili dipendenti ed indipendenti ed i maggiori risultati ricavati dalle varie ricerche. Vengono poi riportate una serie di considerazioni sui campioni e le variabili impiegate, al fine di individuare eventuali analogie o differenze tra le ricerche. Il capitolo prosegue con l'analisi empirica dei risultati delle ricerche, finalizzata a confermare gli obiettivi su cui si base l'elaborato. In seguito vengono proposte le conclusioni rispetto all'analisi condotta, atte a confermare il rapporto che lega Corporate Governance ed investimenti in ricerca e sviluppo e come questa relazione favorisca lo sviluppo aziendale.

Capitolo 1: La Corporate Governance

1.1 Corporate Governance: evoluzione del concetto e finalità del sistema

La Corporate Governance può essere considerata come un tema di enorme interesse non solo studiosi ed economisti, bensì anche per imprenditori, manager, pubbliche amministrazioni ed opinione pubblica.

Il sistema della Corporate Governance viene ampiamente studiato e discusso per due ragioni principali: da un lato la CG costituisce uno dei *driver* fondamentali per la competitività delle imprese attraverso il legame che si instaura tra governance e performance; dall'altro essa impatta sull'accountability delle organizzazioni, ovvero la responsabilità in capo agli amministratori di rendicontare l'impiego di risorse finanziarie pubbliche in termini sia di regolarità dei conti sia di efficacia nella gestione. A tal proposito, infatti, la dimensione ed il grado di importanza delle responsabilità ripartite tra i decisori aziendali, nonché l'efficacia del controllo cui essi sono sottoposti dipendono dal modello di governance adottato.

Il concetto di *Corporate Governance* (CG), o Governo Societario, viene utilizzato per la prima volta a partire dagli anni '70 grazie alle divulgazioni di letteratura e ricerca economica condotte da diversi studiosi e rese note dall' OCSE - Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OECD, Organization for Economic Co-operation and Development). Questa organizzazione per la tutela dei sistemi economici ha pubblicato nel 1999 i cosiddetti "*Principles of Corporate Governance*", che ancora oggi rappresentano uno dei dodici standard fondamentali per garantire la stabilità dei sistemi finanziari, nonché un quadro di riferimento per la componente di governo societario nell'ambito dei Rapporti sull'Osservanza dei Standard e dei Codici (ROSC) elaborati dalla Banca mondiale e dal Fondo Monetario Internazionale (Principi di Governo Societario, OECD, 2004, p. 9) . L'importanza attribuita da parte degli studiosi e delle istituzioni a questo sistema di controllo e gestione aziendale è dovuta all'incremento sempre maggiore nel corso degli anni di casi di frodi e false dichiarazioni finanziarie da parte delle aziende (Kuen-Chang Lee, Ta-Cheng Chang, Chih-Hao Yang, Pei-Hsun Chen, p. 33, 2019). Dunque il sistema della CG appare innanzitutto come un meccanismo atto a garantire:

- la veridicità e la trasparenza delle informazioni economico-finanziarie che vengono dichiarate dalle organizzazioni di natura e privata e pubblica;

- la stabilità nei sistemi finanziari dei paesi appartenenti e non all'OECD.

Le finalità di questo sistema, tuttavia, non si esauriscono in quelle sopra citate e per conoscerle in maniera più profonda è necessario legare il concetto di CG ad un altro ambito di ricerca che ha iniziato a suscitare l'interesse nello stesso periodo storico in cui è stato coniato il termine di Governo Societario: The Agency Theory o Teoria dell'Agenzia. Questo concetto è stato introdotto per la prima volta nel 1976 dagli studiosi Jensen e Meckling, i quali misero in discussione l'operato del management aziendale, sostenendo che i managers potrebbero non necessariamente mirare a massimizzare il valore per gli azionisti di fatto danneggiando i loro diritti e sprecando le risorse aziendali in modo eccessivo (Jensen e Meckling, 1976). Di fatto i due economisti con la loro ricerca sottolineano come i manager, che gestiscono l'azienda da un punto di vista maggiormente operativo e dovrebbero agire in ottemperanza alle corsi d'azione delineati da azionisti e stakeholder, non sempre potrebbero assumere condotte negli interessi di questi ultimi e badare maggiormente ad interessi personali, nuocendo di fatto allo sviluppo e alla strategia aziendale e generazione di costi e problemi addizionali a quelli che già incorrono nella gestione di un'azienda. Perché questa teoria è così importante per comprendere le finalità della Corporate Governance? Per comprendere il rapporto che lega questi filoni di studio e come esso sia utile a definire più nel dettaglio la CG è utile rifarsi a due note definizioni: la prima, redatta dall' OECD, sostiene che il Governo Societario sia da intendersi come "un tipo di guida, un meccanismo di gestione e un processo che, qualora implementato nel management aziendale, rafforza la performance d'impresa nel proteggere i diritti degli azionisti e nel contempo di prendersi cura dei benefit degli altri stakeholder". La seconda, invece, stilata dalla Banca Mondiale, definisce questo sistema come "una società che, dietro il presupposto di rispettare accordi e leggi, istituisce un meccanismo di sorveglianza e verifica per centrare l'obiettivo di massimizzare il valore dell'organizzazione" (Kuen-Chang Lee, Ta-Cheng Chang, Chih-Hao Yang, Pei-Hsun Chen, p. 35, 2019).

Entrambe le definizioni menzionate si focalizzano sul fatto che l'implementazione di questo sistema nella gestione dell'organizzazione è finalizzata ad accrescere la performance dell'impresa. La prima, in particolare, sottolinea come il rafforzamento della performance sia indirizzato alla protezione dei diritti degli azionisti e dei benefit degli stakeholder. Facendo riferimento in particolare a quest'ultima affermazione, è facile notare come questi obiettivi di CG non possano essere raggiunti qualora i manager tengano comportamenti opportunistici come quelli descritti nella Teoria dell'Agenzia, i quali non solo non favoriscono la massimizzazione della performance, ma causano anche problemi sia agli azionisti sia agli stakeholder. E' possibile affermare, dunque, che l'introduzione di un sistema di Corporate Governance sia un possibile fattore che permette di ridurre i problemi ed i costi di Agenzia, come è stato sottolineato nelle ricerche svolte dagli economisti Shleifer e Vishney nel 1997 e Claessens nel 2003.

A tal proposito, dunque, la CG ha la possibilità di far convergere e coesistere gli obiettivi spesso divergenti di manager ed azionisti in un contesto aziendale di cosiddetta "separazione tra proprietà e controllo": la proprietà è rappresentata dagli azionisti (principali), i quali sono orientati alla massimizzazione della profittabilità di lungo termine e del valore degli investimenti; il controllo, invece, è affidato ai managers (agenti), i quali, nel gestire il *business*, si preoccupano del benessere personale, della stabilità del lavoro e del prestigio (Baysinger B. D., Kosnik R. D., Turk T. A., 1991, p. 205). Questa divergenza di intenti tra le due realtà che controllano di fatto l'azienda può facilitare l'insorgere di conflitti circa le decisioni di orientamento strategico aziendale, i quali possono sfociare nei costi d'agenzia menzionati poc'anzi, che si dividono in:

- I costi di controllo (*monitoring costs*) del principale sull'eventuale azione sleale del suo agente;
- I costi di cauzione (*bonding costs*) tramite i quali l'agente offre garanzie al principale che non assumerà decisioni contro il suo interesse;
- La perdita residuale (*residual loss*), derivante dalla delega che il principale effettua all'agente, in virtù dell'impossibilità di riuscire a conciliare gli interessi divergenti delle parti.

Analizzando il Governo Societario in un'ottica più ampia, è possibile affermare che questo sistema, che dal punto di vista operativo svolge compiti di controllo sulla gestione

operativa e finanziaria dell'azienda, si focalizzi nel raggiungimento di due macro obiettivi principali:

➤ Obiettivi di business: riguardano principalmente l'impiego efficace ed efficiente delle risorse aziendali ed il raggiungimento di livelli di performance aziendale in linea con quelli previsti dalla strategia;

➤ Obiettivi di governance: si individuano innanzitutto nel raggiungimento di un adeguato livello di compliance aziendale, ovvero il grado di conformità dell'azienda al proprio codice di condotta interno (*policy*) e alle norme giuridiche nazionali ed internazionali che la regolano. Essi, inoltre, si configurano nel garantire l'efficacia ed efficienza dei processi aziendali, monitorare i rischi, assicurare che le informazioni contabili e gestionali siano chiare, attendibili, complete e facilmente reperibili, tutelare il patrimonio aziendale, nonché garantire trasparenza nei confronti di azionisti e *stakeholder*.

Questi ultimi riguardano ovviamente la *core activity* della CG, mentre i primi sono perseguiti e valutati dal Controllo di Gestione, lo strumento principale adottato in ambito di Pianificazione e Controllo aziendale. Il Controllo di Gestione "è il processo attraverso il quale i manager inducono gli altri membri dell'organizzazione ad attuare le strategie dell'organizzazione" (Anthony R. N., Govindarajan V., 2006, p. 6). Questo sistema incentra la propria attività nel valutare il *gap* tra la performance aziendale in un dato momento rispetto e quella attesa presente nel *budget* sulla base di parametri economico-finanziari, definendo la posizione dell'azienda rispetto all'implementazione della strategia. Il Controllo di Gestione, infatti, si pone l'obiettivo di guidare le scelte del management, andando ad individuare in primo luogo dei "Fattori critici di successo", ossia dei parametri-obiettivo strumentali alla corretta implementazione della strategia deliberata. Questi indicatori vengono poi misurati attraverso i cosiddetti KPI (*Key Performance Index*), indici di natura economica e non, che sono strumentali per poter valutare il *fit* della performance aziendale rispetto agli obiettivi fissati nella strategia deliberata. Quindi i due organi detengono entrambi compiti di controllo, tuttavia esercitati con sfumature differenti: la Corporate Governance svolge le proprie funzioni di controllo nel senso di "verifica" e quindi in modo assimilabile alle attività di audit; mentre il Controllo di Gestione opera in un'ottica di guida, soppesando la validità delle scelte manageriali in termini economici. Il Governo Societario, dunque, definisce la struttura attraverso la

quale vengono fissati gli obiettivi della società, vengono individuate le risorse necessarie per centrare tali obiettivi e le modalità di verifica dei risultati. Riassumendo, i compiti affidati alla CG si possono riassumere in:

- direzione con riferimento alla formulazione di strategie a lungo termine;
- esecuzione di operazioni in quanto collegata a decisioni di natura operativa;
- controllo che coinvolge il monitoraggio continuo e la supervisione dei risultati da parte del management;
- accountability.

Dunque, tramite l'introduzione del sistema di Corporate Governance, l'azienda è chiamata a realizzare le politiche di lungo periodo, considerare gli interessi dei dipendenti, tener conto delle esigenze ambientali e della comunità locale, mantenere buone relazioni con clienti e fornitori, rispettare i limiti imposti dalla legge e dai regolamenti che disciplinano l'attività dell'azienda stessa.

Affinché tutto ciò si concretizzi, è fondamentale che ogni impresa si doti di un sistema di governance che si confà alle caratteristiche distintive dell'impresa, alla fase evolutiva in cui essa si trova e al contesto di leggi e regolamenti nazionali e non che ne regolano l'attività. Questo sistema, inoltre, dovendo interagire con un contesto di riferimento in continuo divenire, deve essere rivisto e modificato di frequente per preservarne efficienza ed efficacia. La bontà di un sistema corporate governance pertanto è riscontrabile nella sua capacità di scelte strategiche e gestionali nonché di assunzione, gestione e controllo dei rischi in presenza di contesti caratterizzati da complessità e incertezza.

1.2 Corporate Governance: la struttura generale

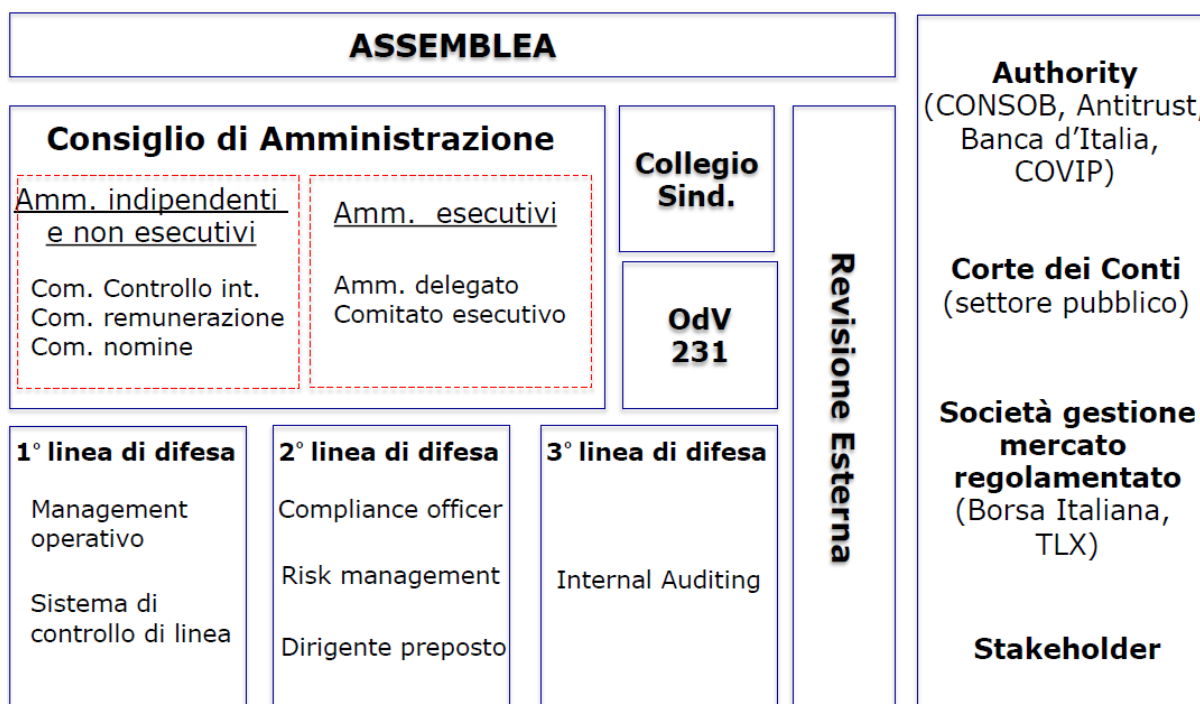
Per poter analizzare il funzionamento e la struttura di questo sistema, è opportuno avvalersi di un'ulteriore definizione di *Corporate Governance*, che, a differenza delle precedenti, evidenzia gli elementi che concorrono a formare questa struttura complessa. La CG può essere definita come *"l'insieme delle istituzioni, dei meccanismi e delle regole che orientano il management nel condurre l'azienda alla soddisfazione degli interessi rilevanti"* (Marco Fasan, 2019, p. 2).

Andando ad analizzare la definizione sopracitata, si può evincere come la CG sia un sistema complesso, nel quale agiscono diversi elementi interrelati e complementari tra loro e che devono lavorare in sinergia al fine di raggiungere l'obiettivo chiave che esso si prefigge, ovvero massimizzare il valore dell'impresa salvaguardando gli interessi di azionisti e stakeholder. La CG si compone quindi di:

- Istituzioni, veri e propri organi interni ed esterni all'azienda che fanno parte della struttura organizzativa delle imprese e che svolgono attività di controllo sul *management* in prima battuta e su l'organizzazione nel suo complesso;
- Meccanismi: insieme di procedure a livello e organizzativo e operativo diffuse a tutti i livelli aziendali che modulano lo svolgersi delle attività chiave e secondarie che fanno parte del modello di business adottato dall'azienda;
- Regole: in prima battuta si fa riferimento alla *policy* stabilita in modo unilaterale dall'azienda. L'organizzazione stabilisce un set di regolamenti ed un *modus operandi* univoco a cui tutto il capitale umano interno ed eventualmente esterno all'organizzazione deve conformarsi affinché vi sia una corretta *compliance* aziendale. Questo codice di condotta viene stabilito in ottemperanza a regolamenti e disposizioni legislative nazionali ed internazionali che regolano lo svolgersi di rapporti ed attività che caratterizzano le dinamiche aziendali. Tra le regole, dunque, figurano non solo i regolamenti redatti dall'azienda, ma anche tutte le disposizioni e leggi stabilite dagli ordinamenti nazionali ed internazionali che disciplinano la conduzione dell'azienda e tutte le relazioni che questa ha con gli altri *players* e con il mercato.

Per quanto riguarda le istituzioni, il sistema della CG è composto da una serie di organi, i quali svolgono funzioni di controllo declinate in diverse sfaccettature e che cooperano nel garantire le finalità di monitoraggio che lo contraddistinguono. Lo Schema 1, riportato di seguito, fornisce una visione completa sul sistema di organi che interagiscono nelle dinamiche della Corporate Governance.

Schema 1.1: Schema generale di Corporate Governance



Fonte: Marco Fasan, 2019, p.7

Analizzando lo schema, si nota fin da subito come il sistema del Governo Societario, composto da una moltitudine di organi, presenti una chiara distinzione tra quelli interni all'azienda e quelli esterni, che verranno analizzati in maniera più approfondita dal punto di vista di composizione e funzionamento di seguito. Malgrado sia un sistema implementato dall'azienda, gli organismi che partecipano all'attività operativa del sistema non si collocano solo nell'ambiente interno dell'azienda, bensì vi sono una serie di attori esterni, soprattutto di tipo istituzionale, che cooperano con le istituzioni interne per garantire una struttura di monitoraggio efficiente e soprattutto permettere alle istituzioni di verificare sia la bontà delle informazioni economico-finanziarie che vengono pubblicate periodicamente sia la conformità dell'attività aziendale alla legge.

1.2.1 La struttura del sistema di Corporate Governance: gli organi interni

Come riportato in precedenza, la CG si compone innanzitutto di una serie di organismi che all'interno dei confini aziendali implementano delle attività direzionali e di controllo affinché l'azienda abbia degli obiettivi da perseguire e che vi siano delle metodologie e delle regole da seguire per centrarli. Di seguito, dunque, vengono riportati e analizzati gli organi interni che compongono la struttura di Corporate Governance.

➤ **Assemblea (dei Soci)**

Questo organo è formato da chi detiene la proprietà dell'impresa, ovvero i cosiddetti vertici aziendali. La struttura proprietaria è composta solitamente da diversi soci, i quali detengono delle quote del capitale sociale dell'azienda. Essi possono essere identificati nelle figure di: investitori privati, fondi di investimento, imprenditori o famiglie di imprenditori, azionisti (nel caso di società quotate), investitori informali ed i cosiddetti *venture capitalist*. L'Assemblea, dunque, assume decisioni di grande importanza che influenzano la struttura dell'intera impresa e il set di diritti e obblighi in capo ai soci. Le disposizioni discusse e votate dall'Assemblea dei Soci riguardano principalmente modifiche dello statuto e dell'oggetto sociale, variazioni di capitale sociale, nomina degli amministratori, approvazione del bilancio, la distribuzione degli utili, l'avvio di forme di collaborazione con altre organizzazioni, la gestione di operazioni straordinarie quali fusioni, acquisizioni di altre società e scissioni ed, infine, l'eventuale liquidazione della società.

➤ **Consiglio di Amministrazione**

Questo organo collegiale, meglio noto con l'acronimo di CdA, è composto da amministratori, nominati dall'Assemblea dei Soci, il cui compito è quello di gestire effettivamente l'attività imprenditoriale dell'impresa. Il CdA assume decisioni di carattere gestionale-amministrativo che concernono generalmente i seguenti ambiti: la sottoscrizione dei contratti di vendita e di acquisto; la creazione e della rete di vendita e della *supply chain* aziendale; l'acquisto di quote in altre società; l'acquisto di rami d'azienda di altre aziende; l'eventuale cessione di un ramo d'azienda della propria organizzazione; l'amministrazione del capitale umano; il controllo dei flussi di cassa; la gestione dei rapporti con i finanziatori. Andando analizzare in maniera più specifica i compiti operativi demandati al Consiglio, si può affermare che esso provvede a:

- ❖ Definire la struttura organizzativa e distribuire compiti e responsabilità, distinguendo in modo chiaro le funzioni delle varie aree aziendali;

❖ Delineare strategie e direttive da seguire nell'ambito del sistema di controlli interni e di quello inerente la gestione del rischio;

❖ Valutare continuamente l'efficacia dei suddetti sistemi, andando ad individuare eventuali punti deboli e ponendo in essere azioni correttive adeguate.

In sostanza, la *mission* del Consiglio di Amministrazione riguarda "la responsabilità ultima del sistema dei controlli interni dei quali deve assicurare la costante completezza, funzionalità ed efficacia, in coerenza con la specificità dell'Impresa e la natura e l'intensità dei rischi aziendali" (E. Parretta, 2015, p.13). Le figure societarie, che adempiono le funzioni menzionate in precedenza, sono di due principali tipologie distinte:

- Amministratori indipendenti e non esecutivi: queste figure si occupano di identificare le linee guida sulle quali plasmare sia la struttura organizzativa sia i sistemi di controllo interno e di *risk management*, affinché l'azienda sia dotata degli strumenti idonei per implementare la strategia deliberata. Essi, dunque, si occupano principalmente dei sistemi di controllo di gestione e individuano gli elementi di gestione che possono essere implementati dagli amministratori esecutivi. Questi membri del CdA vanno a comporre tre comitati distinti:

- Comitato di Controllo Interno

Questo organismo, come suggerisce il nome, si occupa di valutare l'attività dei preposti al controllo interno e delle società di revisione, nonché l'adeguatezza dei principi contabili utilizzati nella stesura dei report aziendali analizzati dai revisori.

- Comitato di Remunerazione

Questo collegio, formato da amministratori, ha il compito di fare delle proposte al CdA circa modalità di retribuzione equa del presidente, del vice presidente, dell'amministratore delegato e dei direttori generali. Queste indicazioni vengono fornite sulla base sia delle periodiche attività di verifica circa l'adeguatezza, la coerenza complessiva e la concreta applicazione del

sistema retributivo e di incentivi, sia delle informazioni che vengono fornite dall'amministratore delegato e dalla direzione centrale delle Risorse Umane.

- Comitato delle Nomine

Questo organo si occupa innanzitutto di formulare pareri per conto del Consiglio di Amministrazione circa la dimensione e composizione dello stesso, le tipologie di figure professionali che sono ritenute adeguate all'interno del consiglio, nonché eventuali limiti al numero di cariche assumibili dai consiglieri. Esso, infine, supporta il CdA nel processo di nomina di nuovi potenziali candidati alla carica di amministratore e nella presentazione della lista relativa ai consiglieri in scadenza.

• Amministratori esecutivi: questi componenti del consiglio, a differenza degli amministratori indipendenti e non esecutivi, hanno la peculiarità di ricoprire compiti amministrativi per conto del CdA attraverso una delega specifica, il cui contenuto non può eccedere i limiti imposti dallo statuto aziendale, dall'assemblea e dal Consiglio stesso. Gli amministratori esecutivi, a seconda del contenuto della delega che conferisce loro tale incarico, possono operare in qualità di:

- Comitato esecutivo: quando l'amministrazione è delegata a più membri del consiglio, i quali sono chiamati a svolgere il proprio incarico agendo come un organo collegiale;

- Amministratori delegati (AD o CEO): quando l'amministrazione viene delegata ad uno o più membri del consiglio che operano come organismi amministrativi individuali e disgiunti tra loro.

Queste figure si occupano di definire l'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società, optando per le soluzioni che meglio si adattano alla natura e alle dimensioni dell'impresa. Ad essi, inoltre, è demandato il compito di riferire al CdA sull'andamento generale dal punto di vista amministrativo-gestionale, sulle operazioni ordinarie e straordinarie di maggior rilievo, sul *fit* dell'organizzazione rispetto alla strategia e sulle attività e risultati di eventuali società controllate.



Collegio Sindacale

Questa struttura del sistema interno di Corporate Governance è formata da un numero di membri fissi che varia tra tre e cinque più due sindaci supplenti. Fra queste figure, dette appunto sindaci, almeno un membro effettivo ed un supplente devono essere iscritti nel registro dei revisori legali affinché il Collegio possa esercitare leciteamente le sue funzioni. L'Assemblea elegge tra questi un presidente, che riferirà direttamente ai soci circa gli esiti delle attività di controllo. Nell'ordinamento italiano i doveri a capo di questo organo sono stabili dall'art. 2403 c.c., il quale stabilisce che il Collegio Sindacale "vigila sull'osservanza della legge e delle statuto, sul rispetto dei principi di corretta amministrazione ed in particolare sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile adottato dalla società e sul suo concreto funzionamento".



Organo di Vigilanza

L'OdV (Organo di Vigilanza) vigila sulla responsabilità dell'azienda circa reati commessi nel suo interesse o a suo vantaggio. Il sistema legislativo italiano, applicando quanto disposto nel D.lgs. 231/2001, prevede la possibilità per la maggior parte delle aziende di poter adottare il Modello di organizzazione, gestione e controllo, conosciuto anche come "Modello 231". Il contenuto di questo modello prevede l'individuazione delle attività che possono essere soggette a reati e specifici protocolli per prevenirli, l'adozione di modalità di gestione finanziaria atte ad impedire eventuali illeciti, nonché un sistema di sanzioni per punire chi non rispetta tali disposizioni. Il conformarsi da parte dell'azienda alle linee guida contenute nel documento poc'anzi menzionato, produce un duplice effetto: da un lato permette alla stessa di liberarsi dall'eventuale responsabilità amministrativa per reati fatti nel suo interesse o a suo vantaggio, dall'altro di realizzare una *compliance* aziendale che consenta all'azienda di agire nel rispetto delle normative ed evitare di incorrere in sanzioni. Secondo quanto stabilito dalle Linee guida di Confindustria, i compiti dell'Organo di Vigilanza possono essere sintetizzati come segue:

- "vigilanza sull'effettività del modello, cioè sulla coerenza tra i comportamenti concreti e il modello istituito;

- esame dell'adeguatezza del modello, ossia della sua reale - non già meramente formale - capacità di prevenire i comportamenti vietati;
- analisi circa il mantenimento nel tempo dei requisiti di solidità e funzionalità del modello;
- cura del necessario aggiornamento in senso dinamico del modello, nell'ipotesi in cui le analisi operate rendano necessario effettuare correzioni ed adeguamenti" (Detassis O., 2020).

Per quanto riguarda la nomina di questo istituto, occorre dire che essa avviene da parte del CdA o eventualmente dell'amministratore unico. Analizzando invece la sua composizione, si può affermare che l'OdV possa assumere due configurazioni: la prima monocratica con la presenza di un unico membro, mentre la seconda di tipo collegiale, ovvero con più soggetti che operano assieme. I componenti dell'OdV, infine, possono essere scelti tra figure sia interne che esterne alla società ed il loro numero varia in base alle dimensioni, al tipo di attività e alla complessità organizzativa dell'azienda.

➤ Le linee di difesa

Le cosiddette "Linee di Difesa" riguardano le procedure che costituiscono il punto di partenza del sistema di controllo interno e garantiscono il corretto monitoraggio delle fattispecie critiche in termini di realizzazione della *compliance* aziendale. Queste pratiche vengono poste in essere da una serie di funzioni aziendali che operano e riferiscono i risultati delle loro attività ispettive direttamente al CdA. Esse, inoltre, riflettono in modo diretto i tre livelli di attività di controllo che solitamente vengono implementati dai sistemi di CG. Questi controlli si dividono in:

- Controlli di primo livello

I controlli di primo livello fanno parte del cosiddetto "Sistema di controllo di linea" e mirano a valutare i processi operativi implementati dalla direzione aziendale. Questi controlli, affidati al management operativo (*Operational Management*) dell'impresa, sono "*tipicamente di carattere procedurale, informatico, comportamentale, amministrativo-contabile diretti ad assicurare il corretto svolgimento delle operazioni*" (AIIA, 2009, p.9). L'*Operational*

comportamenti e delle condotte, ricopre un ruolo fondamentale nella revisione del sistema di gestione dei rischi e di controllo interno” (G. Pavan, Quaderno 80, 2019, p. 146).

1.2.2 La struttura del sistema di Corporate Governance: gli organi esterni

Il sistema di Corporate Governance, tuttavia, non è caratterizzato unicamente da funzioni interne all’ambito aziendale, bensì vi è una serie di attori o sistemi esterni che svolgono ulteriori attività ispettive circa l’andamento dell’impresa. Lo schema 1, tra le componenti di revisione esterne del sistema della CG, riporta le seguenti:

➤ Authority

Con in il termine inglese *authority*, che corrisponde ad autorità, si fa riferimento ad organismi amministrativi indipendenti preposti a servizi di pubblico interesse, che solitamente hanno funzioni direttive e di controllo. Nel contesto della pubblica amministrazione italiana, gli organismi che, facendo le veci di quest’ultima, si occupano di monitorare le attività delle società sono:

- Consob

La Commissione nazionale per le società e la borsa, meglio nota con l’acronimo Consob, è un’autorità amministrativa che si occupa di tutelare e monitorare i mercati borsistici e mobiliari per garantirne l’efficienza, la trasparenza e lo sviluppo corretto. A tale proposito, facendo riferimento a quanto stabilito dal D.Lgs. 58/1998 (Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria), le funzioni della Consob si incentrano in:

- ❖ disciplinare l’erogazione di servizi di investimento, gli obblighi informativi delle società quotate e le offerte al pubblico di prodotti finanziari;
- ❖ gestire i mercati regolamentati;
- ❖ autorizzare la divulgazione pubblica dei prospetti informativi relativi ad offerte pubbliche di vendita e dei documenti d’offerta concernenti offerte pubbliche di acquisto;
- ❖ sorvegliare sull’iscrizione agli albi di settore;

- ❖ monitorare le società di gestione dei mercati e la trasparenza e l'ordinato svolgimento delle negoziazioni, nonché degli intermediari e dei promotori finanziari;
- ❖ analizzare e valutare i dati forniti al mercato dalle società quotate e quelli provenienti da chi promuove offerte al pubblico di strumenti finanziari, nonché le informazioni contenute nei documenti contabili delle società quotate;
- ❖ sanzionare i soggetti vigilati, direttamente o formulando una proposta al Ministero dell'Economia e delle Finanze;
- ❖ accertare eventuali andamenti anomali delle contrattazioni su titoli quotati e compiere ogni altro atto di verifica di violazioni delle norme in materia di manipolazione del mercato (fattispecie oggi applicabile in caso di società quotate), abuso di informazioni privilegiate e di aggio.

- Antitrust

L'espressione antitrust, che indica la legislazione antimonopolistica, si riferisce ad un complesso sistema normativo atto a tutelare la concorrenza e i mercati. Per estensione questo termine viene associato anche all'autorità amministrativa che monitora sul rispetto delle norme sopra citate: in Italia l'organo adibito ad esercitare tale funzione è l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, nota anche come AGCM. Le funzioni di questo organismo possono essere riassunte, sulla base della normativa vigente e di quanto riportato sul sito ufficiale dell'AGCM, come segue:

- a) garantire la tutela della concorrenza e del mercato (Legge n. 287/1990);
- b) contrastare le pratiche commerciali scorrette nei confronti dei consumatori e delle microimprese, tutelare le imprese dalla pubblicità ingannevole e comparativa, nonché vigilare affinché nei rapporti contrattuali tra aziende e consumatori non vi siano clausole vessatorie (D.Lgs. n. 206/2005 "Codice del Consumo" e D.Lgs. n. 145/2007);

c) vigilare sui conflitti di interesse in cui possono incorrere i titolari di cariche di Governo (Legge n. 215/2004);

d) attribuire alle imprese che ne facciano richiesta il rating di legalità (Decreto Legge n. 1/2012, art. 5-ter).

Inoltre, le competenze dell'Autorità comprendono anche: la repressione degli abusi di dipendenza economica che abbiano rilevanza per la tutela della concorrenza e del mercato, la vigilanza sui rapporti contrattuali nella filiera agro-alimentare, l'applicazione della normativa nazionale relativa al ritardo nei pagamenti; il potere di vigilanza sulla commercializzazione dei diritti sportivi; i poteri consultivi previsti dal Codice delle comunicazioni elettroniche in materia di trasferimento delle radiofrequenze e di analisi dei mercati rilevanti dei prodotti e servizi relativi alle comunicazioni elettroniche (sito agmc.it).

- Banca d'Italia

La Banca d'Italia è la banca centrale della Repubblica Italiana, la quale sovrintende a tutte le banche operanti nel territorio nazionale e, facendo parte dell'Eurosistema, deve rendere conto alla Banca Centrale Europea. Questo istituto di diritto pubblico persegue "finalità d'interesse generale nel settore monetario e finanziario: il mantenimento della stabilità dei prezzi, obiettivo principale dell'Eurosistema in conformità al Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea; la stabilità e l'efficienza del sistema finanziario, in attuazione del principio della tutela del risparmio sancito dalla Costituzione (Art. 47 - La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito), e gli altri compiti ad essa affidati dall'ordinamento nazionale" (sito bancaditalia.it). Questo organismo nello specifico si occupa di:

❖ esercitare attività di vigilanza sulle banche, sugli intermediari finanziari, sugli IMEL (Istituti di Moneta Elettronica), sugli Istituti di pagamento (IP) e, d'intesa con la CONSOB, sugli intermediari non bancari (SIM, SICAV e SGR), emanando regolamenti, impartendo istruzioni e assumendo provvedimenti nei confronti degli intermediari finanziari;

❖ monitorare i mercati monetari e finanziari (in particolare sul MTS - mercato all'ingrosso dei Titoli di Stato - e sul MID - mercato dei fondi interbancari), nonché i depositari centrali (Monte e la Cassa di Compensazione e Garanzia);

❖ favorisce, ai sensi dell'art. 146 del Testo Unico Bancario, il regolare funzionamento dei sistemi di pagamento nonché dei sistemi di compensazione e regolamento delle transazioni in titoli;

❖ collabora alle attività dei principali organismi finanziari internazionali, tra i quali il Fondo Monetario Internazionale (FMI), la Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI) e la Banca Mondiale;

❖ offre consulenze analitiche e informative sullo stato dell'economia agli organi costituzionali in materia di politica economica e finanziaria;

❖ ha funzioni di controllo in materia di antiriciclaggio che svolge attraverso l'UIF, l'Unità di Informazione Finanziaria.

- Covip

L'acronimo Covip indica la Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione ed si tratta dell'autorità amministrativa adibita a regolamentare il mercato della previdenza complementare, ossia quello riguardante i fondi pensionistici, fondi negoziali, fondi aperti ed, infine, i piani individuali pensionistici (PIP). Questo ente eroga, attraverso i fondi menzionati in precedenza, una prestazione pensionistica integrativa, che va a sommarsi alla parte obbligatoria che viene garantita dagli enti previdenziali. La Covip, infatti, sulla base di quanto stabilito dal D.Lgs. n. 252/2005, vigila in modo prudenziale sulle forme pensionistiche complementari, perseguendo la trasparenza e correttezza dei comportamenti, la corretta gestione e la solidità. A partire dal 2011, inoltre, alla Covip viene demandato il compito di monitorare gli investimenti di risorse finanziarie e la struttura patrimoniale degli enti previdenziali (Legge n. 111/2011).

➤ Corte dei Conti

La Corte dei Conti è un organo “di rilevanza costituzionale che svolge funzioni di controllo e giurisdizionali nelle materie di contabilità pubblica nonché amministrative e consultive” (sito corteconti.it). Le sue funzioni principali sono:

❖ Controllo: la Corte tutela la gestione appropriata della spesa pubblica. L’art. 100 della Costituzione Italiana prevede che la Corte debba svolgere dei controlli preventivi per accertare la legittimità sugli atti del Governo, la corretta gestione delle amministrazioni pubbliche e il controllo economico-finanziario.

❖ Giurisdizione: l’art. 103 della Costituzione conferisce alla Corte la giurisdizione in materia di contabilità pubblica, pensioni civili, militari e di guerra. L’autorità si occupa di giudicare agenti contabili, amministratori e funzionari pubblici in merito alla gestione del pubblico denaro.

Le funzioni di questo organismo amministrativo riguardano principalmente gli enti della PA (Pubblica Amministrazione), tuttavia possono essere rivolte anche alle società qualora esse si trovino nella condizione di gestire denaro pubblico oppure derivino dalla trasformazione di un ente che in precedenza era statale e che mantiene una partecipazione dello Stato.

➤ Società per la gestione del mercato regolamentato

Queste società altro non sono che delle attività che organizzano e gestiscono i mercati regolamentati di strumenti finanziari: si tratta solitamente di società per azioni, soggette al controllo della Consob e del Ministero dell’Economia e delle Finanze, nonché a regole più stringenti rispetto a quelle che disciplinano le normali società per azioni. Queste società si occupano di predisporre ed approvare, attraverso una votazione in assemblea, un regolamento che va a disciplinare il modo in cui uno o più mercati vadano organizzati e gestiti. Il suddetto regolamento solitamente prevede:

❖ i requisiti e le modalità di ammissione, di esclusione e di sospensione degli operatori e degli strumenti finanziari dalle negoziazioni;

❖ le regole che disciplinano lo svolgimento delle negoziazioni, nonché gli eventuali vincoli a cui sono soggetti operatori ed emittenti;

- ❖ le modalità di accertamento, pubblicazione e diffusione dei prezzi;
- ❖ le tipologie di contratti ammesse alle negoziazioni ed i criteri per la determinazione dei quantitativi minimi negoziabili.

Le cosiddette Società di Gestione, dunque, si occupano di valutare l'effettivo recepimento del regolamento da parte degli attori operanti in un determinato mercato e di effettuare attività di controllo, coadiuvate dall'operato della Consob, affinché questo codice di condotta venga rispettato. Tra queste società si possono annoverare soprattutto la Borsa Italiana e la TLX.

La Borsa Italiana è una delle principali Borse europee: si occupa dell'ammissione, sospensione ed esclusione di strumenti finanziari e operatori dalle negoziazioni. Inoltre, Borsa Italiana gestisce e controlla le negoziazioni e gli obblighi di operatori ed emittenti. L'obiettivo principale di questo organismo è quello sviluppare i mercati e massimizzarne la liquidità, la trasparenza, la competitività e l'efficienza. Essa si occupa della gestione dei mercati seguenti: mercati azionari, MTA (Mercato Telematico Azionario), AIM Italia (MTA dedicato alle piccole-medie imprese nazionali), MIV (Mercato *Investment Vehicles*) e vari mercati obbligazionari, Fixed Income e derivati (sito borsaitaliana.it). Mentre la TLX, meglio nota come EuroTLX SIM S.p.A., è una società si occupa della gestione del sistema MTF (*Multilateral Trading Facility*), noto come EuroTLX: questo sistema definisce regole e funzionamento del mercato italiano di strumenti finanziari, tra i quali si trovano titoli di stato ed obbligazioni di vario tipo.

➤ Stakeholder

Il termine *stakeholder*, davvero molto ricorrente nella letteratura economica, corrisponde a "portatore di interesse". Considerando la traduzione letterale del termine, si fa riferimento ad uno o più soggetti che hanno degli interessi verso qualcosa. A tal proposito, l'interesse di uno o molteplici stakeholder è rivolto all'azienda, alle sue attività e all'impatto che questa ha sul soggetto stesso e più in generale sul contesto in cui è chiamata ad agire. Secondo quanto stabilito dalla GRI (*Global Reporting Initiative*), un'organizzazione internazionale indipendente che si occupa di fornire degli standard a cui le aziende possono far riferimento per capire se la strategia di sviluppo sostenibile implementata va nella giusta direzione o meno,

gli stakeholder possono essere definiti come “quei gruppi o individui che si può ragionevolmente ritenere saranno interessati dalle attività, dai prodotti o dai servizi dell’organizzazione; o le cui azioni avranno un impatto sull’abilità dell’organizzazione di implementare le proprie strategie ed ottenere i propri obiettivi” (GSSB, 2016). Come viene poi specificato nella Nota 2 che segue la suddetta definizione nello standard, gli *stakeholder* possono includere:

- ❖ Persone coinvolte nell’organizzazione (dipendenti e azionisti);
- ❖ Persone che hanno altre relazioni con l’organizzazione (altri lavoratori non dipendenti della stessa, fornitori, gruppi sociali vulnerabili, comunità locali, organizzazioni non governative e altre organizzazioni per la società civile).

I sistemi di Corporate Governance, dovendo fissare e garantire l’osservanza delle policy e delle strategie aziendali da perseguire, svolgono solitamente delle analisi accurate sulla base dei dati a disposizione e di appositi indici (KPI) al fine di guidare il loro processo decisionale. analizzare l’andamento dei loro *business* Nel predisporre queste relazioni amministrative, tuttavia, esse devono ottemperare a quelle che sono le richieste e le aspettative degli *stakeholder*: un’organizzazione deve, innanzitutto, fare una mappatura degli *stakeholder* al fine di individuare quali sono i soggetti portatori di interessi e quali rapporti essi intrattengono con l’azienda; in secondo luogo l’azienda è chiamata ad adottare un processo *stakeholder engagement*, ossia dialogo e coinvolgimento continuo di questi portatori di interessi finalizzato a soppesare la formulazione delle politiche e delle strategie aziendali con gli interessi degli stessi. Per rimarcare ulteriormente l’importanza di questi processi di inclusività riguardanti gli stakeholder, è opportuno menzionare la teoria degli stakeholder: secondo questa visione, la finalità imprenditoriale non si identifica più nella massimizzazione del profitto, bensì nella capacità da parte dell’impresa di creare valore sia economico sia sociale attraverso la gestione delle relazioni con i diversi *stakeholder* e il loro coinvolgimento nelle decisioni di carattere strategico (ovvero lo *stakeholder engagement* menzionato poc’anzi).

1.3 Corporate Governance: i modelli

Come è stato anticipato alla fine del paragrafo 1.1, il sistema della CG non va considerato come un elemento statico integrato nell'azienda, bensì come un organismo suscettibile di modifiche ed adeguamenti per poter soddisfare esigenze ed affrontare fattispecie nuove, che sorgono in relazione al contesto mutevole in cui è chiamato ad operare. I modelli di governance assumono dunque notevole rilevanza per tutti i player del mercato che sono chiamati a confrontarsi con un contesto di incertezza in cui la capacità di rispondere ai cambiamenti è fondamentale per poter presidiare le opportunità e preservare posizioni di vantaggio competitivo. Il sistema di Governo Societario, dunque, deve essere scelto per potersi adattare all'impresa stessa e all'ambiente in cui l'impresa deve operare. Per capire quali sono questi modelli e in cosa differiscono tra loro è fondamentale innanzitutto individuare la disciplina normativa di riferimento. Prendendo in considerazione il sistema legislativo italiano, la disciplina riguardante la Corporate Governance era in origine determinata da:

- ❖ dal TUF (D.lgs. 58/98) modificato dalla legge sulla tutela del Risparmio;
- ❖ dal Regolamento Emittenti (Consob 11971/1999 e successive modifiche).

Agli inizi degli anni Duemila, tuttavia, questo complesso normativo è stato profondamente rivisto dal legislatore attraverso il recepimento nel nostro ordinamento con D.lgs. 6/2003 della Riforma del Diritto Societario. Questo decreto ha definito i compiti spettanti al consiglio di amministrazione nei confronti degli organi delegati, ha stabilito l'ampliamento dei compiti di controllo del collegio sindacale ed ha introdotto due nuovi modelli di governo, in grado di enfatizzare la rilevanza delle caratteristiche dei singoli soci. La riforma, inoltre, ha contribuito in modo determinante a porre maggior attenzione ai presidi organizzativi adottati dall'assetto proprietario della società tali da consentire una corretta gestione, il mantenimento della competitività e il raggiungimento dell'obiettivo sociale. In tal senso, il Codice Civile, mediante l'art. 2380 denominato "Sistemi di amministrazione e di controllo", riconosce la possibilità di adottare tre modelli distinti di governance:

- 1) Il modello tradizionale;
- 2) Il modello monistico;

3) Il modello dualistico.

1) Il modello tradizionale

Ai sensi degli articoli 2380 e 2380 bis del Codice Civile, qualora lo statuto non disponga diversamente, l'amministrazione della società spetta esclusivamente agli amministratori e quindi ad un Consiglio di Amministrazione o ad un amministratore unico, mentre la gestione della medesima è di competenza del Collegio Sindacale. Questi organi sono istituiti su nomina dell'Assemblea dei soci. Quest'ultima provvede anche alla nomina di un revisore esterno, persona fisica o società di revisione (obbligatoria per le società quotate), cui è affidato il controllo legale dei conti dell'azienda. La peculiarità di questo modello consta nella separazione netta tra organo amministrativo e organi di controllo (proprietà e gestione).

2) Il modello monistico

Questo modello di ispirazione anglosassone è una delle grandi novità introdotte dalla Riforma del 2003. Esso prevede un sistema di amministrazione e controllo formato da: Assemblea, Consiglio di amministrazione e Comitato per il controllo sulla gestione. L'art. 2409-*sexiesdecies*, che introduce tale modello, sancisce che lo statuto possa "prevedere che l'amministrazione ed il controllo siano esercitati rispettivamente dal consiglio di amministrazione e da un comitato costituito al suo interno". Fin da subito si evince la differenza principale con il modello tradizionale: le funzioni di controllo, infatti, non vengono affidate a soggetti estranei all'organo amministrativo, come avviene nel modello tradizionale, bensì ad un comitato (comitato per il controllo sulla gestione), che è nominato dallo stesso consiglio di amministrazione al suo interno e che sostituisce il collegio sindacale. Questa caratteristica è dovuta ad una delle particolarità che connotano le società anglosassoni, nelle quali la mansione principale del consiglio di amministrazione è la sorveglianza sull'operato degli amministratori esecutivi e l'Alta Dirigenza. Tale controllo sulla gestione viene esercitato dagli amministratori non esecutivi per mezzo di un comitato interno (audit committee), a cui sono affidate le funzioni di monitoraggio sul sistema di controlli interni e di vigilanza sui revisori.

Il modello monistico consente di integrare una struttura di governance più semplice e flessibile, la quale tende a privilegiare la circolazione delle informazioni tra l'organo amministrativo e l'organo deputato al controllo, favorendo risparmi di tempo e costi, nonché un'elevata trasparenza tra i soggetti.

3) Il modello dualistico

Quest'ultimo modello è la seconda grande novità in termini di sistemi di *governance*. L'art. 2409-*octies*, che disciplina tale istituto, prevede che lo statuto possa consentire "che l'amministrazione ed il controllo siano esercitati da un consiglio di gestione e da un consiglio di sorveglianza in conformità alle norme seguenti". In questo modello, l'assemblea dei soci nomina i membri del Consiglio di Sorveglianza, il quale, di fatto, sostituisce l'organo di controllo del sistema tradizionale (il collegio sindacale); i componenti del Consiglio di Sorveglianza, a loro volta, nominano i membri del Consiglio di Gestione, incaricato della cura degli aspetti gestori dell'azienda (organo amministrativo). Come accade nel modello tradizionale, l'Assemblea provvede alla nomina di un revisore dei conti, che può essere una persona fisica o una società di revisione, ma il requisito fondamentale è che questo incarico deve essere conferito ad un soggetto esterno all'azienda. Vi è l'obbligo di ricorrere ad una società di revisione solo nel caso in cui la società ricorra al cosiddetto mercato del capitale di rischio, nell'accezione data a tale termine definita dall'art. 116 del D.lgs. 58/1998. Rispetto al sistema tradizionale, il modello dualistico è caratterizzato da un organo di controllo dotato di maggiori poteri poiché, non solo nomina gli amministratori della società, bensì approva anche il bilancio di esercizio e, qualora previsto, quello consolidato. Di contro, vi è una diminuzione del potere dell'assemblea dei soci, la cui funzione esclusiva è di nominare il consiglio di sorveglianza e il soggetto che si occupa del controllo legale dei conti.

In conclusione, viene proposta di seguito una tabella (Tabella 1) che riassume in maniera breve le differenze tra i vari modelli.

Tabella 1.1: I modelli di Corporate Governance

| | Compiti amministrativi | Compiti gestionali/di controllo | Revisione dei conti |
|-----------------------------|---|--|---|
| Modello tradizionale | CdA o Amministratore unico | Collegio Sindacale | Persona fisica o società di revisione, iscritta negli appositi registri, interna o esterna, nominata dall'Assemblea dei soci (obbligatorio solo per società quotate) |
| Modello monistico | CdA (no amministratore unico) | Comitato per il controllo sulla gestione (interno al CdA) | Persona fisica o società di revisione, iscritta negli appositi registri, interna o esterna, nominata dall'Assemblea dei soci |
| Modello dualistico | Consiglio di Gestione (nominato da Consiglio di Sorveglianza) | Consiglio di Sorveglianza (nominato da Assemblea dei soci) | Persona fisica o società di revisione, iscritta negli appositi registri, esterna all'impresa, nominata dall'Assemblea dei soci (obbligo di società di revisione, qualora l'azienda ricorra al mercato |

| | | | |
|--|--|--|-------------------------|
| | | | di capitali di rischio) |
|--|--|--|-------------------------|

Fonte: Nostra produzione

1.4 Corporate Governance: le sei dimensioni che regolano il sistema

Dopo che negli ultimi paragrafi sono state analizzate in maniera approfondita le istituzioni che concorrono a formare il Governo Societario ed i modelli attraverso cui questo può prendere forma, ora è necessario approfondire le altre due componenti citate nella parte iniziale del paragrafo 1.2: meccanismi e regole. Questi elementi stabiliscono da una parte i principi dall'altra le norme a cui i singoli organismi e il sistema tutto della CG devono rifarsi per poter operare con efficacia ed efficienza e condurre l'organizzazione in cui sono integrati al raggiungimento degli obiettivi ed interessi rilevanti. L'OECD, citata in precedenza per aver contribuito in modo determinante alla divulgazione del concetto di CG, ha collaborato con i governi nazionali, competenti organizzazioni internazionali come la Banca Mondiale, la Banca dei Regolamenti Internazionali (BRI), il Fondo Monetario Internazionale (FMI) e con il settore privato al fine di stilare degli standard che fungessero da base comune per lo sviluppo delle pratiche di buona governance. Queste linee guida, approvate nel 1999 e già citate nel primo paragrafo, prendono il nome di "Principi" e hanno un duplice scopo:

- ❖ "sostenere i governi [...] nei loro sforzi di valutazione e di miglioramento dell'assetto giuridico, istituzionale e regolamentare per il governo societario nei propri paesi";
- ❖ "offrire un orientamento e dei suggerimenti per le borse, gli investitori, le società e altri parti che svolgono un ruolo nel processo di sviluppo del buon governo societario" (Principi di Governo Societario, OECD, 2004, p. 10).

Questi principi sono stati sviluppati per fornire un quadro di riferimento circa le modalità costitutive ed operative dei sistemi di Corporate Governance, tuttavia, come da indicazione degli enti che li hanno creati, devono essere aggiornati e rivisti per essere in linea con nuove esigenze, dettate dalla mutevolezza dei contesti giuridici, economici e culturali. Questi principi sono solamente un punto di partenza comune per sviluppare

buoni sistemi di CG: ciò significa che il risultato finale in termini di sistema normativo e strutture di Governo Societario sarà dato da un processo evolutivo di questi principi, che tenga conto delle specificità del contesto nazionale in termini di leggi, regolamentazione, forze di mercato e peculiarità culturali. L'OECD ha stilato un set di 30 principi che sono stati raggruppati in 6 dimensioni, che coincidono alle variabili su cui agire per implementare un sistema di CG efficace ed efficiente. Le sei dimensioni sono le seguenti:

1. Struttura proprietaria;
2. Equo trattamento degli azionisti;
3. Struttura del CdA;
4. Stabilità dell'organizzazione e del dipartimento HR;
5. Stakeholder;
6. Trasparenza dei report finanziari.

1. Struttura proprietaria

Analizzare la struttura proprietaria in relazione alla struttura di Corporate Governance significa approfondire due aspetti:

a) La composizione della struttura proprietaria, ovvero uno o più individui nei quali si concentra la proprietà della società, la quale viene quantificata in termini di quote di capitale dell'impresa. Tra gli individui che compongono una struttura proprietaria si possono annoverare: manager, soggetti pubblici o privati, imprese finanziarie o non finanziarie, azionista individuale o investitori istituzionali.

b) La concentrazione dei diritti proprietari, che riguarda la quantità di azioni o di capitale detenute da ciascun azionista o proprietario.

Per quanto riguarda quest'ultimo aspetto, una struttura proprietaria può essere definita come:

- ❖ Concentrata, quando le quote o azioni dell'azienda sono detenute in quantità rilevanti da un numero esiguo di individui;
- ❖ Dispersa, quando le quote o azioni dell'azienda sono divise tra molti individui, che detengono minori diritti proprietari.

Le caratteristiche della struttura proprietaria influenzano sia il sistema del Governo Societario (l'Assemblea dei soci prende decisioni che spaziano dalla scelta del modello della CG alla nomina dei componenti di vari organismi che la compongono), sia il processo di creazione del valore dell'impresa. La Teoria dell'Agenzia, proposta da Jensen e Meckling (1976), sottolinea come la struttura proprietaria sia positivamente correlata al valore dell'azienda: in particolare, la Teoria sostiene che all'aumentare della concentrazione delle quote corrisponda un incremento del valore aziendale. A proposito delle dinamiche che intercorrono tra gli azionisti, la Teoria afferma che quando gli azionisti che detengono la proprietà vantano un gap ridotto tra diritti derivanti da flussi finanziari e diritti di controllo (ovvero di prendere decisioni che influenzano l'attività dell'impresa), hanno una tendenza minore a danneggiare gli azionisti minori, garantendo maggiore protezione agli investitori e favorendo la crescita del valore dell'impresa. Lee e Chen (Lee S. P., Chen H. J., 2011), nonché Huang et al. (Huang D. T., Liu Z., 2010) sostengono che se le quote sono detenute dai manager più anziani, dagli amministratori e dai supervisori, vi sono effetti positivi sul valore e la performance dell'organizzazione. Chen et al. (Chen Y. R., Chiou J. R., Chou T. K., Syue M. S., 2009), inoltre, affermano che all'aumentare delle quote possedute da investitori istituzionali stranieri corrisponda un miglioramento della performance di mercato dell'impresa. Quindi vi sono svariate combinazioni figure della struttura proprietaria-concentrazione diritti di proprietà che possono impattare sulla struttura del sistema della CG nonché sul valore e la performance aziendali sia in termini positivi che negativi. Nell'analisi che seguirà al capitolo 3, verranno analizzate, sulla base di quanto evinto da differenti opere di letteratura economica, nuove combinazioni della struttura proprietaria e il modo in cui queste influenzano la CG, il valore e la performance dell'impresa.

2. Equo trattamento degli azionisti

L'assetto del governo societario è chiamato ad assicurare l'equo trattamento di tutti gli azionisti, compresi quelli di minoranza e gli azionisti stranieri. Ad ogni azionista deve essere riconosciuta la possibilità di disporre di efficaci rimedi giuridici per la violazione dei propri diritti. Questo è quanto recita il principio stilato dall'OECD per definire cosa si intende con l'espressione "equo trattamento degli azionisti". Se una delle finalità che il CdA in particolare e il sistema intero della CG si pongono di

perseguire è quella di tutelare gli interessi degli azionisti, è lecito pensare che un sistema di CG che tutela gli azionisti ed i loro interessi sia in grado di operare in maniera efficace, permettendo un incremento del valore dell'azienda. Questo principio viene integrato da 3 sotto-principi, che recitano quanto segue:

- A. Tutti gli azionisti detentori di azioni di una stessa serie all'interno di una classe devono essere trattati nello stesso modo;
- B. L'insider trading e le operazioni in conflitto di interesse dovrebbero essere vietate;
- C. I membri del consiglio di amministrazione e i principali dirigenti dovrebbero avere l'obbligo d'informare il consiglio d'amministrazione di ogni rilevante interesse che potrebbero avere direttamente, indirettamente o per conto di terzi in qualsiasi transazione o questione concernente la società.

La fiducia degli investitori nella tutela dei capitali da loro forniti da ogni abuso o indebita appropriazione da parte dei dirigenti della società, degli amministratori o degli azionisti di controllo è un importante fattore per i mercati finanziari. I consigli d'amministrazione delle società, i dirigenti e gli azionisti di controllo possono avere l'opportunità di impegnarsi in attività che potrebbero favorire i loro propri interessi a scapito degli altri azionisti. Al fine di far valere i propri diritti ed evitare danni da parte di altri individui che operano nella medesima organizzazione, gli azionisti hanno la possibilità di avviare procedure giuridiche e amministrative contro la direzione e gli amministratori. La fiducia degli investitori di minoranza, ad esempio, risulta rafforzata qualora il sistema giuridico preveda meccanismi che consentano agli interessati di esperire le vie legali qualora essi ritengano violati i loro diritti.

3. Struttura del CdA

Il CdA (Consiglio di Amministrazione), al quale compete l'amministrazione della società, è l'organismo attraverso il quale passano tutte le decisioni rilevanti del contesto aziendale e che funge da equilibratore e supervisore circa l'operato degli altri organi di controllo e del management. Il Consiglio svolge, altresì, un ruolo fondamentale nel prevenire l'insorgere di problemi d'agenzia. Lo studioso Garg (Garg A. K., 2007) afferma che la dimensione del CdA è correlata negativamente alla performance e al valore aziendale: ciò significa che un Consiglio di Amministrazione

composto da molti individui impatta negativamente sull'azienda; l'Assemblea dei soci o il Consiglio di Sorveglianza nel caso di modello dualistico devono individuare la dimensione corretta del Consiglio, valutando parametri quali la dimensione aziendale, la struttura proprietaria e la natura del *business*. La variabile che probabilmente ha più influenza sulla composizione e l'efficienza del CdA è la struttura proprietaria: Choi et al. (Choi S. B., Leeb S. H., Williams C., 2011), ad esempio, sostengono che la concentrazione ed il tipo di concentrazione della proprietà impattino in maniera determinante sul sistema della CG; nel loro studio, infatti, confermano quanto segue:

- ❖ Una prevalenza netta di amministratori interni è correlata negativamente alla Corporate Governance;
- ❖ La proprietà concentrata tra pochi azionisti di maggioranza ha effetti positivi sulla struttura del Governo Societario;
- ❖ La proprietà straniera o l'affiliazione a gruppi commerciali hanno effetti positivi sulla CG.

Gli studiosi Huang et al., invece, hanno evinto che vige una relazione positiva tra una maggiore presenza di amministratori indipendenti e la bontà della struttura della CG, in quanto una presenza maggiore di questi amministratori sembra garantire un controllo più efficace dell'operato del management.

In conclusione è possibile affermare che la struttura del CdA sia una variabile fondamentale per determinare la bontà e l'efficienza del sistema di Governance.

4. Stabilità dell'organizzazione e del dipartimento HR

Il dipartimento HR (Human Resources, ovvero Risorse Umane) gioca un ruolo importante nel garantire che le operazioni di tutte i giorni vengano svolte ed in maniera efficiente. Bistrova e Lace (Bistrova J., Lace N., 2011) sostengono che le aziende in cui vi è un elevato tasso di turnover tra i membri del CdA o del management solitamente risultano avere una performance più bassa. A livello di organizzazione, invece, la figura del CEO (Chief Executive Officer, ovvero Amministratore Delegato) riveste una grande importanza, poiché può influenzare l'efficienza della CG: Chen e Hsu (Chen H., Hsu W., 2009), i quali hanno pubblicato un articolo che indaga il rapporto tra proprietà familiare, indipendenza del CdA e investimenti in R&S (Ricerca e Sviluppo), spiegano come la figura del CEO, a seconda che sia duale o meno, abbia un

rapporto positivo o negativo con gli amministratori e di conseguenza influenzi in manieri positiva o negativa il sistema di Governo Societario. È utile capire che differenza intercorre tra un CEO duale ed uno indipendente, nonché l'effetto che questa differenza ha sulla CG. Il CEO, dunque, può essere:

❖ CEO duale: Questa fattispecie, che corrisponde al caso in cui il CEO dell'azienda è nel contempo anche presidente del Consiglio di Amministrazione, viene denominata *CEO duality*. Questa circostanza si verifica più di frequente nelle grandi aziende ed è stata molto comune in passato in molte imprese statunitensi. Il fatto di nominare l'Amministratore Delegato come presidente del CdA è stato largamente criticato dagli studiosi: Chen e Hsu, citati in precedenza, imputano alla *CEO duality* effetti negativi sull'efficienza sia della CG sia delle strategie di investimento, nonché in termini di performance d'impresa. La letteratura, tuttavia non ha solo criticato questa pratica ed in alcuni casi alcuni studiosi hanno sottolineato anche possibili effetti positivi: i fautori del doppio incarico CEO-presidente, al contrario, sostengono che lo svolgere contemporaneamente i due incarichi permetta all'impresa di seguire una chiara e unica direzione poiché questa deriva dalle intenzioni di un solo soggetto; di conseguenza ritengono che in tale situazione venga assicurata una risposta più rapida a quanto succede nel contesto esterno. La letteratura di fatto offre opinioni divergenti circa gli effetti in termini organizzati dovuti a questa pratica. Si può ritenere, dunque, che gli effetti di questa fattispecie si manifestino in maniera differente a seconda della specifica situazione contestuale dell'impresa.

❖ CEO indipendente: il CEO indipendente è quello che noi chiamiamo Amministratore Delegato (AD), ovvero un membro del Consiglio di Amministrazione in qualità di amministratore esecutivo, che viene formalmente delegato dal CdA e svolge compiti amministrativi, rappresentando il Consiglio stesso. All'AD è demandato il compito di riferire al CdA sull'andamento generale dal punto di vista amministrativo-gestionale, sulle operazioni ordinarie

e straordinarie di maggior rilievo, sul *fit* dell'organizzazione rispetto alla strategia e sulle attività e risultati di eventuali società controllate. Sempre secondo Chen e Hsu, il fatto che questo individuo operi in maniera disgiunta rispetto al CdA, ad eventuali altri AD e amministratori esecutivi comporta effetti positivi sul sistema di Corporate Governance, nonché sulle strategie di investimento. Questi effetti sono rintracciabili nella maggior indipendenza del Consiglio di Amministrazione, che coincide con un maggior numero di amministratori indipendenti: questi amministratori vengono considerati come maggiormente capaci di contrastare il potere del CEO e prevenire suoi possibili comportamenti opportunistici, maggiormente inclini a salvaguardare gli interessi degli azionisti, nonché in grado di migliorare il processo decisionale (Chen H., Hsu W., 2009, p. 351).

Da questo confronto, dunque, si evince che una scelta organizzativa come quella di concentrare o meno due cariche nella figura dell'Amministratore Delegato possa aprire scenari molto diversi tra loro in termini di composizione dell'organo amministrativo della società, nonché dal punto di vista della performance e del valore dell'impresa.

5. Stakeholder

Gli stakeholder, ossia i portatori di interessi, sono soggetti che, interfacciandosi con l'ambiente dell'impresa in maniera più o meno diretta, nutrono degli interessi nei confronti delle attività della stessa e possono influenzarne obiettivi e strategie. Tra queste figure possiamo annoverare: finanziatori (banche, istituti di credito ed azionisti), fornitori, partner commerciali, collaboratori, dipendenti, gruppi di interesse (abitanti in area limitrofe dell'azienda), pubblica amministrazione ed enti locali. Queste figure giocano un ruolo chiave nel sistema del Governo Societario e nella CSR (*Corporate Social Responsibility*, traducibile in Responsabilità Sociale d'Impresa). Per CSR si intende una sorta di policy a livello gestionale ed operativo che porta l'impresa a tenere in considerazione le dimensioni sociali e ambientali nelle loro operazioni commerciali e nei loro rapporti con le parti interessate. La Responsabilità

Sociale d'Impresa coincide, dunque, con la capacità da parte dell'impresa di creare valore economico ma soprattutto sociale, attraverso la gestione delle relazioni con i diversi *stakeholder* e il loro coinvolgimento nelle decisioni di carattere strategico (*stakeholder engagement*). Presidiare questa dimensione del sistema della CG significa principalmente operare in ottemperanza alle esigenze degli stakeholder: questo permette di avere un sistema agire con maggior trasparenza ed instaurare relazioni positive con tutti i soggetti di interesse, migliorando la performance dell'impresa e quindi il suo valore.

6. Trasparenza dei report finanziari

Uno dei maggiori obiettivi della Corporate Governance corrisponde alla necessità di realizzare una *compliance* aziendale rispetto alla policy stabilita internamente ed a tutto il sistema normativo nazionale ed internazionale a cui l'impresa è soggetta nel condurre le proprie attività. Tra gli obblighi che vengono imposti a livello legislativo vi è quello della comunicazione dei dati economico-finanziari periodici dell'impresa, che vengono analizzati per accertare che non l'impresa non abbia comunicato informazioni errate e che non stia conducendo attività illecite. Il fatto che le informazioni siano corrette, di facile fruizione e trasparenti significa ridurre l'asimmetria informativa tanto tra gli organi interni quanto tra l'ambiente interno all'impresa e quello esterno, facilitare le attività di monitoraggio e *risk management*, evitare sia potenziali sanzioni dovute ad errate comunicazioni finanziari sia guai con la legge per presunte attività illecite, migliorare la reputazione azienda e centrare l'obiettivo di compliance aziendale.

Queste sei dimensioni, originate dai Principi dell'OECD, sono fondamentali per costruire un sistema di Corporate Governance efficiente ed efficace. Presidiare queste variabili significa costruire un sistema di CG che conduca l'azienda al soddisfacimento di tutti gli interessi rilevanti degli azionisti, degli stakeholder e dell'azienda nel suo complesso.

CAPITOLO 2: dall'Innovazione agli investimenti in Ricerca e Sviluppo

2.1 Innovazione: l'evoluzione del concetto

Nel contesto economico odierno l'elemento che più di tutti discrimina le performance delle imprese e la loro capacità di raggiungere posizioni di vantaggio competitivo coincide con l'innovazione. La crescente importanza dell'innovazione è in parte dovuta alla globalizzazione dei mercati: non poche volte, infatti, è la pressione della concorrenza internazionale a imporre alle imprese di innovare in modo continuo allo scopo di produrre servizi e prodotti ad alto grado di differenziazione. L'innovazione, solitamente intesa come processo di carattere tecnologico, non è altro che il processo di sviluppo di un prodotto o servizio originale e nuovo, che ha luogo attraverso l'utilizzo di risorse produttive significative (eventualmente già presenti *in-house*, ma impiegate in modo diverso) e lo sfruttamento di conoscenze e *know-how* propri del capitale umano aziendale. Questo processo, tuttavia, non incide solamente nel modo in cui le imprese producono i propri beni e offrono servizi, bensì può rivoluzionare le metodologie organizzative grazie all'implementazione di nuovi processi o assettanti un elevato grado di sviluppo tecnologico che possono indurre l'impresa ad adottare nuove strategie ed assetti. L'innovazione, infatti, si presenta in due modalità distinte:

- Innovazione di prodotto, che consente alle imprese di tutelare i propri margini di profitto mediante un processo di differenziazione del portafoglio prodotti che si esplica nel miglioramento di prodotti esistenti e nella creazione di nuovi beni da offrire al mercato;
- Innovazione di processo, la quale garantisce alle imprese di migliorare l'efficienza ed efficacia dei propri processi di produzione ed organizzativi.

Joseph A. Schumpeter, nella storia del pensiero economico, risulta essere il primo studioso a portare un contributo di un certo livello sul tema in esame. L'economista austriaco definisce l'innovazione come "un evento irreversibile di distruzione creatrice" (J. A. Schumpeter, 1911). L'economista austriaco, dunque, prende le distanze dal pensiero economico classico, che considera l'innovazione come un processo di ottimizzazione di ciò che già esiste attraverso un approccio statico, promuovendo la

concezione secondo cui, in condizione di un'economia sana, l'innovazione si concretizza quando l'imprenditore introduce nuove combinazioni economiche all'interno del sistema (approccio dinamico). L'innovazione si configura come la risposta creativa delle

imprese e non la semplice reazione adattiva alle mutazioni che avvengono nel contesto economico. La moderna letteratura economica, approfondendo gli studi di Schumpeter, sottolinea fortemente come l'innovazione venga in essere solo attraverso un processo inventivo basato sulla creatività e le conoscenze che sfocia in qualcosa che si discosta in modo netto da ciò che era già presente. A tal proposito Paul Trott, docente Portsmouth Business School, ha definito il processo innovativo come "la gestione delle attività coinvolte nel processo di generazione dell'idea, sviluppo della tecnologia, produzione e marketing di un prodotto, processo e macchinario/impianto nuovo o migliorato" (Trott P., 2002). Occorre sottolineare come il primo aspetto che Trott menziona nella sua definizione sia "il processo di generazione dell'idea", ovvero la creatività: l'innovazione, dunque, non è frutto solamente di nuove combinazioni di elementi preesistenti, bensì raggiunge la sua massima espressione nella creazione di qualcosa di nuovo che non è mai stato presente nel mondo, qualcosa che può scaturire solo attraverso il concretizzarsi di nuove idee e lo sfruttamento di competenze significative. Tornando ai risultati ottenuti da Schumpeter, occorre sottolineare come i concetti di innovazione ed invenzione, quest'ultimo citato da Trott, non sempre coincidano: l'invenzione, infatti, è un processo scientifico che permette di concretizzare un'idea o un concetto ma non necessariamente sfocia in un'innovazione. L'innovazione, dunque, secondo quanto evinto dai risultati di Schumpeter, può presentarsi come:

- ❖ produzione di un nuovo bene;
- ❖ introduzione di un nuovo processo di produzione;
- ❖ apertura di un nuovo mercato;
- ❖ conquista di una nuova fonte di approvvigionamento di materie prime e/o di semilavorati;
- ❖ riorganizzazione di una qualsiasi industria (esempi in merito sono la creazione di un monopolio o la sua distruzione).

Gli studi di Schumpeter hanno permesso di dare una spiegazione rigorosa all'alternarsi, di fasi espansive e recessive all'interno del ciclo economico. Le innovazioni,

infatti, non vengono introdotte in misura costante, ma si concentrano in alcuni periodi di tempo, piuttosto che in altri. I periodi intensivi di innovazioni corrispondono quindi a fasi di forte espansione. A queste fasi di crescita esponenziale seguono le recessioni, nelle quali l'economia rientra in un equilibrio di flusso circolare in assenza di input innovativi che sconvolgano la situazione del mercato. La fase di equilibrio indotta dalle recessioni differisce da quella precedente nella misura delle innovazioni che sono intercorse tra l'una e l'altra.

2.2 Intangible assets: cosa sono e perché sono importanti

L'innovazione per poter concretizzarsi e quindi passare dalla fase in cui è costituita da idee e concetti a qualcosa di concreto come un prodotto o un servizio necessita della combinazione di diversi fattori. Questo passaggio dal piano astratto astrazione alla creazione vera e propria è mutuato da due categorie di risorse che vanno a comporre il patrimonio aziendale:

- Le risorse materiali, note come *tangible assets*, sono quei beni tangibile su cui l'impresa ha di fatto un controllo come le materie prime, i macchinari, i terreni, nonché le risorse economico-finanziarie. Il valore di questa categoria di risorse è tanto facile da evincere, essendo esse valutabili secondo criteri di carattere quantitativo ed essendo iscritte a bilancio, quanto scarsamente utile in termini di raggiungimento di posizioni di vantaggio competitivo.
- Le risorse immateriali, note come *intangible assets*, sono dei beni intangibili che difficilmente possono essere valutati in termini quantitativi. Queste risorse, infatti, sono di carattere qualitativo e, sebbene nella maggior parte dei casi non risultino iscritte nei bilanci, costituiscono una componente fondamentale del patrimonio dell'impresa. Questi *assets* devono il loro appellativo di intangibili proprio alla peculiarità di non poter essere contabilizzate ed essere quindi registrate nei documenti contabili delle organizzazioni. Tra queste risorse presenti in azienda si trovano il capitale umano (conoscenze, *know-how*, idee), le risorse tecnologiche (conoscenza generata da attività di ricerca e protette da brevetti e licenze, strumenti innovativi, software, laboratori), la reputazione, il brand e anche

i sistemi di controllo interno della CG. L'aggettivo "intangibili" che connota queste risorse è dovuto al fatto che generalmente questi elementi non trovano riscontro nelle scritture di bilancio delle società e quindi non possano essere suscettibili di valutazione economica.

Malgrado quest'ultima tipologia di risorse non sia facilmente valutabile in termini finanziari, essa risulta essere la componente che più ha rilevanza nei processi innovativi delle imprese e, soprattutto, nel raggiungimento di posizioni di vantaggio competitivo. Nelle organizzazioni, infatti, lo stock e la qualità di queste risorse vengono scrupolosamente valutate tramite indicatori specifici (KPI). L'IVSC (*International Valuation Standard Council*), per mezzo dello standard IVS 210, definisce le attività immateriali come "un'attività non monetaria che manifesta se stessa attraverso le proprietà economiche. Essa non ha essenza fisica, ma concede diritti e/o ritorni economici al suo proprietario" (IVSC, 2016). Secondo quanto stabilito dai principi contabili internazionali (IAS/IFRS) un'attività per essere classificata come intangibile deve rispettare, in conformità a quanto stabilito dallo IAS 38 (Attività immateriali) contemporaneamente tre requisiti:

❖ Identificabilità

Un'attività risulta identificabile se:

- a) è separabile, ossia può essere separata o scorporata dall'entità e venduta, trasferita, data in licenza, locata o scambiata, sia individualmente che insieme al relativo contratto, attività o passività identificabile indipendentemente dal fatto che l'entità intenda farlo o meno;
- b) deriva da diritti contrattuali o da altri diritti legali, indipendentemente dal fatto che tali diritti siano trasferibili o separabili dall'entità o da altri diritti e obbligazioni.

❖ Controllo sulla risorsa

Il controllo di un'attività si concretizza quando chi lo detiene ha la facoltà di usufruire dei benefici economici futuri che la risorsa può generare e può limitare l'accesso a tali benefici da parte di terzi.

❖ Esistenza di benefici economici futuri

Tra i benefici economici futuri si possono individuare i proventi originati dalla vendita di prodotti o servizi, i risparmi di costo ed eventuali altri benefici generati dallo sfruttamento dell'attività. L'attività intangibile, per essere considerata tale, deve necessariamente generare dei benefici che possono essere imputati al proprietario della stessa.

Secondo lo standard IVS 210, le attività immateriali possono essere ricondotte alle seguenti categorie:

- marketing-related: sono quelle finalizzati all'identificazione e alla promozione di prodotti e servizi, quali i marchi, il design, i domini Internet;
- customer-related: includono i database di clienti, i backlog, i portafogli lavori, etc.;
- artistic-related: derivano dal diritto di trarre benefici da opere dell'ingegno, quali canzoni, libri, film, rappresentazioni teatrali, etc.;
- contract-related: provengono da contratti aventi ad oggetto accordi di licensing e royalty, diritti radio-televisivi, diritti di sfruttamento di risorse, etc.;
- technology-based: derivano da diritto di utilizzare brevetti, formule, tecnologie, software, processi, etc.

Queste risorse, come anticipato precedentemente, rivestono un ruolo fondamentale nel raggiungimento di posizioni di vantaggio competitivo e risultano centrali nel processo di creazione di valore per l'impresa, per i clienti, nonché per gli azionisti e gli stakeholder. A tal proposito, è utile fornire alcuni esempi al fine di chiarire il ruolo fondamentale che questi asset rivestono per un'organizzazione. I brevetti, ad esempio, consentono alle società di proteggere le loro invenzioni da sfruttamenti ed emulazioni non autorizzate. La reputazione d'impresa, solitamente valutata attraverso l'identificazione e la predisposizione benevola nei confronti del brand, consente alle imprese di promuovere le vendite, di costruire fiducia ed accrescere la lealtà dei clienti nei confronti dell'azienda. Queste risorse risultano essere spesso più importanti rispetto a quelle materiali in virtù delle esternalità positive che sono in grado di generare.

2.3 La ricerca e sviluppo: caratteristiche e rapporto con l'innovazione

L'attività immateriale che più di tutte contribuisce a creare innovazione è costituita dalla cosiddetta ricerca e sviluppo (R&S o R&D – Research and Development in inglese). Le attività di R&S sono lo strumento che le aziende adottano per tradurre la creatività in innovazione concreta: partendo da un'idea, scaturita dalla creatività e dalle conoscenze dei soggetti che fanno parte del capitale umano aziendale, vengono condotti studi ed esperimenti che si traducono alla fine in un bene o servizio da offrire sul mercato. L'enciclopedia Treccani definisce la R&S come “Complesso di attività creative intraprese in modo sistematico sia per accrescere l'insieme delle conoscenze (ivi comprese quelle relative all'essere umano, alla cultura e alla società), sia per utilizzare tali conoscenze per nuove applicazioni. Con R&S (anche R&D, Research and Development) dal punto di vista del produttore di mercato ci si riferisce a quelle attività realizzate con il proposito di scoprire o sviluppare nuovi prodotti, incluse versioni migliorate di prodotti esistenti, o la scoperta e l'implementazione di nuovi o più efficienti processi di produzione”. E' utile analizzare la definizione appena citata per capire in maniera più approfondita come si caratterizza queste attività immateriale. Prendendo in considerazione l'espressione “attività creative intraprese in modo sistematico sia per accrescere l'insieme delle conoscenze (ivi comprese quelle relative all'essere umano, alla cultura e alla società), sia per utilizzare tali conoscenze per nuove applicazioni”, si fa riferimento alla fase che prende il nome di ricerca, la quale presenta due accezioni differenti: da un lato può essere intesa come attività per accrescere le conoscenze rispetto ad una particolare fattispecie o fenomeno, dall'altro come l'utilizzo delle conoscenze già possedute per nuovi ambiti di applicazione. Queste accezioni si riferiscono al fatto che la ricerca può essere declinata in due modalità distinte:

- La ricerca di base, detta anche pura, consiste negli sforzi orientati a comprendere meglio un argomento o ad approfondire la conoscenza di un'area scientifica, senza prendere in considerazione le potenziali applicazioni commerciali. Quindi si tratta di una ricerca fine a stesse, finalizzati ad ottenere una conoscenza maggiore in determinati ambiti di studio ed interesse.
- La ricerca applicata, invece, è orientata ad accrescere la comprensione di un problema al fine di soddisfare un particolare bisogno in modo

concreto. Si tratta di una fase di studio, che diversamente dalla precedente, è già in origine orientata a obiettivi di mercato ben definiti.

L'espressione "attività realizzate con il proposito di scoprire o sviluppare nuovi prodotti, incluse versioni migliorate di prodotti esistenti, o la scoperta e l'implementazione di nuovi o più efficienti processi di produzione", invece, si riferisce alla fase di sviluppo.

Il termine sviluppo, infatti, indica tutte le attività strumentali all'applicazione della conoscenza e del *know-how* dei ricercatori nella realizzazione di nuovi prodotti, materiali o processi. Questa fase non sfocia fin da subito nella realizzazione di un prodotto o servizio: il processo di sviluppo consiste innanzitutto nella costruzione di prototipi, la dimostrazione, la realizzazione di prodotti pilota, test e convalida di prodotti, processi o servizi nuovi o migliorati, effettuate in un ambiente che riproduce le condizioni operative reali laddove l'obiettivo primario è l'apporto di ulteriori miglioramenti tecnici a prodotti, processi e servizi che non sono sostanzialmente definitivi. Una volta che il prototipo o prodotto pilota vengono ritenuti completi e definitivi, si può passare alla produzione o distribuzione su larga scala del bene o servizio nel mercato. Il punto d'arrivo del processo di sviluppo, dunque, coincide con la realizzazione e commercializzazione di un bene o servizio, il può presentarsi come una versione migliorata di qualcosa preesistente o un'offerta totalmente nuova in grado di conquistare il mercato.

2.4 Gli investimenti in R&S: valore strategico e rapporto con la corporate governance

La creazione di un nuovo prodotto o servizio, l'introduzione di un nuovo sistema organizzativo o produttivo, l'apertura di un nuovo mercato e l'appropriazione di una nuova risorsa o fonte di approvvigionamento sono tutte attività che per essere presidiate richiedono uno sforzo in termini di investimento nelle attività di ricerca e sviluppo. Secondo lo studioso taiwanese Chen, gli investimenti in R&S costituiscono un input essenziale per consentire all'azienda di sviluppare il capitale intangibile, differenziarsi dai rivali e innovare prodotti e servizi. Lo studioso, inoltre, afferma che questi investimenti, qualora effettuati in qualità di *first mover*, permettono di compromettere il successo dei *competitors*, aumentare la quota di mercato e alterare le dinamiche di mercato, facendo

valere i vantaggi dell'aver agito con anticipo rispetto i rivali. Una carenza di investimenti in R&S, al contrario, può impedire all'impresa di contrastare le azioni dei concorrenti e può creare diseconomie dovute al cattivo tempismo con cui l'azienda ha investito nel *know-how* tecnologico (Chen H., 2014, p. 424). Per rimarcare l'importanza di queste strategie di investimento, l'economista O'Brien afferma che mantenere un tasso costante di investimento in R&S è un driver utile alle imprese per consolidare il proprio vantaggio competitivo (O'Brien J. P., 2003). L'economista taiwanese, nel definire la ricerca e sviluppo, pone altresì una grande attenzione sull'incertezza che è insita a questo tipo di investimenti: l'impiego di capitali in R&S risulta essere un'operazione delicata in quanto non vi è certezza circa la riuscita del progetto di ricerca e sviluppo, i quali sono connotati da processi tediosi, mansioni complesse e dalla necessità considerevole di risorse in termini di informazioni, tecnologia, conoscenza, esperienza e capitale. L'investimento in R&S, dunque, è una scelta strategica che espone a rischi il capitale investito e non dà certezze in termini di ritorno economico. Chen, infine, citando i risultati degli studi di Dalziel, Gentry e Bowerman, afferma che per le imprese è complicato sviluppare una capacità effettiva in R&S senza che vi sia una guida ed una disponibilità di risorse adeguata (Dalziel T., Gentry R. J., Bowerman M., 2011). Questa considerazione sulla necessità di una guida efficace affinché queste strategie di investimento siano attuabili suggerisce come la Corporate Governance rivesta un ruolo fondamentale nello gestire ed incentivare questi investimenti: dato che la CG deve occuparsi del raggiungimento degli obiettivi e della realizzazione delle strategie deliberate in ottemperanza al soddisfacimento degli interessi di azionisti e stakeholder (tra cui anche quello di ritorno economico), sarà il Governo Societario a deliberare su queste strategie di investimento e promuoverle per condurre l'azienda a posizioni di vantaggio competitivo. Tornando alle caratteristiche di questa tipologia di investimenti, invece, un ulteriore contributo viene dato da Baysinger et al. (1991): lo studio sottolinea come questi investimenti siano tanto rischiosi (alto tasso di fallimento) quanto altamente redditizi; a proposito della loro redditività afferma che essa si manifesta solo nel lungo periodo, mentre nel breve periodo questa risulta molto bassa se non assente. Lo studioso, inoltre, indaga su quella che è la percezioni circa tali investimenti da parte di azionisti (figure a cui è affidata l'amministrazione dell'azienda) e *managers* (figure che gestiscono in modo operativo la stessa) e sostiene a tal proposito che:

❖ Gli azionisti: sono inclini a questi progetti di investimento in quanto si attendono un effetto positivo e sulla performance aziendale e sui profitti personali di lungo periodo; gli azionisti sono più inclini ad intraprendere questi investimenti rischiosi in quanto possono gestire il rischio attraverso la gestione di portafogli di investimento diversificati.

❖ I *managers*: vendendo ampliate le loro posizioni di controllo e dipendendo il loro benessere dalla performance aziendale, vedono il rischio legato a queste operazioni come una minaccia per il loro lavoro e benessere. Il sistema remunerativo e di incentivo dei manager spesso dipende dal raggiungimento di determinati obiettivi di performance: per i managers, dunque, intraprendere dei progetti ad alto rischio, i cui benefici in termini economico-finanziari non sono né sicuri né fruibili nel breve periodo, rappresenta una ragione valida per opporsi e scoraggiare tali strategie di investimento. A differenza degli azionisti, inoltre, il rischio percepito dai *managers* non può essere gestito e limitato poiché non è solo di tipo finanziario. Il management quindi è solitamente più ben disposto nei confronti di progetti, i cui ricavi sono riscontrabili e misurabili nel breve periodo, piuttosto che intraprenderne altri che riducono il profitto netto del bilancio corrente e che fruttano solo nel lungo periodo.

L'amministrazione della società deve dunque cercare di incentivare i manager ad intraprendere i progetti di R&S, implementando un sistema di retribuzione ed incentivo che sia slegato da parametri economico-finanziari come la performance e che rifletta di più il contributo effettivo che essi forniscono all'organizzazione.

Riassumendo, i progetti di ricerca e sviluppo sono caratterizzati da:

❖ Grande ammontare di costi sommersi (*sunk cost*): costi già sostenuti e che non possono essere recuperati in alcun modo significativo;

❖ Alto rischio ed elevata probabilità di fallimento;

- ❖ Ricavi né immediati né sicuri (possono non essere generati o esserlo solo nel lungo periodo);
- ❖ La necessità di una grande dotazione di risorse da parte dell'azienda;

Secondo quanto evinto dai testi che verranno analizzati nel corso del capitolo successivo, l'intensità di investimento in ricerca e sviluppo dipende in maniera significativa dalle variabili che influenzano il sistema della Corporate Governance: la struttura proprietaria, ad esempio, influisce in maniera determinante sulle strategie di investimento in R&S; a tal proposito, Chen e Hsu sostengono che la concentrazione della proprietà in un nucleo familiare sia correlata negativamente all'intensità di investimento in ricerca e sviluppo (Chen H., Hsu W., 2009). Secondo i risultati ottenuti dagli stessi studiosi, un'altra variabile che impatta sulle strategie di investimento in R&S è costituita dalla struttura del Consiglio di Amministrazione: la figura del CEO, per esempio, a seconda che sia duale o indipendente produce effetti differenti sull'intensità delle spese in R&S. Gli stessi autori, analizzando le figure degli amministratori indipendenti ed esterni, confermano come una maggiore percentuale di queste figure nel CdA influenzi in maniera positiva la propensione verso investimenti di questa tipologia. E' possibile affermare dunque che le variabili che compongono le sei dimensioni della CG, analizzate nel paragrafo 1.4, abbiano un'influenza sulle scelte di investimento in ricerca e sviluppo. Viene confermato, dunque, il rapporto di dipendenza che lega le strategie in R&S al sistema del Governo Societario, il quale, tra i suoi compiti, vanta quello di implementare strategie ed assicurarsi che queste vengano seguite correttamente.

CAPITOLO 3: Analisi del rapporto Corporate Governance – investimenti in ricerca e sviluppo

3.1 Le fonti: dati utili e maggiori risultati

La letteratura economica, a partire dagli anni '70, ha analizzato spesso il tema del Governo Societario: gli studiosi hanno indagato la natura di questo sistema per comprendere da un lato come esso influenzi l'impresa in termini di performance, valore e strategie, dall'altro quali sono i fattori che ne determinano la struttura e la bontà del funzionamento. Per indagare in maniera più profonda il rapporto, menzionato poc'anzi, che lega il sistema della Corporate Governance e gli investimenti in ricerca e sviluppo, è utile avvalersi di svariati contributi letterari inerenti a questo tema per poter comprendere questo legame sotto diverse prospettive. I documenti che compongono le fonti strumentali all'analisi che viene condotta in questo capitolo sono stati pubblicati da riviste accademiche come *The Journal of Finance* o *Journal of World Business*, impegnate nella ricerca economico-finanziaria. L'analisi di questi paper è finalizzata riassumere i diversi risultati a cui gli studiosi son pervenuti, evidenziandone similitudini e differenze, e capire se vi sia conferma del fatto che alcuni fattori influenzano nel contempo la struttura di CG e la strategia di investimento in R&S, come sostenuto nello scorso capitolo, e che il modo in cui questi elementi si presentano nella realtà aziendale possa contribuire in maniera più o meno importante a promuovere strategie intensive in ricerca e sviluppo. La tabella 2, che viene riportata di seguito, raccoglie tutte le fonti e mostra per ogni documento preso in considerazione le seguenti informazioni: il campione analizzato, le variabili rilevanti utilizzate per avvalorare le tesi degli autori ed, infine, i risultati principali a cui gli studiosi sono giunti.

Tabella 2.1: Documenti che indagano il rapporto CG-investimenti in R&S

| Testi | Campione analizzato | Variabili rilevanti | Risultati principali |
|--|---|--|---|
| Baysinger et al-1991_AMJ - “Effects of Board and Ownership structure on Corporate R&D Strategy” | 176 aziende selezionate dalla lista Fortune 500 (periodo 1981-83) e non sono unicamente aziende intensive in R&D a differenza di studi precedenti | Investitori individuali, investitori istituzionali, concentrazione equity di questi investitori rispetto a spese R&D + Analisi: spesa R&D per impiegato (variabile dipendente), livelli di concentrazione di azioni tra investitori e % membri consigli d'amm (variabili indipendenti) | Diversificazione impatta negativamente R&D, dimensione invece positivamente + % maggiore di amministratori interni al CdA influisce pos. su R&D + Concentrazione della proprietà: se misurata come quote equity positivo + Concentr. Equity tra invest. Istituz. effetto positivo, tra invest. individuali effetto negativo |
| Chen-2014_CG - “Board Capital, CEO Power and R&D Investment in Electronics Firms” | 271 aziende del settore elettronico annoverate sul Taiwan Stock Exchange (periodo di 3 anni: 2007 - 2010) + caso Gavilan | Dipendenti: intensità spese R&D (livello R&D su vendite, risorse e numero di impiegati) Indipendenti: capitale del consiglio (umano + sociale) | Amministratori con elevato capitale umano possono influenzare positivamente R&D; amministratori con elevato capitale sociale possono influenzare positivamente R&D; Ruolo CEO: in prospettiva della teoria dell'agenzia negativo; nuova teoria dice che CEO potente influisce positivamente su amministratori e quindi su R&D |

| | | | |
|---|---|--|---|
| <p>Chen-Hsu-2009_FBR – “Family Ownership, Board dependence, and R&D Investment”</p> | <p>369 aziende del settore elettronico annoverate sul Taiwan Stock Exchange e Over-the-Counter Market nel periodo 2002-2007</p> | <p>Variabili dipendenti: intensità R&D Variabili indipendenti: Concentrazione della proprietà, composizione consiglio (amministratori interni ed esterni), ruolo del CEO e modalità in cui opera (duale o indipendente)</p> | <p>Proprietà familiare correlata negativamente a R&D, ma può gestire meglio gli investimenti e richiederne di meno ingenti; dualità del CEO ha effetti negativi su R&D, mentre CEO indipendente può portare effetti positivi</p> |
| <p>Choi et al-2011_RP – “Ownership and firm innovation in a transition economy: Evidence from China”</p> | <p>548 grandi imprese cinesi operanti pubblicamente nel 2001 e appartenenti a 8 settori diversi (automobile, chimica, comunicazione, elettronica, macchinari, farmaceutica, tessile ed energia). Queste aziende sono annoverate nella borsa di Shanghai e Shenzhen.</p> | <p>Variabili indipendenti: concentrazione della proprietà. Variabili di controllo: grandezza impresa, profittabilità, crescita, età, stock competenze, investimenti LP e distribuzione quote. Variabili dipendenti: performance innovazione.</p> | <p>Corporate governance-struttura proprietaria influenzano performance innovativa (caso economia di Transizione cinese). Proprietà interna: effetto negativo. Proprietà concentrata (azionisti maggioranza): effetti positivi. Proprietà stato: effetti positivi. Proprietà straniera-affiliazione a gruppi commerc.: effetti positivi.</p> |
| <p>Choi et al-2014_JWB – “Market-oriented institutional change and R&D investments: Do business groups enhance advantage?”</p> | <p>445 aziende presenti nella borsa Koreana nel periodo 1994-2006 (indipendenti e affiliate a gruppi)</p> | <p>Variabili dipendenti: intensità invest. R&D. e opportunità di crescita. Variabili indipendenti: cambiamento istituzionale</p> | <p>1) Nella fase iniziale del cambiamento il flusso di cassa operativo è meno correlato all'invest. R&D nelle aziende affiliate ai gruppi rispetto a quelle indipendenti. 2) Nella fase finale</p> |

| | | | |
|--|--|--|---|
| | | | <p>del cambiamento il flusso di cassa operativo è positivamente correlato agli invest. R&D degli affiliati rispetto alle aziende indipendenti. 3) Nella fase finale del cambiamento istituz. l'invest. R&D è meno positivamente collegato alle opportunità di sviluppo nelle aziende affiliate a gruppi rispetto a quelle indipendenti.</p> |
|--|--|--|---|

| | | | |
|---|---|---|---|
| <p>Chu et al-2016_JBR - “Corporate governance’ impact on research and development”</p> | <p>Campione di 11823 osservazioni di dati R&D di imprese di 38 paesi diversi nel periodo 1973-2014 (per ogni impresa imprese che emette ADR viene scelta una simile che non li utilizza per fare un confronto).</p> | <p>Variabili dipendenti: efficienza invest. R&D Variabili indipendenti: problemi agenzia, fattori governance aziendale (emissione ADR), struttura del consiglio e concentrazione proprietà, meccanismi di governance nazionali (sistema legale, tutela investitori)</p> | <p>1) Migliori meccanismi di governance a livello nazionale (common law/indice di protezione investitore elevato) consentono di risolvere problemi di agenzia, indurre efficienza più elevata per gli invest. R&D (R&D positivamente correlato al valore di mercato azienda). 2) L'emissione di ADR rafforza il livello di supervisione e riduce il problema di agenzia. Le compagnie che emettono ADR creano un alto valore di mercato per i loro invest. R&D rispetto a quelle che non li emettono.</p> |
|---|---|---|---|

| | | | |
|---|--|--|---|
| <p>Cui-Mak-2002_JCF - “The relationship between managerial ownership and firm performance in high R&D firms”</p> | <p>Circa 310 aziende annoverate in COMUSTAT nelle annate 1996 e 1998 e appartenenti a 7 settori considerati intensivi dal punto di vista R&D (Farmaceutico e biotecnologie, computer e articoli da ufficio, attrezzature per la comunicazione, elettronico, strumenti per misurazioni e analisi in laboratorio, apparati medicali e software-programmazione). Nel campione effettivo però rientrano solo le aziende che registrano un valore $\geq 10\%$ negli indici R&D/vendite e R&D/asset totali.</p> | <p>Variabili dipendenti: performance aziendale Variabili indipendenti: proprietà manageriale (proprietà totale di amministratori indipendenti ed esecutivi, proprietà manageriale individuale media, proprietà CEO), dimensione azienda (vendite), % debito, % fissa assets, intensità R&D, crescita</p> | <p>1) La media della proprietà manageriale totale nel campione considerato è pari al 15% e risulta maggiore di quelle registrate per i campioni del 1976, 1986/88 e 1999. Una più alta proprietà manageriale induce questo tipo di aziende a prediligere una concentrazione proprietaria e una remunerazione basate sulle quote al fine di allineare gli interessi di managers e azionisti. Il CEO, inoltre, solitamente possiede 1/3 della proprietà manageriale. 2) Relazione proprietà manageriale-Tobin Q: relazione negativa, quindi all'aumentare di pm, aumentano gli effetti di coinvolgimento. Q cresce significativamente quando pm si attesta su valori compresi tra 10 e 30% e superiori a 50%, il che conferma che le aziende intensive R&D necessitano di un'elevata pm</p> |
|---|--|--|---|

| | | | |
|--|--|--|--|
| | | | affinché vi sia allineamento di interessi. |
|--|--|--|--|

| | | | |
|---|--|---|---|
| <p>David et al-2008_AMJ - “THE IMPLICATIONS OF DEBT HETEROGENEITY FOR R&D INVESTMENT AND FIRM PERFORMANCE”</p> | <p>Campione di 1853 aziende pubbliche nipponiche (periodo 1982-2002). I dati sono stati ricavati da PACAP e Nikkei NEEDS database.</p> | <p>Variabili dipendenti: relational debt (prestiti bancari), transactional debt (bonds) e performance aziendale (valore simile Tobin Q, totale debiti + val. mercato equity/asset totali). I valori considerati sono una proporzione tra la tipologia di debito e il totale di debiti (prestiti + bonds). Variabili indipendenti: intensità R&D, asset totali, vendite, asset fissi, intensità pubblicità, volatilità e leva (deb tot/deb tot + valore mercato equity).</p> | <p>1) Debito è eterogeneo e i diversi tipi hanno implicazioni sulla performance. 2) Aziende intensive R&D: quelle che impiegavano maggiormente relational debt hanno avuto performance superiori rispetto a quelle che impiegavano maggiormente transactional, confermando che allineare la struttura di debito con gli invest R&D porta dei vantaggi di performance. 3) intensità R&D è associata ad alti livelli di relational debt sul totale debiti nella tarda fase di deregolamentazione, suggerendo che le imprese hanno allineato il mix di tipi di debito alla strategia di investimento solo quando hanno avuto libertà nell'accedere alle fonti di finanz. 4) altà intensità</p> |
|---|--|---|---|

| | | | |
|--|--|--|---|
| | | | R&D -> relational / bassa intensità R&D -> transactional |
| Deutsch-2007_CG – “The Influence of Outside Directors’ Stock-Option Compensation on Firms’ R&D” | 1188 aziende ricavate dalle 1500 imprese annoverate nel Standard and Poor’s ExecuComp database per il periodo 97-00. | Variabili dipendenti: intensità invest. R&D (spese R&D per impiegato). Var. indipendenti: remunerazione tramite diritti di opzione (per amministratori esterni in ogni anno fiscale) confrontata con la remunerazione per azioni destinata ai CEO. | 1) Remunerazione tramite diritti di opzione per amm. Esterni è correlata positivamente all'intensità di R&D. 2) L'interazione tra numero di direttori esterni e la percentuale di remunerazione tramite diritti di opzione è positivamente correlata all'intensità R&D. |

| | | | |
|---|---|---|--|
| <p>Eberhart et al-2004_JF - “An Examination of Long-Term Abnormal Stock Returns and Operating Performance Following R&D Increases”</p> | <p>3148 aziende che hanno avuto dati significativi in termini di crescita R&D tra il 1951 e il 2001 (COMPUSTAT e CRSP). Le imprese considerate hanno: a) una crescita R&D in corrispondenza di un aumento di R&D/assets; b) intensità R&D \geq 5%. Sia high-tech che low-tech.</p> | <p>Variabili dipendenti: intensità R&D Var. indipendenti: vendite, asset totali, spese R&D, tasso di crescita</p> | <p>1) Una crescita negli invest. R&D corrisponde ad un aumento anormale dei profitti di lungo periodo derivati da quote e della performance operativa lp. 2) Il mercato reagisce in ritardo ai benefici che gli invest R&D sono in grado di produrre (indipendentemente dal tipo di impresa) 3) Gli aumenti di profitto si riscontrano indipendentemente dal fatto che l'impresa si high/low-tech e che abbia un alto/basso tasso di crescita.</p> |
| <p>Gentry-Shen-2013_SMJ - “THE IMPACTS OF PERFORMANCE RELATIVE TO ANALYST FORECASTS AND ANALYST COVERAGE ON FIRM R&D INTENSITY”</p> | <p>2539 aziende del settore manifatturiero annoverate sul database COMPUSTAT per il periodo 1979-2005 (il campione è stato ridotto tenendo conto solo delle aziende che hanno vendite e asset totali > \$10mln, poi confrontate con database I/B/E/S</p> | <p>Variabili dipendenti: intensità R&D (spese R&D/vendite) Var. indipendenti: performance relativa alle previsioni (gap tra profitti per azione attuali e quelli previsti), analyst coverage (n° analisti impiegati per fare le previsioni), performance relativa alle aspirazioni storiche/sociali</p> | <p>1) Quando la performance non centra le previsioni degli analisti, c'è una relazione negativa tra il gap di performance relativo alle previsioni e l'intensità R&D (intensità R&D diminuisce all'aumentare del gap e la decrescita è più veloce quando la performance si attesta al di sotto</p> |

| | | | |
|---|---|---|--|
| | per i dati sulle previsioni dei flussi degli introiti). | (storica: ROA - ROA anno prec / sociale: ROA - mediana ROA delle aziende nello stesso settore e medesimo anno), intensità R&D passata (anno prec). | delle previsioni). 2) L'Analyst Coverage ha un effetto mitigatorio quando la performance si attesta al di sotto delle previsioni, gap performance relativo alle previsioni interagisce positivamente con intensità R&D dell'anno successivo (meccanismo di controllo per contenere problemi agenzia). 3) Quando la performance centra le previsioni, c'è una relazione negativa tra il gap di performance relativo alle previsioni e l'intensità R&D nell'anno successivo. |
| Giroud-Mueller-2011_JF - "Corporate Governance, Product Market Competition, and Equity Prices" | 3241 aziende ricavate dall'incrocio di dati tra datab IRRC e CRSP/Compustat per il periodo 1990-2006. Le aziende vengono distinte tra appartenenti a settori competitivi e non competitivi. | Variabili indipendenti: livello governance (G-index= 24 disposizioni in materia anti-acquisizione e diritti azionisti), competitività (HHI-index), settore industriale, profitti, costi, produttività del lavoro, diventare | 1) Gli effetti positivi di una buona governance sulla performance del mercato azionario sono più forti nei settori non competitivi (la stessa relazione è insignificante nei settori competitivi). Gli sforzi di policy per migliorare la governance possono beneficiare del |

| | | | |
|--|--|---|---|
| | | <p>target di fondi di investimento attivisti.</p> <p>Variabili dipendenti: valore impresa, performance operativa.</p> | <p>concentrarsi sui settori non competitivi. 2) Governance debole si associa a minor performance operativa, maggiori spese ed assoggettamento ad acquisizioni di attività. 3) Nei settori non competitivi gli analisti sottostimano l'effetto della governance sulle previsioni dei profitti. 4) Le aziende con governance debole mediamente fanno più acquisizioni di attività che spesso distruggono valore (settori non competitivi). 5) Le imprese con governance debole nei settori non competitivi hanno remunerazioni equity, performance operativa e valore aziendale minore. Inoltre, hanno una minore produttività di lavoro e maggiori costi di input.</p> |
|--|--|---|---|

| | | | |
|--|---|---|--|
| <p>Hillier et al-2011_JIBS - “The impact of country-level corporate governance on research and development”</p> | <p>1287 aziende annoverate nel Worldscope database nel periodo 1990-2003 (Unione Europea, USA e Giappone). Settori: materiali, beni di primo consumo, beni secondari, salute, energia, bene e servizi per le aziende, IT, servizi pubblici.</p> | <p>Variabili dipendenti: spese R&D Variabili indipendenti: CG a livello nazionale, liquidità di cassa, dimensione azienda, livello sviluppo economico a livello nazionale, sistema giuridico di protezione investitori</p> | <p>1) Le aziende che operano in paesi con alto livello di protez. per investitori hanno un R&D che è meno sensibile alle variazioni di cash flow 2) Lo sviluppo del sistema finanziario riduce la sensibilità dell'R&D rispetto al cash flow. 3) Una struttura forte di CG aziendale riduce la sensibilità dell'R&D rispetto al cash flow. 4) Un sistema di CG nazionale forte riduce la sensibilità dell'R&D rispetto al cash flow.</p> |
|--|---|---|--|

| | | | |
|--|--|--|--|
| <p>Honoré et al-2015_RP – “Corporate governance practices and companies’ R&D intensity: Evidence from European countries”</p> | <p>177 aziende europee ricavate dai database di Vigeo (agenzia di rating CSR indipendente) per il periodo 2003-7. Settori: tecnologico-hardware, chimico e automobile.</p> | <p>Var. dipendente: intensità R&D (spese R&D/vendite tot) Var. indipendenti: limitazioni agli strumenti anti-acquisizione e restrizioni ai diritti di voto, consenso degli azionisti al meeting annuale, rapporto remunerazione manager-performance finanziaria, limitazioni all'indennità di buona uscita dei manager</p> | <p>1) La limitazione agli strumenti anti-acquisizione e le restrizioni sui diritti di voto si associano negativamente all'intensità R&D. 2) Un più forte consenso degli azionisti al meeting annuale si associa negativamente all'intensità R&D. 3) Un sistema di remunerazione basato sulla performance finanziaria è correlato negativamente all'intensità R&D.</p> |
| <p>James-McGuire-2016_JBR – “Transactional-institutional fit: Corporate governance of R&D investment in different institutional contexts”</p> | <p>1039 aziende da 12 paesi del mondo (East Asia, Western Europe and North America) per il periodo 1997-2010. Campione ricavato da Bureau Van Dijk Osiris database.</p> | <p>Var. dipendente: performance aziendale (val. mercato equity + val contabile debiti/asset totali). Var indipendenti: intensità R&D, uso di prestiti bancari.</p> | <p>1) Interazione positiva tra debito da prestiti bancari e intensità R&D rispetto alla performance in sistemi basati sul prestito bancario (relational). 2) L'interazione al punto 1 ha un effetto più forte sulla performance aziendale in sistemi basati sul mercato (transactional) 3) La stessa interazione ha un effetto negativo sulla performance in sistemi basati sul mercato.</p> |

| | | | |
|--|---|---|--|
| <p>Kim et al-2008_OS – “Ownership Structure and the Relationship Between Financial Slack and R&D Investments: Evidence from Korean Firms”</p> | <p>253 aziende intensive in R&D annoverate su KSE (borsa koreana) per il periodo 1998-2003.</p> | <p>Var. dipendente: intensità R&D (spese R&D/vendite totali) Var. indipendenti: financial slack, ovvero fondi di copertura finanziaria (liquidità + titoli commerciabili/passività), proprietà affiliata, proprietà istituzionale domestica, proprietà straniera, proprietà familiare</p> | <p>1) I fondi di copertura hanno una relazione a forma di U rovesciata con gli invest. R&D (direttamente proporz.) 2) proprietà familiare modera positivamente la relazione tra slack e R&D del primo punto. 3) proprietà istituzionale domestica modera negativamente la suddetta relazione 4) proprietà straniera modera negativamente la stessa relazione</p> |
| <p>Le et al-2006_JBR – “The moderating effects of external monitors on the relationship between R&D spending and firm performance”</p> | <p>196 aziende del settore tecnologico e farmaceutico-medicale per il periodo 1996-2001. I dati provengono dagli indici del settore tecnologico di Dow Jones USA.</p> | <p>Var. dipendente: performance aziendale Var. indipendenti: spese R&D, numero di analisti di profitto, percentuale di amministratori indipendenti esterni effettivi, proprietari istituzionali (buy-and-hold= fondi pensionistici, quick-entry-and-exit= fondi comuni di invest.)</p> | <p>1) Gli investitori istituz. Buy-and-hold e quick-enter-and- exit hanno un effetto moderatore sulla forma della relazione spese R&D-performance. 2) Gli amministratori esterni influenzano la forza della relazione, ma non la forma. 3) Gli investitori istituz. influenzano la forma della relazione. 4) Gli analisti dei profitti non impattano sulla relazione, ma hanno un effetto significativo sulla performance.</p> |

| | | | |
|--|---|---|--|
| <p>Lhuillery-2011_ICC - “The impact of corporate governance practices on R&D efforts: a look at shareholders’ rights, cross-listing, and control pyramid”</p> | <p>41273 aziende controllate da 9667 gruppi per biennio 2000-1 (Vigeo, LIFI, INSEE)</p> | <p>Variabili dipendenti: intensità R&D</p> <p>Variabili indipendenti: Governance policy (G1), communication (G2–G5), market for corporate control (G6), board organization (G7), compensation schemes (G8), and litigations (controversie) (G9)</p> | <p>1) L'intensità R&D è maggiore nelle imprese democratiche rispetto a quelle dittatoriali. 2) Le imprese democratiche hanno una migliore comunicazione, politiche di governance ben definite, composizione del consiglio e struttura remunerativa orientate agli azionisti, mentre peccano sul sistema di voto, che è dannoso per gli azionisti. 3) Possono coesistere più strutture di governance in un singolo ambiente istituzionale. 4) Le imprese dittatoriali non si impegnano per i diritti degli azionisti. 5) Le regole di voto, la comunicazione e la policy di gov. hanno impatto positivo su intensità R&D. 6) Imprese più grandi sono più spinte ad intraprendere attività R&D e la loro intensità è maggiore, ma questa influenza positiva tende a decrescere all'aumentare delle</p> |
|--|---|---|--|

| | | | |
|---|---|--|---|
| | | | dimensioni dell'azienda. 7) Nei gruppi l'intensità R&D di un'azienda può stimolare gli invest delle altre affiliate (complementarietà delle attiità R&D nei gruppi). 8) il modello ibrido non porta effettivi positivi alla performance. 9) Il controllo piramidale ha effetti negativi sull'intensità R&D. |
| Miozzo-Dewick-2002_RP – “Building competitive advantage: innovation and corporate governance in European construction” | 17 aziende del settore costruzioni operanti in 5 diversi paesi europei (Germania, Svezia, Danimarca, UK, Francia). Le imprese provengono da individual firms' Annual Reports (1998); European International Contractors (1998). | Variabili dipendenti: intensità investimenti in R&D (innovazione). Variabili indipendenti: concentrazione proprietà e di controllo, ricavi derivanti dell'estero, struttura manageriale, forme di partecipazione incrociate (partnership) con fonti di conoscenza (altre imprese, clienti, governi, istituti di ricerca). | Lo sviluppo di innovazioni strategiche e di competenze operative dipende da 3 fattori: la struttura proprietaria e gestionale adottata; la creazione di istituzioni interne che facilitino la diffusione di nuovi processi e pratiche fra le divisioni; relazioni di lungo termine tra imprese e le relazioni con fonti di conoscenza esterne |

| | | | |
|--|---|--|--|
| <p>Munari et al-2010_RP - “The effects of owner identity and external governance systems on R&D investments: A study of Western European firms”</p> | <p>1000 aziende del settore manifatturiero quotate per l'anno 1996 (Francia, Germania, Italia, Norvegia, Svezia e UK)</p> | <p>Var. dipendente: intensità R&D Var. indipendenti: family share (pacchetto azionario controllato da famiglie o aziende non quotate), state share (pacchetto azionario controllato da un governo nazionale, un'autorità locale o un'agenzia governativa)</p> | <p>1) Nel campione considerato le aziende controllate dagli azionisti di maggioranza vanno per la maggiore. 2) Le aziende widely-held o controllate dallo stato sono più propense a divulgare le spese R&D. 2) La privatizzazione di un'azienda spesso porta ad una riduzione degli invest R&D. 3) La proprietà familiare ha un effetto negativo sugli invest. R&D. 4) Le società controllate da istituzioni finanziarie non sono propense a divulgare gli invest R&D. 5) Il rapporto concentrazione proprietà-intensità R&D non può essere compreso se non viene rapportato a fattori specifici di una nazione (sistemi finanziari e di governo).</p> |
|--|---|--|--|

| | | | |
|---|--|---|--|
| <p>Osma-2008_CG - “Board Independence and Real Earnings Management: The Case of R&D Expenditure”</p> | <p>3438 aziende britanniche non finanziarie per il periodo 1989-2002</p> | <p>Variabili dipendenti: spese R&D Variabili indipendenti: perdite consecutive, decrescite dei ricavi consecutive, composizione CdA</p> | <p>1) Le imprese intensive in R&D non hanno un CdA più debole 2) Le imprese che nell'anno precedente non hanno centrato gli obiettivi sono più propense ad operari tagli nelle spese R&D. 3) La percentuale di amministratori interni influisce positivamente sulle spese R&D. 4) Le imprese con CdA maggiormente indipendente sono propense ad incrementare le spese R&D anche se è stato mancato un obiettivo. 5) Le imprese con Cda dominato da amministratori interni sono propense a ridurre spese R&D a seguito di un mancato obiettivo.</p> |
|---|--|---|--|

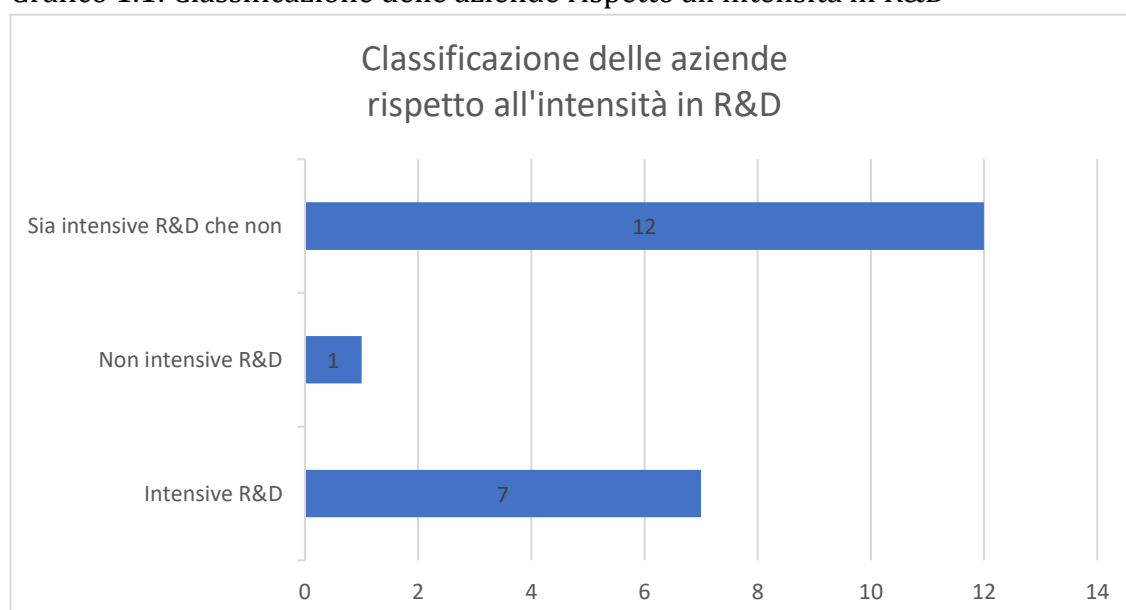
Fonte: Nostra produzione

Mentre i risultati a cui gli studiosi saranno discussi e analizzati nel corso del prossimo paragrafo, è utile fare alcune considerazioni sui campioni e la variabili analizzate dai vari studiosi per capire se vi sono similitudini o differenze negli approcci adottati.

➤ Campione analizzato

Per quanto riguarda il campione impiegato per le analisi condotte dai diversi autori è possibile fare una serie di considerazioni per comprenderne maggiormente le caratteristiche. La prima informazione rilevante è che la somma dei campioni utilizzati nei 20 documenti presi in considerazione corrisponde a 74591 aziende osservate. I campioni impiegati provengono principalmente delle seguenti banche dati: Fortune 500, Taiwan Stock Exchange, borsa di Shangai e Shenzen, borsa koreana (KSE), titoli ADR, Compustat, CRSP, PACAP, Nikkei NEEDS, Standard and Poor's ExecuComp database, IRRC, Worldscope database, Vigeo, Bureau Van Dijk Osiris database, Indice Dow Jones, Individual firms' Annual Reports, European International Contractors e Datastream database. Le aziende che fanno parte dei campioni utilizzati dagli autori appartengono alle seguenti aree geografiche: Stati Uniti d'America, Europa e Asia (Cina, Korea e Giappone). Un'altra caratteristica di interesse è il tipo di aziende che compongono i campioni e per questo di seguito viene proposto un grafico che mostra la divisione delle aziende osservate sulla base dell'intensività in ricerca e sviluppo delle stesse.

Grafico 1.1: Classificazione delle aziende rispetto all'intensità in R&D



Fonte: Nostra produzione

Quindi tra i campioni di aziende considerate dagli autori si possono individuare 12 campioni di aziende sia intensive in ricerca e sviluppo che non intensive, 7 campioni di aziende appartenenti unicamente a settori intensivi in R&S ed un unico caso di aziende non intensive per questo fattore. La differenza nelle osservazioni che compongono i campioni si spiegano nelle differenti finalità delle ricerche svolte dagli autori: in alcuni casi gli autori hanno svolto un'analisi comparativa sugli effetti che i fattori che regolano il sistema della CG hanno sull'intensità degli investimenti in ricerca e sviluppo di aziende appartenenti sia a settori intensivi in R&S sia in settori non intensivi. Altri studiosi, invece, hanno analizzato lo stesso fenomeno facendo riferimento solamente ad imprese di settori in cui vi sono elevati investimenti nella ricerca. Nell'unico caso in cui sono state considerate imprese di settori non intensivi in R&S, l'autore ha indagato i benefici in termini di innovazione e vantaggio competitivo portati da l'implementazione di un buon sistema di CG per questo tipo di realtà. Per quanto riguarda le tipologie di aziende che compongono i campioni delle ricerche considerate, si può dire che il 60% dei campioni riguarda aziende sia intensive che non intensive in R&S, il 35% è dato da aziende che fanno parte di settori in cui le spese in ricerca e sviluppo sono elevate (settori high-tech), mentre solo lo 0,05% dei campioni riguarda imprese di settori in cui non vi sono investimenti ingenti nella ricerca. Un altro dato degno di nota è quello riguardante i settori in cui operano le imprese che compongono i campioni, che possono essere riassunti principalmente nei seguenti:

- Elettronico;
- Tecnologico-hardware-software;
- Automobile;
- Farmaceutico-medicale;
- Chimico;
- Costruzioni-edilizia;
- Energia;
- Produzione beni primari;
- Produzioni beni secondari;
- Servizi pubblici;
- Beni e servizi per le aziende;
- Macchinari;
- Tecnologia dell'informazione (IT);

- Comunicazione.

I settori sopra menzionati si possono rintracciare nella maggior parte dei campioni dei documenti presi in considerazione, mentre in altri manca un'indicazione dettagliata circa il settore in cui operano le aziende considerate oppure viene indicato come settore del campione quello manifatturiero, che di fatto comprende molti dei settori che sono stati appena elencati. Il fatto che vi sia in vari testi una corrispondenza tra i settori a cui appartengono le imprese osservate consente di affermare che da un lato questi siano tra i settori in cui l'ammontare degli investimenti in R&S risulta più significativo, dall'altro che i dati economico-finanziari che riguardano queste strategie siano di più facile reperibilità, data l'importanza che questi investimenti rivestono per questo tipo di aziende in termini di vantaggio competitivo. Un ulteriore elemento di interesse, infine, è costituito dall'intervallo temporale in cui vengono considerate le osservazioni. L'arco temporale medio delle osservazioni è 12,14 anni: tra i campioni impiegati dagli studiosi troviamo osservazioni che si riferiscono tanto a periodi brevi come un singolo anno, tanto a periodi particolarmente estesi come 51 anni. La maggior parte dei campioni utilizzati, nonostante l'arco temporale di osservazione differente, risulta essere considerata in periodo simile, ovvero quello compreso tra il 1990 e i primi anni 2000. Questo periodo comune studiato da parte dei ricercatori probabilmente è stato preso in considerazione per due motivi: il primo potrebbe essere che a partire dagli anni 90 si è registrato un incremento significativo di investimenti in R&S, il secondo, conseguente al precedente, riguarda la disponibilità di informazioni a bilancio relativo a questo tipo di spese da parte delle aziende, elemento che consente di studiare efficacemente la diffusione e l'intensità di questi investimenti.

➤ Variabili rilevanti

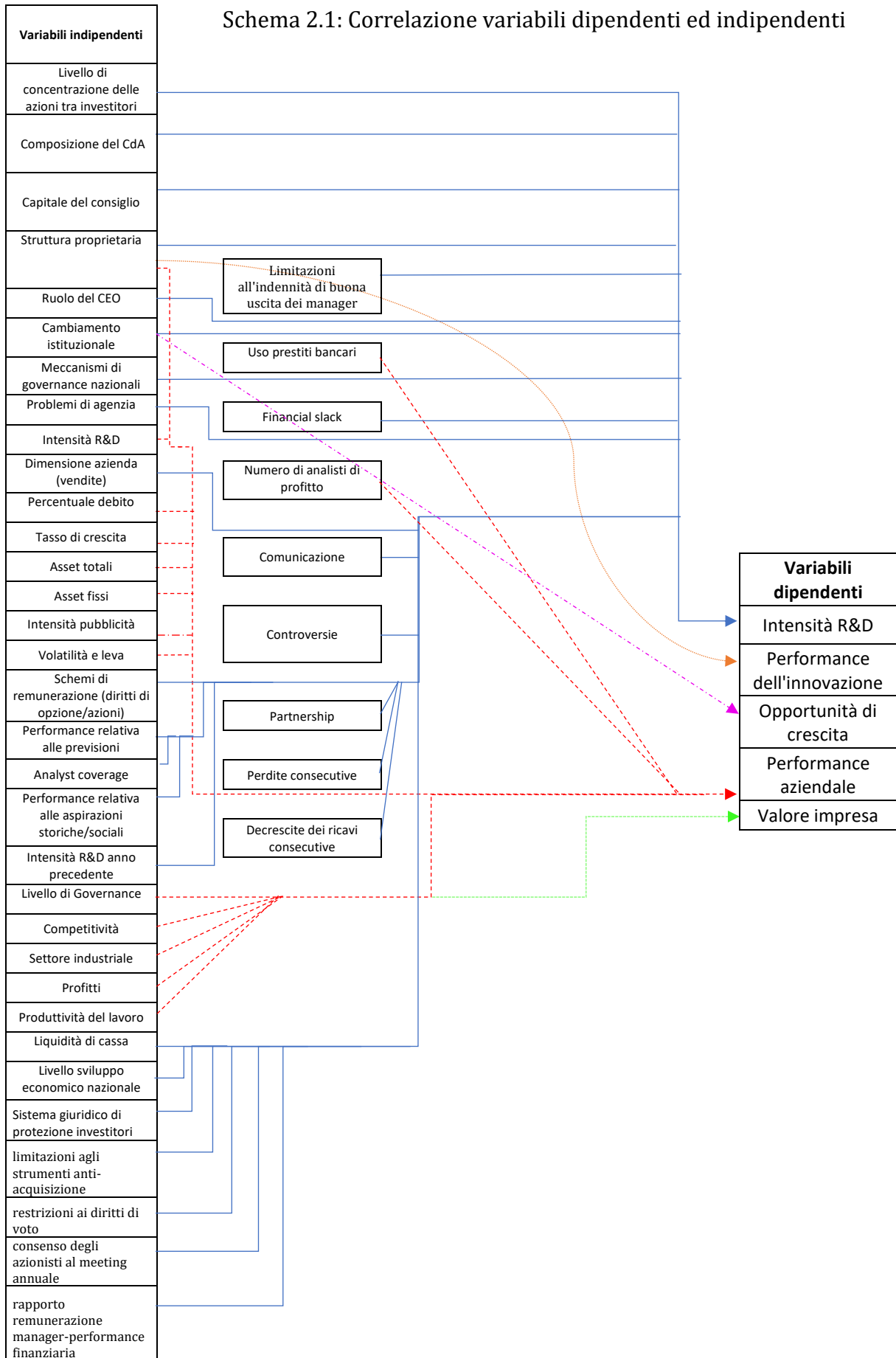
Nei vari documenti che vengono analizzati in questo capitolo gli studiosi hanno esaminato una serie di variabili, attraverso le quali formulare delle considerazioni rispetto al campione scelto, formulare delle ipotesi ed avvalorare i risultati che scaturiscono dalla ricerca condotta. Le variabili prese in esame si distinguono principalmente in:

❖ Variabili dipendenti: una variabile viene definita dipendente quando esiste una relazione che la lega ad altre variabili. In sostanza si tratta di un elemento che cambia al variare di altri fattori;

❖ Variabili indipendenti: una variabile viene definita indipendente quando il suo andamento non viene influenzato da altri elementi, ossia non vi è un legame che la lega ad altri elementi.

In alcuni studi viene impiegata anche un'altra tipologia di variabile, ovvero le variabili di controllo: questi elementi vengono stabiliti dal ricercatore e corrispondono a valori costanti, che determinano la bontà del rapporto di correlazione tra variabili dipendenti ed indipendenti. Una variazione di questi elementi può invalidare la correlazione tra variabili dipendenti ed indipendenti, inficiando i risultati a cui il ricercatore è pervenuto nel corso della sua analisi. Dato il ruolo di controllo rispetto alla bontà dell'analisi svolta da queste ultime, verrà posta maggiore attenzione sulle prime tipologie di variabili: esse rivestono un'importanza maggiore, poiché permettono di comprendere quali sono gli elementi delle realtà aziendali considerati dagli studiosi nei campioni, i quali coincidono con le dimensioni rilevanti che influenzano la struttura di Corporate Governance, nonché le strategie di investimento in ricerca e sviluppo. A tale proposito, infatti, analizzando la colonna relativa alle variabili riportata nella tabella 2, si può notare come le variabili di controllo non siano state riportate al fine di stabilire il focus sulle prime due tipologie. Analizzando la medesima colonna, si evince da subito come vi siano molte analogie nelle variabili studiate dagli autori, specie per quanto riguarda le variabili dipendenti, fra le quali spicca per frequenza di impiego la variabile relativa all'intensità di ricerca e sviluppo. Ciò non significa che vi siano solo analogie: fra le variabili indipendenti, ad esempio, si registra una variabilità elevata circa gli elementi oggetti di studio. Di seguito viene riportato uno schema che rappresenta le variabili impiegate e le relazioni che legano le variabili indipendenti e dipendenti.

Schema 2.1: Correlazione variabili dipendenti ed indipendenti



Fonte: Nostra produzione

Prima di commentare lo schema 2.1, occorre innanzitutto fare una serie di precisazioni per poterlo comprendere al meglio. Facendo un confronto tra le variabili riportate nella tabella 2.1 e quelle presenti nello schema riportato sopra, si può notare come tra le variabili indipendenti elencate nello schema e quelle nella tabella vi siano delle discrepanze: alcune variabili, infatti, sono state ricondotte ad una variabile univoca poiché è stata indicata una variabile generale presente in alcune analisi che poteva comprendere quelle più specifiche dello stesso ambito presenti in altri studi. Questo è il caso, ad esempio, della variabile “struttura proprietaria”, la quale comprende alcune variabili che sono appunto ad essa riconducibili tra cui: concentrazione della proprietà (che sta ad indicare il medesimo concetto) e proprietà manageriale. La stessa situazione si presenta anche per la variabile “composizione del CdA”, la quale include la “percentuale di membri del Consiglio di Amministrazione” (intesa come percentuale di membri interni ed esterni all’azienda) e la “percentuale di amministratori indipendenti esterni effettivi”. Questo processo coinvolge, inoltre, la variabile “schemi di remunerazione”, la quale comprende la remunerazione tramite diritti di opzione e quella tramite azioni. Passando ora al commento dello schema proposto e, dunque, delle variabili impiegate, si può affermare innanzitutto che la maggior parte delle variabili indipendenti considerate siano correlate alla variabile dipendente “intensità R&D”, la quale è di gran lunga la variabile più studiata nei vari testi esaminati. Questo significa che le ricerche degli studiosi si sono incentrate nella maggior parte dei casi nell’analizzare gli elementi che portano a variazioni dell’intensità degli investimenti in ricerca e sviluppo. Le variabili impiegate con più frequenza per studiare le oscillazioni dell’intensità R&D risultano essere: la struttura proprietaria, la composizione del Consiglio di Amministrazione, i meccanismi di governance nazionali, la dimensione aziendale in termini di vendite, gli asset posseduti dall’azienda ed il livello di Governance aziendale. Il fatto che tra queste variabili siano presenti la struttura proprietaria e la composizione del CdA non fa che confermare quanto era stato affermato nel paragrafo 2.4: queste variabili, le quali giocano un ruolo fondamentale nel definire la struttura della CG di un’azienda, risultano essere determinanti anche nell’incentivare o scoraggiare l’adozione di strategie di investimento in ricerca e sviluppo. A tal proposito si analizzerà il rapporto tra queste variabili e l’intensità di investimenti R&D nell’analisi che verrà presentata nel prossimo capitolo. Ponendo nuovamente il focus sulle variabili, si può notare come l’intensità R&D venga utilizzata come variabile indipendente: alcuni autori, infatti, in controtendenza rispetto

alla maggioranza si sono concentrati nel capire come questa variabile, unitamente ad altre come il livello di Governance aziendale, la dimensione aziendale, gli asset, il tasso di crescita ed i profitti, sia in grado di influenzare l'impresa in termini di performance. Parallelamente a quest'ultimo filone di ricerca, alcuni studiosi hanno posto l'accento sul fatto che le stesse variabili menzionate poc'anzi, combinate con lo studio di competitività e settori industriali, abbiano ripercussioni sul valore d'impresa. Per quanto riguarda, invece, le variabili dipendenti "opportunità di crescita" e "performance dell'innovazione" è possibile affermare che siano correlate ad un numero esiguo di variabili indipendenti e che costituiscano, quindi, degli ambiti di ricerca meno approfonditi tra quelli proposti nei documenti presi in considerazione. Per comprendere maggiormente come gli studi siano sbilanciati verso alcune aree di studio piuttosto che altre è utile portare qualche dato, ricavabile dallo schema 1 riportato in precedenza. Le variabili si distinguono in: 42 variabili indipendenti e solamente 5 dipendenti. Sul totale di 42 variabili indipendenti, 26 sono correlate unicamente all'intensità R&D, 9 sono impiegate solamente nello studio della performance d'impresa, le 7 variabili rimanenti vengono impiegate nello studio sia di questi due prime variabili sia nelle analisi relative alla performance dell'innovazione, alle opportunità di crescita, nonché al valore d'impresa. I numeri, dunque, confermano non solo come la variabile dipendente più studiata sia proprio l'intensità R&D, bensì come quest'ambito di ricerca sia quello che coinvolge la maggior parte delle variabili indipendenti selezionate dagli studiosi per condurre le loro ricerche.

3.2 Analisi: discussione dei risultati ottenuti dagli studiosi

In questo paragrafo viene presentata un'analisi approfondita dei risultati ottenuti dagli studiosi nelle ricerche prese in considerazione per sviluppare il presente elaborato. Innanzitutto, prima di commentare i risultati ottenuti dagli studiosi, è fondamentale stabilire gli obiettivi che ci si pone di centrare attraverso l'analisi. Questi obiettivi possono essere identificati nei seguenti:

1. la finalità primaria dell'analisi è quella di voler confermare come vi sia corrispondenza tra le variabili che influenzano la struttura della CG e quelle che moderano l'intensità degli investimenti in ricerca e sviluppo ed in generale

individuare tutti gli elementi che incentivano queste strategie di investimento, sottolineando analogie e differenze nei risultati ottenuti dai ricercatori;

2. Il secondo obiettivo consiste nel confermare come questo tipo di investimenti siano strumentali allo sviluppo dell'azienda in quanto ne aumentano la performance.

I dati impiegati per condurre l'analisi sono quelli riportati alla voce "risultati principali" della tabella 2.1 e verranno commentati suddividendoli in base alla variabile dipendente principale considerata nei vari studi.

➤ Intensità R&D

Come affermato in precedenza, nella maggior parte delle ricerche considerate gli studiosi hanno focalizzato i loro sforzi nell'indagare quali sono gli elementi che influenzano la variabile relativa all'intensità degli investimenti in ricerca e sviluppo.

Il primo contributo relativo a questo filone di ricerca proviene da Baysinger, Kosnik e Turk (Baysinger et al.), i quali hanno studiato le variazioni dell'intensità R&D considerando la struttura proprietaria, la composizione del CdA, la diversificazione e la dimensione aziendale. Baysinger et al. hanno evidenziato in primo luogo come la diversificazione, ossia il processo di ampliamento della gamma di beni e servizi offerti, sia un fattore correlato in maniera negativa agli investimenti in R&S. Questa relazione negativa è riconducibile al fatto che un'offerta più ampia in termini di beni e servizi, implichi necessariamente degli investimenti più cospicui in ricerca e sviluppo, il che può scoraggiare la proprietà, ma soprattutto il management ad intraprendere strategie intensive in R&S che impattano sulla performance di breve periodo. La dimensione aziendale, definita sull'ammontare delle vendite aziendali, invece, risulta incidere in maniera positiva sull'intensità di questo tipo di investimenti: all'aumentare della disponibilità di risorse, corrisponde una maggior propensione verso queste strategie di investimento. La composizione del CdA, inoltre, viene individuata come ulteriore variabile critica rispetto all'intensità delle spese di R&D: gli autori sostengono che una percentuale maggiore di amministratori interni, ossia membri eletti fra i membri del Consiglio di Amministrazione interni all'azienda, si associ positivamente all'intensità R&D; gli autori motivano tale risultato sulla base del fatto che gli obiettivi degli amministratori interni vengono considerati maggiormente in sintonia con quelli della proprietà ed azioni e ciò

dovrebbe favorire l'implementazione di queste strategie di investimento. La proprietà, infine, è l'ultimo ingrediente fondamentale tra quelli che moderano l'intensità R&D. Secondo i ricercatori, infatti, la concentrazione della proprietà misurata in termini di equity, ossia il capitale di rischio apportato dai soci, ha nel complesso effetti positivi sull'intensità R&D: se la concentrazione di equity si riscontra tra investitori istituzionali si riscontra un effetto positivo, se l'equity, invece, è concentrato tra investitori individuali si registra un impatto negativo sull'intensità di investimento. Il secondo contributo di ricerca è quello di Chen, il quale ha analizzato l'impatto del capitale del consiglio sull'intensità R&D. L'autore, partendo dalla teoria della dipendenza da risorse, afferma come il membri del CdA siano dotati di due tipologie di capitale: il capitale umano inteso come le conoscenze e le abilità che gli amministratori apportano all'impresa e che sono frutto dell'istruzione e l'esperienza imprenditoriale da loro acquisita; il capitale sociale che si esplica nella capacità da parte degli stessi amministratori di accedere alle risorse attraverso la loro abilità di intrecciare legami con soggetti di interesse. Il primo tipo di capitale conferisce agli amministratori le conoscenze, la capacità di elaborare informazioni e di valutazione strumentali ad una migliore implementazione delle strategie e valutazione di progetti di investimento. Il capitale sociale, invece, garantisce un miglior flusso informativo e di approvvigionamento tra l'impresa e l'ambiente esterno, consentendo un'acquisizione più efficiente delle risorse e riducendo l'incertezza legata alle attività di R&D. Un'elevata dotazione di capitale del consiglio (umano + sociale), detto anche *Board Capital*, impatta positivamente sull'intensità di investimento in progetti di ricerca e sviluppo. L'effetto del Board Capital è stato poi considerato in relazione al ruolo del CEO nel contesto aziendale: nella prospettiva della teoria dell'agenzia un CEO potente può limitare il coinvolgimento del CdA in azioni strategiche, trattenere informazioni e controllare il programma strategico del Consiglio, influenzando negativamente l'intensità R&D; nella prospettiva fornita da Chen, un CEO potente controlla il programma strategico del Consiglio, minimizza i conflitti interni e crea unità di comando, consentendo tempi di risposta strategici più veloci. Tutto ciò motiva gli amministratori a fornire informazioni e risorse critiche, facilita i processi decisionali e crea una sorta di flessibilità strategica strumentale al cambiamento, impattando positivamente sull'intensità degli investimenti in R&S. Il successivo testo è sempre scritto da Chen, il quale studia lo stesso fattore ma questa volta impiegando la struttura proprietaria, la composizione del CdA e nuovamente il ruolo del CEO. Nel secondo testo di Chen analizzato, l'autore analizza il caso specifico

delle imprese familiari cinesi. L'impresa familiare è un tipo di impresa la cui proprietà è concentrata in un nucleo familiare, i cui membri solitamente occupano posizioni nel Cda e nel management. La concentrazione della proprietà a livello familiare, tuttavia, comporta sia aspetti positivi che negativi: da un lato la proprietà familiare può creare una cultura organizzativa improntata su valori di altruismo, lealtà e dedizione che induce i manager ad essere meno avversi al rischio e più orientati al lungo termine, dall'altra può comportare maggiori conflitti interni, convogliare l'operato aziendale alla soddisfazione di interessi personali e disincentivare il cambiamento. Chen, confrontando quanto detto nella teoria dell'agenzia a contributi letterari più recenti in materia, è giunto alla conclusione che in generale la proprietà familiare è correlata negativamente all'intensità in R&D. Queste imprese, tuttavia, sono considerate più efficienti nell'intraprendere investimenti in R&D poiché effettuano una spesa minore e vantano una migliore gestione di questi progetti. Esse, inoltre, possono aumentare l'intensità R&D quando vi sono più amministratori esterni e con la separazione tra CEO e la presidenza del CdA: da un lato gli amministratori esterni, essendo estranei alle dinamiche familiari e dotati di capitale umano e sociale, possono fornire informazioni e risorse importanti alla famiglia, limitare le dispute e limitare le riduzioni di spese in R&D; dall'altra la separazione tra CEO e presidenza del Consiglio fa in modo che il quest'ultimo mantenga il controllo del processo decisionale e monitori l'operato dei rappresentanti della famiglia, accrescendo la possibilità che i bisogni di stakeholder interni ed esterni si incontrino e quindi la propensione ad intraprendere investimenti in R&S. Il prossimo testo è scritto da Choi, Yoshikawa, Zahra e Han (Choi et al.), i quali hanno indagato il ruolo del cambiamento istituzionale e quindi dei meccanismi di governance nazionali sull'intensità R&D delle imprese coreane, le quali vengono distinte fra imprese indipendenti ed affiliate a *business group*. Il cambiamento istituzionale riguarda la liberalizzazione del mercato e l'introduzione di riforme di CG. L'evoluzione di questo cambiamento ha influenzato in modo differente imprese indipendenti ed affiliate ai business group in termini di investimento in R&D. Le due tipologie di imprese di base differivano per quanto riguarda i limiti finanziari a cui erano assoggettate: mentre le imprese indipendenti erano limitate in modo stringente dal punto di vista finanziario da parte dello stato, le imprese affiliate, beneficiando della gestione amministrativa e finanziaria dei gruppi, vantavano un minor assoggettamento a limiti finanziari poiché avevano accesso ad un mercato interno di capitali che sopperiva alla difficoltà nell'accedere a finanziamenti esterni. Chen et al.

hanno osservato la relazione tra flusso di cassa operativo e l'intensità R&D: nella fase iniziale del cambiamento istituzionale, nella quale era ancora presente della rigidità rispetto ai cambiamenti che venivano introdotti, il flusso di cassa operativo è meno correlato all'intensità R&D nelle aziende affiliate, mentre ha molta influenza sulle strategie di investimento delle imprese indipendenti; nella fase finale del cambiamento, invece, il flusso di cassa è maggiormente correlato all'intensità R&D nelle affiliate piuttosto che nelle imprese indipendenti. Nella fase finale del cambiamento istituzionale, inoltre, l'intensità R&D è correlata positivamente alle opportunità di sviluppo e questo rapporto è molto più forte per le imprese indipendenti. Nel prossimo documento Chu, T. Yang e Z. Yang (Chu et al.) conducono la loro ricerca sulle variazioni dell'intensità R&D, considerando variabili indipendenti già citate come la struttura proprietaria, la composizione del CdA e i meccanismi di governance nazionali e combinandoli a due nuovi elementi: i problemi di agenzia e i fattori di Governance aziendale. Innanzitutto occorre premettere cosa si intende per fattori di CG aziendali: il primo è l'emissione di ADR (Americam Depositary Receipt), ovvero dei certificati che sostituiscono le azioni e consentono la contrattazione sul mercato statunitense di titoli emessi su altri mercati finanziari. Fra i meccanismi di governance nazionali vengono considerati il sistema legale e le misure a protezione degli azionisti (Anti-director Rights Index e Anti Self-dealing Index). I ricercatori, partendo dalla premessa che struttura proprietaria e composizione del CdA sono variabili che influenzano l'intensità R&D, sostengono che nei paesi in cui il sistema legale è basato sulla Common Law e che vantano un indice di protezione degli investitori elevato vi sia una riduzione dei problemi di agenzia sia un incremento di investimenti in ricerca e sviluppo. L'intensità R&D, inoltre, è correlata al valore di mercato dell'azienda e dei suoi investimenti: quanto più alto è il valore di mercato dell'azienda, tanto più sarà alta la propensione ad intraprendere progetti R&S. In questo contesto si inserisce il fattore relativo all'emissione di ADR: le compagnia che emettono ADR si legano al sistema legislativo e di supervisione statunitense, il quale, grazie alla sua struttura e ai meccanismi di protezione degli investitori, consente di ridurre i problemi di agenzia ed accrescere il valore di mercato. Le aziende che emettono questi certificati, dunque, aumentando il valore di mercato dei loro investimenti, fanno registrare un'intensità R&D superiore rispetto alle aziende che non impiegano questi strumenti. L'economista Deutsch studia il variare dell'intensità R&D considerando la struttura proprietaria, in modo analogo a diversi autori citati in precedenza, ed introducendo la variabile relativa

agli schemi di remunerazione (adottati per compensare gli amministratori esterni). L'attenzione viene posta sugli amministratori esterni: queste figure sono state a più riprese discusse dagli studiosi e confrontate con gli amministratori interni al fine di comprendere le differenze tra i soggetti che ricoprono queste cariche, ma soprattutto le loro affinità rispetto ai ruoli di controllo sul management a loro demandati. Questi soggetti vengono considerati dalla maggior parte dei ricercatori i più adatti a ricoprire cariche di controllo e vigilanza ed a curare gli interessi degli azionisti. Il fatto che essi siano esterni all'ambito aziendale fa di loro dei soggetti meno soggetti al potere ed autorità del CEO e quindi più propensi ad affrontarlo e mettere in discussione le sue scelte, meno portati a prendere parte a dispute e più concentrati sul business piuttosto che sulle dinamiche che legano soci ed azionisti e questo li rende più adatti al controllo della gestione aziendale e a monitorare oggettivamente le azioni. Questi soggetti, tuttavia, badano anche agli interessi personali, i quali possono non essere allineati con gli interessi dell'azienda e degli azionisti. Gli amministratori esterni, dunque, vanno incentivati con una compensazione integrativa che li porti ad essere motivati nello svolgere efficacemente le mansioni a loro affidate. Al fine di incentivare in modo appropriato queste figure possono essere usate due schemi retributivi: uno basato sui diritti di opzione e uno basato sulle quote. La remunerazione basata su quote collega in modo equo il benessere di agenti (amministratori esterni) e azionisti indipendentemente dall'andamento del valore dell'impresa. I diritti di opzione, invece, essendo un meccanismo di retribuzione il cui valore cresce all'aumentare della volatilità del valore d'impresa, lega il benessere di agenti e azionisti in maniera più forte quando il valore aziendale cresce piuttosto che quando decresce. Secondo Deutsch, l'adozione di un meccanismo retributivo basato su diritti di opzione consente di far allineare gli interessi degli amministratori a quelli degli azionisti, di mitigare l'avversione al rischio dei manager e, nel contempo, di aumentare la propensione ad intraprendere progetti rischiosi. Quindi la retribuzione tramite diritti di opzioni è un fattore correlato positivamente all'intensità R&D, così come il rapporto tra numero di amministratori esterni e percentuale di retribuzione tramite diritti di opzione. Un ulteriore contributo sulle variabili che influenzano l'intensità di investimento in R&S è dato dallo studio condotto da Gentry e Shen. Questi studiosi hanno indagato la misura in cui la performance relativa alle previsioni e l'analyst coverage (ossia il numero di analisti che valutano un particolare stock o i titoli) influenzano l'intensità R&D. Per performance relativa alle previsioni si

intende il livello di performance che l'azienda dovrebbe raggiungere in un determinato esercizio secondo le previsioni degli analisti. Quando la performance d'impresa si attesta al di sotto del livello stimato, si crea un *gap* tra la performance effettiva e il livello previsto. Questo scostamento tra i valori di performance si associa negativamente all'intensità R&D. L'Analyst coverage, al contrario, ha un effetto mitigatorio rispetto al *gap* di performance, il quale interagisce positivamente all'intensità R&D dell'anno successivo e permette di contenere i problemi di agenzia. Quando la performance è maggiore o uguale a quella stimata, il gap di performance si associa in maniera negativa all'intensità R&D dell'anno successivo. Il prossimo contributo letterario quello degli studiosi Hillier, Pindado, de Queiroz e de la Torre, i quali hanno esaminato il rapporto che lega intensità R&D in maniera molto simile per certi aspetti a quella di Chu et al. Essi, infatti, associano sistemi di CG nazionali, dimensione aziendale, livello di sviluppo economico nazionale e sistema giuridico all'intensità R&D, ricavando i risultati seguenti: le aziende che operano in paesi con alto livello di protezione per investitori hanno un R&D che è meno sensibile alle variazioni di cash flow; lo sviluppo del sistema economico-finanziario riduce la sensibilità dell'R&D rispetto al cash flow; una struttura forte di CG aziendale riduce la sensibilità dell'R&D rispetto al cash flow; Un sistema di CG nazionale forte, infine, riduce la sensibilità dell'R&D rispetto al cash flow. Il prossimo gruppo di ricercatori, Honoré et al., prende in considerazione gli schemi di remunerazione (analogamente a Deutsch), le limitazioni agli strumenti anti-acquisizione, le restrizioni ai diritti di voto ed il consenso degli azionisti al meeting annuale e analizza l'interazione di questi elementi con la variabile R&D. Gli studiosi individuano alcuni risultati interessanti: la limitazione agli strumenti anti-acquisizione e le restrizioni sui diritti di voto si associano negativamente all'intensità R&D. Questa correlazione negativa è dovuta al fatto che da una parte limitare gli strumenti anti-acquisizione significa rendere l'azienda più soggetta ad essere acquisita e quindi più instabile dal punto di vista strategico, dall'altra limitare il diritto al voto significa impedire ad una parte di amministratori di poter esprimersi sulle decisioni più rilevanti dell'azienda, tra cui gli investimenti R&D. Un più forte consenso degli azionisti al meeting annuale si associa negativamente all'intensità R&D. Un sistema di remunerazione basato sulla performance finanziaria è correlato negativamente all'intensità R&D. Quest'ultimo punto richiama i risultati ottenuti da Deutsch: è fondamentale scegliere uno schema remunerativo che sia in grado di motivare gli amministratori a svolgere le loro mansioni e che allinei i loro interessi a quelli degli azionisti e stakeholder rilevanti. Una

remunerazione basata sulla performance finanziaria porterà gli amministratori a propendere per progetti profittevoli nel breve periodo, piuttosto che investimenti rischiosi e che portano risultati solo nel lungo periodo come quelli di R&S. Il prossimo paper analizzato è scritto dall'economista francese Lhuillery, il quale ha condotto un'analisi su un campione di aziende francesi per verificare la variabilità dell'intensità R&D rispetto al livello di Governance, al mercato per il controllo societario, alla composizione del consiglio, gli schemi di retribuzione e le controversie. I risultati dello studioso sono riassumibili come segue: l'intensità R&D è maggiore nelle imprese democratiche rispetto a quelle dittatoriali; per imprese democratiche si intendono le imprese in cui le decisioni rilevanti dell'azienda vengono discusse e votate in maniera democratica, quindi tutti gli amministratori e azionisti sono coinvolti nel processo decisionale. Le imprese dittatoriali, invece, sono quelle in cui il potere decisionale è concentrato nei vertici, che scelgono autonomamente i corsi d'azione da intraprendere e impongono dall'alto direttive relative alla loro implementazione. In queste ultime il potere decisionale degli amministratori viene di fatto annullato, le strategie dell'impresa assumono la direzione voluta dai vertici senza poter essere messe in discussione e quindi l'intensità di R&D può risentire di queste dinamiche. Le imprese democratiche, invece, hanno una migliore comunicazione, politiche di governance ben definite, composizione del consiglio e struttura remunerativa orientate agli azionisti, mentre peccano sul sistema di voto, che è dannoso per gli azionisti. Per quanto riguarda le strutture di CG aziendale lo studioso afferma come possano coesistere più strutture di governance in un singolo ambiente istituzionale. Questo è il caso dei cosiddetti "sistemi ibridi", che hanno origine dalla fusione di due sistemi di Governance differenti come, ad esempio, quello francese orientato alla soddisfazione degli interessi degli azionisti e quello anglo-americano orientato alla massimizzazione del profitto degli azionisti. Le imprese dittatoriali, inoltre, non si impegnano per i diritti degli azionisti. La protezione di azionisti-investitori, come visto dai risultati di Chu et al. è una variabile che incide positivamente sull'intensità, dunque questo tipo di imprese di fatto disincentiva l'investimento in progetti di R&S. Per quanto riguarda la struttura di CG, il ricercatore afferma che le regole di voto, la comunicazione e la policy di Governance hanno impatto positivo su intensità R&D. Con riferimento alle dimensioni dell'azienda, invece, Lhuillery sostiene che le imprese più grandi sono più inclini ad intraprendere attività R&D e la loro intensità è maggiore, ma questa influenza positiva tende a decrescere all'aumentare delle dimensioni dell'azienda. Questa affermazione è in antitesi

con quanto affermato da Baysinger et al., i quali sostenevano invece che le dimensioni in termini di vendite sono correlate positivamente all'intensità R&D. Considerando i gruppi, Lhuillery attesta che l'intensità R&D di un'azienda affiliata può stimolare gli investimenti delle altre (complementarietà delle attività R&D nei gruppi). Per quanto riguarda la Governance aziendale, lo studioso afferma che il modello ibrido non porta effettivi positivi alla performance. Considerando il mercato del controllo societario, il controllo piramidale ha effetti negativi sull'intensità R&D e dunque risulta migliore il modello democratico, che favorisce una maggiore comunicazione, una più diffusa discrezionalità tra i membri circa le decisioni e disincentiva il sorgere di controversie. Munari, Oriani e Sobrero, economisti italiani, conducono un'analisi fortemente incentrata sul rapporto tra intensità R&D e struttura proprietaria. Secondo quanto evinto nel corso della loro analisi, le aziende *widely-held* o controllate dallo stato sono più propense a divulgare le spese R&D. Le società controllate da istituzioni finanziarie, invece, non sono solite divulgare gli investimenti R&D. La privatizzazione di un'azienda spesso porta ad una riduzione degli investimenti in R&D. Nel campione utilizzato vengono osservati alcuni casi di società che passano da essere di proprietà o partecipate dello stato ad essere aziende private e gli studiosi hanno evidenziato come nella maggior parte dei casi l'intensità R&D tenda a decrescere. La proprietà familiare ha un effetto negativo sugli investimenti in R&D, in accordo con quanto rilevato nella ricerca condotta da Chen et al. Il rapporto concentrazione proprietà-intensità R&D non può essere compreso se non viene rapportato a fattori specifici di una nazione (sistemi finanziari e di governo). In ultima istanza va citato il contributo offerto da Osma, la quale valuta l'intensità R&D rapportandola alle perdite d'esercizio, alle decrescite di ricavi continuative (che si presentano in più esercizi successivi), nonché alla composizione del CdA. La ricercatrice sostiene innanzitutto che le imprese intensive in R&D non hanno un CdA più debole, ad indicare dunque che il settore industriale non influisce direttamente sulla composizione del Consiglio. Le imprese che nell'anno precedente non hanno centrato gli obiettivi sono più propense ad operare tagli nelle spese R&D. Questa affermazione richiama lo stesso concetto legato al gap di performance individuato da Gentry e Shen, secondo cui lo scostamento tra la performance effettivamente realizzata e quella prevista ha effetti negativi sull'intensità R&D. Considerando poi la composizione del CdA, l'autrice sostiene che la percentuale di amministratori interni influisce positivamente sulle spese R&D, confermando nuovamente quanto affermato da Baysinger et al. Le imprese con CdA

maggiormente indipendente, invece, sono propense ad incrementare le spese R&D anche se è stato mancato un obiettivo. Le imprese con Cda dominato da amministratori interni sono propense a ridurre spese R&D a seguito di un mancato obiettivo, poiché questi soggetti, il cui benessere dipende dal raggiungimento di obiettivi di performance, sono più avversi al rischio e, dunque, meno inclini ad intraprendere progetti di R&S.

➤ Performance aziendale

Come annunciato in precedenza l'altro filone di ricerca che è stato maggiormente trattato dagli studiosi consiste nell'analisi delle variabili che influenzano la performance aziendale. Tra questi elementi, come anticipato, vi è sicuramente anche l'intensità R&D, che in queste ricerche viene impiegata come variabile indipendente assieme ad altre per studiare l'andamento della performance. L'unico studio che analizza la variabile "performance dell'innovazione" viene assimilato a questo ambito di ricerca per affinità.

Partiamo proprio dal *paper* che analizza di quest'ultima variabile, rapportandola alla concentrazione della proprietà. Choi, Lee e Williams (Choi et al.), gli autori di questa ricerca, sostengono in primo luogo che il rapporto che lega Corporate Governance e struttura proprietaria influenzi la performance innovativa. In seguito analizzano l'impatto che differenti strutture proprietarie hanno sulla performance innovativa: la proprietà interna ha un effetto negativo sulla performance in oggetto. La proprietà concentrata negli azionisti di maggioranza, invece, ha effetti positivi. La proprietà da parte dello Stato si correla positivamente alla performance. La proprietà straniera-affiliazione a gruppi commerciali, infine, impatta positivamente in termini di performance. Gli autori del prossimo testo, Cui e Mak, impiegano la struttura proprietaria, la dimensione aziendale, l'intensità R&D ed il tasso di crescita nello studio della performance aziendale. A proposito della struttura proprietaria, essi affermano che una più alta proprietà manageriale (proprietà totale di amministratori indipendenti ed esecutivi, proprietà manageriale individuale media, proprietà CEO) induce le aziende intensive in R&S a prediligere una concentrazione proprietaria e una remunerazione basate sulle quote al fine di allineare gli interessi di managers e azionisti. Il CEO, inoltre, solitamente possiede 1/3 della proprietà manageriale. Viene poi analizzata la relazione proprietà manageriale-indice Tobin Q, la quale evidenzia un rapporto di proporzionalità diretta tra coinvolgimento e performance: all'aumentare degli effetti di coinvolgimento, corrisponde un aumento della performance. Il suddetto rapporto indica come nelle aziende intensive R&D si realizzi un

allineamento di interessi solo in presenza di valori di performance elevati. L'elaborato di David, O'Brien e Yoshikawa (David et al.), invece, si concentra sulle implicazioni che l'intensità R&D ha rispetto all'adozione di determinate forme di finanziamento. Tra le forme di finanziamento individuate vi sono: il *relational debt*, che corrisponde a forme di finanziamento provenienti da creditori privati; il *transactional debt*, che consiste in forme di finanziamento frutto di transazioni con parti in affari. Gli studiosi sostengono che, considerando le aziende intensive R&D, un maggior utilizzo di *relational debt* si traduce in performance superiori rispetto all'impiego di maggiormente *transactional debt*, confermando che allineare la struttura di debito con gli investimenti R&D porta dei vantaggi di performance. L'intensità R&D, inoltre, è associata ad alti livelli di *relational debt* sul totale debiti nella tarda fase di deregolamentazione, suggerendo che le imprese hanno allineato il mix di tipi di debito alla strategia di investimento solo quando hanno avuto libertà nell'accedere alle fonti di finanziamento. Le imprese considerate operano in una fase di cambiamento istituzionale, assimilabile a quella considerata da Choi et al. in precedenza. Quando il cambiamento è giunto nelle fasi finali, le imprese avevano finalmente la possibilità di accedere alle fonti di finanziamento e, malgrado le modifiche di policy nazionale, l'intensità R&D continua ad associarsi positivamente all'utilizzo di debito relazionale. Gli autori, infine, sottolineano come un'alta intensità R&D si associa all'impiego di debito relazione, mentre il debito di transazione sottende un'intensità R&D minore. Nel prossimo paper analizzato, scritto da James e McGuire, viene analizzata l'influenza di intensità R&D e l'uso di prestiti bancari sulla performance aziendale. Gli studiosi rilevano in primo luogo un'interazione tra debito da prestiti bancari e intensità R&D con effetti positivi rispetto alla performance in sistemi basati sul prestito bancario (*relational*). La stessa interazione ha un effetto più marcato sulla performance aziendale nei sistemi basati sul mercato (*transactional*). La medesima interazione, infine, ha un effetto negativo sulla performance in sistemi basati sul mercato. I risultati ottenuti da James e McGuire si allineano a quelli riscontrati da David et al.: in imprese intensive in R&D l'impiego di debiti relazionali si correla positivamente alla performance, mentre il ricorso al *transactional debt* ha effetti negativi e sottintende livelli bassi di intensità R&D. Il testo successivo, curato da Le, Walters e Kroll (Le et al.), studia l'andamento della performance aziendale rispetto al numero di analisti di profitto, la composizione del consiglio (numero di amministratori esterni) e la struttura proprietaria (proprietà istituzionale). Il primo risultato evidenziato dagli autori riguarda il fatto che gli investitori

istituzionali Buy-and-hold (come i fondi pensionistici) e quick-enter-and-exit (fondi comuni di investimento) hanno un effetto moderatore rispettivamente sulla forma e sulla forza della relazione spese R&D-performance. Gli amministratori esterni, invece, influenzano la forza della relazione, ma non la forma. Gli investitori istituzionali influenzano la forma della relazione. Gli analisti dei profitti non impattano sulla relazione, ma hanno un effetto significativo sulla performance. Riassumendo, dunque, gli investitori istituzionali quick-enter-and-exit hanno un impatto positivo sull'intensità R&D e quindi sulla performance. Gli amministratori esterni e gli analisti dei profitti, analogamente, impattano positivamente sulla performance. La considerazione in merito agli analisti dei profitti trova riscontro con quanto affermato da Gentry e Shen, circa l'effetto mitigatori che questi soggetti hanno quando la performance si attesta al di sotto di quella prevista: l'impatto complessivo di questi soggetti, dunque, è positivo sia in termini di intensità R&D sia di performance aziendale.

3.3 Conclusioni: l'analisi conferma gli obiettivi prefissati?

Dopo aver concluso l'analisi delle ricerche condotte dagli studiosi, è opportuno commentare i risultati ottenuti e verificare se gli obiettivi alla base di questo studio sono stati centrati o meno. Innanzitutto occorre richiamare gli obiettivi che sono stati fissati nel paragrafo precedente:

1. la finalità primaria dell'analisi è quella di voler confermare come via via corrispondenza tra le variabili che influenzano la struttura della CG e quelle che moderano l'intensità degli investimenti in ricerca e sviluppo ed in generale individuare tutti gli elementi che incentivano queste strategie di investimento, sottolineando analogie e differenze nei risultati ottenuti dai ricercatori;
2. Il secondo obiettivo consiste nel confermare come questo tipo di investimenti siano strumentali allo sviluppo dell'azienda in quanto ne aumentano la performance.

Per comprendere se il primo obiettivo è stato centrato o meno, ci si avvale della parte di analisi relativa alla variabile dipendente "intensità R&D", rispetto alla quale si andrà ora a discutere i risultati ottenuti. Dall'analisi si può evincere come tra le variabile

maggiormente analizzate e che nel contempo impattano in misura maggiore sull'intensità R&D vi siano sicuramente la struttura proprietaria, la composizione del CdA, i meccanismi di governance a livello nazionale, il livello di Governance aziendale, gli schemi di remunerazione e la dimensione aziendale. A queste variabili se ne associano molte altre come la liquidità di cassa, il livello di sviluppo economico nazionale, il ruolo del CEO, la performance relativa alle previsioni, le perdite, il tasso di crescita e così via.

Considerando le variabili che vengono maggiormente impiegate nelle ricerche dei vari autori, è opportuno chiedersi innanzitutto se esse siano inquadrabili nelle 6 dimensioni rilevanti che influenzano la CG, per confermare come vi sia una corrispondenza tra gli elementi che influenzano la struttura di Governance e quelli che impattano sull'intensità R&D. Se consideriamo la struttura proprietaria, ad esempio, si tratta proprio di una delle 6 dimensioni che modulano il sistema della Corporate Governance: la concentrazione della proprietà, dunque, concorre a far variare sia la CG sia l'intensità R&D. La composizione del CdA, analogamente, è un'altra delle variabili che sono e inquadrabili nelle dimensioni rilevanti della CG e influenzano l'intensità degli investimenti in R&S. Allo stesso modo anche i meccanismi di governance a livello nazionale sono inquadrabili in una delle 6 dimensioni rilevanti della CG: tra questi meccanismi, ad esempio, vi sono gli indici a protezione degli investitori, discussi da Chu et al. ed Hillier et al., i quali sono inquadrabili nella dimensione relativa all'equo trattamento degli azionisti. Un ulteriore fattore che può essere riferito ad una delle dimensioni rilevanti della CG è rappresentato dal ruolo del CEO: questa variabile attiene alla dimensione relativa alla stabilità dell'organizzazione, tanto che nel paragrafo 1.4 quando viene discussa questa dimensione, viene posto l'accento proprio sul ruolo centrale del CEO nel garantire la stabilità dell'organizzazione. Il ruolo del CEO, infatti, come visto nel corso dell'analisi, impatta fortemente anche l'intensità R&D. Queste considerazioni confermano di fatto come vi sia una corrispondenza tra le variabili che influenzano la struttura di Governance e quelle che determinano l'intensità R&D. Parlando poi dei risultati globalmente ottenuti dagli autori, è possibile affermare come vi siano stati molti contributi con sfaccettature differenti malgrado vi fosse un set di variabili considerate spesso quasi identico: in alcuni casi vi sono delle analogie in termini di risultati ottenuti, come l'impatto positivo sull'intensità R&D della percentuale di amministratori interni riscontrato sia da Baysinger et al. sia da Osma; un'altra similitudine in termini di risultati si riscontra a proposito dell'impatto negativo sulle

spese R&D del gap di performance rispetto alle previsioni, di cui hanno parlato sia Osma che Gentry e Shen. L'unica variabile rispetto alla quale sono state fatte considerazioni in antitesi tra loro è quella relativa alla dimensione aziendale: mentre Baysinger et al. sostengono che la dimensione aziendale, considerata in termini di vendite, impatti positivamente sull'intensità R&D, lo studioso francese Lhuillery afferma che la dimensione aziendale impatta negativamente sul rapporto che lega l'azienda alla propensione verso progetti R&D. In sintesi è possibile affermare che le variabili maggiormente utilizzate dagli studiosi sia riconducibili alle 6 dimensioni rilevanti della CG e che, quindi, risulti confermata la corrispondenza tra variabili che influenzano la struttura di Governance e quelle che impattano sull'intensità R&D. Il primo obiettivo è stato quindi centrato attraverso l'analisi condotta. Per avvalorare il secondo obiettivo, è necessario analizzare invece la seconda sezione dell'analisi, ossia quella relativa allo studio della variabile "performance aziendale". Come detto in precedenza, lo studio circa la performance aziendale prende in considerazione l'intensità di investimento in R&D come variabile indipendente in combinazione ad diverse variabili utilizzate anche nel precedente filone di ricerca come la struttura proprietaria, la composizione del CdA e gli schemi di remunerazione, nonché alcune variabili non considerate in precedenza come, ad esempio, le fonti di finanziamento. Gli studi in ambito di performance aziendale confermano come l'intensità R&D incida fortemente in termini di performance e come vi sia una corrispondenza tra le variabili che influenza l'intensità R&D e quelle che impatta sulla performance. La considerazione circa l'impatto positivo del numero di analisti di profitto (Analyst coverage) rispetto alla performance, richiama il risultato, ottenuto da Gentry e Shen, secondo i quali l'Analyst coverage impatta positivamente sull'intensità R&D. Un altro esempio, che ben rappresenta il rapporto che lega le variabili sia all'intensità R&D sia alla performance, è fornito dagli analoghi risultati a cui sono pervenuti Munari et al. e Cui-Mak: in entrambi gli studi, infatti, gli autori individuano l'importante della proprietà statale in termini rispettivamente di intensità R&D e di performance. Il fatto che vi siano dei risultati comuni tra le ricerche del filone relativo all'intensità R&D e quello della performance aziendale, nonché l'individuazione della variabile "intensità R&D" come elemento che influenza la performance, consente di affermare da una parte che le variabili considerate influenzano e l'intensità R&D e la performance d'impresa, dall'altra che gli investimenti in R&S sono strumentali allo

sviluppo aziendale. A seguito di queste considerazioni, si può affermare che anche il secondo obiettivo è stato centrato.

Conclusione

Questo elaborato nasce con lo scopo di esaminare un particolare fenomeno insito nelle dinamiche di sviluppo aziendale: la correlazione positiva tra la struttura di Corporate Governance di un'organizzazione e le strategie di investimento in ricerca e sviluppo, strumentali allo sviluppo economico e al raggiungimento di posizioni di vantaggio competitivo da parte delle aziende. L'analisi di questa relazione è stata condotta a partire dalla contestualizzazione del tema della Corporate Governance, enfatizzando l'evoluzione storica del concetto, le finalità di questo sistema in termini di organizzazione ed implementazione delle strategie a livello aziendale, le caratteristiche e la composizione di questa struttura, nonché le variabili rilevanti che influenzano la bontà del modello di Governance adottato. La trattazione prosegue poi focalizzando l'attenzione del lettore sull'altro elemento che compone la relazione in esame: gli investimenti di ricerca e sviluppo. Dopo aver sottolineato l'importanza delle attività immateriali nel processo di sviluppo dell'innovazione, la quale consente alle aziende di presidiare posizioni di vantaggio competitivo nel mercato, si considera il ruolo centrale dei processi di R&S tra questi *asset*, i quali costituiscono un *driver* fondamentale per generare innovazione e quindi accrescere il valore dell'azienda. In seguito, al fine di contestualizzare queste attività nelle strategie aziendali, si tratta dell'importanza degli investimenti in R&S e del legame che lega queste scelte di investimento al sistema della CG, il quale, occupandosi dell'implementazione delle strategie aziendali e deliberando sui corsi d'azione da perseguire, può favorire o meno l'intensità di queste spese, influenzando l'evoluzione dell'organizzazione. Avendo delineato l'importanza di questi elementi nel contesto di un'organizzazione, la trattazione si concentra sul legame che li unisce: attraverso l'analisi di varie ricerche condotte da economisti, infatti, si intende in primo luogo approfondire il rapporto positivo che lega la Governance agli investimenti in R&D e allo sviluppo aziendale, andando a studiare le variabili che influenzano questi elementi, e capire se vi sia una corrispondenza tra le variabili che influenzano la CG, gli investimenti R&D e la performance aziendale. I contributi letterari presi in considerazione si dividono principalmente in due filoni di ricerca: il primo riguarda l'intensità degli investimenti di

R&D, mentre il secondo si incentra sulla performance aziendale. Analizzando in maniera incrociata i vari documenti, sono stati centrati gli obiettivi alla base dell'elaborato: l'analisi empirica delle ricerche ha permesso, innanzitutto, di comprendere il ruolo determinante svolto dalla Corporate Governance in termini sia di intensità R&D sia di performance aziendale e di confermare come le variabili che influenzano la struttura di Governance abbiano un'influenza diretta su queste ultime componenti. L'analisi condotta, inoltre, dimostra come la bontà del sistema di Governance adottato da un'organizzazione ne influenzi lo sviluppo indipendentemente dal settore industriale in cui opera: la Governance risulta un elemento fondamentale tanto in settori intensivi in R&S quanto in quelli non intensivi. Questo studio, infine, permette di comprendere come queste considerazioni non siano legate solamente al contesto aziendale fine a stesso, bensì vadano rapportate anche al contesto esterno con cui l'organizzazione interagisce: l'ambiente esterno dell'impresa vanta una serie di elementi come le strutture di Governance nazionali, tra le quali si possono annoverare il sistema legale e le norme a tutela degli azionisti, il livello di sviluppo economico del paese, i soggetti esterni con cui l'impresa si lega attraverso partnership, la competitività, il settore in cui opera l'impresa ed i cambiamenti istituzionali sono tutti elementi che in misura più o meno intensa influenzano la struttura ed il funzionamento della Corporate Governance, impattando indirettamente anche sull'intensità R&D e sulla performance aziendale, ovvero sulle strategie e lo sviluppo di un'azienda. Questa ricerca, infine, dimostra che il livello dei sistemi di Governance tanto a livello aziendale quanto nazionale sia un driver fondamentale per lo sviluppo del valore e della competitività nel mercato delle imprese, nonché per generare innovazione e permettere alle aziende di essere responsive rispetto alle condizioni mutevoli che connotano il mercato.

Bibliografia e sitografia

- **AGCM - Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato**
(<https://www.agcm.it/competenze/>)
- **AIIA - Associazione Italiana Internal Auditors (2009)**, *Corporate Governance Paper - Approccio integrato al sistema di controllo interno, gli organi e le funzioni preposte al controllo interno aziendale e loro relazioni*
- **ANTHONY R. N., GOVINDARAJAN V. (2006)**, *Management Control Systems*, No. 12, McGraw-Hill Irwin, 2006
- **BANCA D'ITALIA** (<https://www.bancaditalia.it/>)
- **BAYSINGER B. D., KOSNIK R. D., TURK T. A. (1991)**, *Effects of Board and Ownership Structure on Corporate R&D Strategy*, *The Academy of Management Journal*, Vol. 34, No. 1, pp. 205-214
- **BISTROVA, J., LACE N. (2011)**, *Evaluation of corporate governance influence on stock performance of CEE companies*, *WMSCI 2011, Proceedings I*, Vol. 19, No. 22, pp. 59-64
- **BORSA ITALIANA** (<https://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/chi-siamo/chi-siamo.htm>)
- **CHEN H. (2014)**, *Board Capital, CEO Power and R&D Investment in Electronics Firms*, *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 22, No. 5, pp. 422-436
- **CHEN H., HSU W. (2009)**, *Family Ownership, Board Independence, and R&D Investment*, *Family Business Review*, Vol. 22, No. 4, pp. 347-362
- **CHEN Y. R., CHIOU J. R., CHOU T. K., SYUE M. S. (2009)**, *Corporate governance and long-run performance of equity issues: The role of foreign ownership in Taiwan*, *Asia Pacific Management Review*, Vol. 14, No. 1, pp. 27-46

- **CHOI S. B., LEEB S. H., WILLIAMS C. (2011)**, *Ownership and firm innovation in a transition economy: Evidence from China*, Research Policy, Elsevier, Vol. 40, pp. 441–452
- **CHOI Y. R., YOSHIKAWA T., ZAHRA S. A., HAN B. H. (2014)**, *Market-oriented institutional change and R&D investments: Do business groups enhance advantage?*, Journal of World Business, Vol. 49, Elsevier, pp. 466-475
- **CHU W., YANG N., YANG S. (2016)**, *Corporate governance' impact on research and development*, Journal of Business Research, Vol. 69, Elsevier, pp. 2239-2243
- **CODICE CIVILE Art. 2380 bis**, *Amministrazione della società*
- **CODICE CIVILE Art. 2380**, *Sistemi di amministrazione e di controllo*
- **CODICE CIVILE Art. 2403**, *Doveri del collegio sindacale*
- **CODICE CIVILE Art. 2409 octies**, *Sistema basato su un consiglio di gestione e un consiglio di sorveglianza*
- **CODICE CIVILE Art. 2409 sexiesdecies**, *Sistema basato sul consiglio di amministrazione e un comitato costituito al suo interno*
- **CORTE DEI CONTI** (<https://www.corteconti.it/>)
- **COSTITUZIONE ITALIANA Art. 100**
- **COSTITUZIONE ITALIANA Art. 103**
- **CUI H., MAK Y. T. (2002)**, *The relationship between managerial ownership and firm performance in high R&D firms*, Journal of Corporate Finance, Vol. 8, Elsevier, pp. 313–336
- **DALZIEL T., GENTRY R. J., BOWERMAN M. (2011)**, *An integrated agency-resource dependence view of the influence of directors' human and relational capital on firms' R&D spending*, Journal of Management Studies, Vol. 48, pp. 1217–1242

- **DAVID P., O'BRIEN J. P., YOSHIKAWA T. (2008)**, *The Implications of Debt Heterogeneity for R&D Investment and Firm Performance*, *Academy of Management Journal*, Vol. 51, No. 1, JSTOR, pp. 165-181
- **DECRETO LEGISLATIVO 08 giugno 2000, n. 231**, *Responsabilità amministrativa delle società e degli enti*
- **DECRETO LEGISLATIVO 17 gennaio 2003, n. 6**, *Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366*
- **DECRETO LEGISLATIVO 2 agosto 2007, n. 145**, *Attuazione dell'articolo 14 della direttiva 2005/29/CE che modifica la direttiva 84/450/CEE sulla pubblicità ingannevole*
- **DECRETO LEGISLATIVO 24 febbraio 1998, n. 58**, *Testo Unico della Finanza*
- **DECRETO LEGISLATIVO 5 dicembre 2005, n. 252**, *Disciplina delle forme pensionistiche complementari*
- **DECRETO LEGISLATIVO 6 settembre 2005, n. 206**, *Codice del consumo, a norma dell'articolo 7 della legge 29 luglio 2003, n. 229*
- **DECRETO-LEGGE 24 gennaio 2012, n. 1**, *Disposizioni urgenti per la concorrenza, lo sviluppo delle infrastrutture e la competitività*
- **DETASSIS O. (2020)**, *L'organismo di Vigilanza nei Modelli 231: cos'è e come funziona*, (<https://www.prontoprofessionista.it/articoli/l-organismo-di-vigilanza-nei-modelli-231-cos-e-come-funziona-commercialisti-ragionieri-ed-esperti-contabili-commercialisti-dott-detassis-oreste-trento-trento-trentino-alto-adige.html?author=f>)
- **DEUTSCH Y. (2007)**, *The Influence of Outside Directors' Stock-Option Compensation on Firms' R&D*, *Journal compilation*, Vol. 15, No. 5, Blackwell Publishing Ltd

- **EBERHART A. C., MAXWELL W. F., SIDDIQUE A. R. (2004)**, *An Examination of Long-Term Abnormal Stock Returns and Operating Performance Following R&D Increases*, THE Journal Of Finance, Vol. LIX, No. 2
- **ENCICLOPEDIA TRECCANI**, Dizionario di Economia e Finanza, *ricerca e sviluppo (R&S)* (https://www.treccani.it/enciclopedia/ricerca-e-sviluppo_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/)
- **FASAN M. (2019)**, *Slides*, materiale didattico del corso di Programmazione e Controllo, (<https://moodle.unive.it/mod/resource/view.php?id=123615>)
- **GARG A. K. (2007)**, *Influence of board size and independence on firm performance: A study of Indian companies*, Vikalpa, Vol. 32, No. 3, pp. 39-60
- **GENTRY R. J., SHEN W. (2013)**, *The Impacts Of Performance relative to Analyst Forecasts and Analyst Coverage on Firm R&D Intensity*, Strategic Management Journal, Vol. 34, pp. 121–130
- **GIROUD X., MUELLER H. M. (2011)**, *Corporate Governance, Product Market Competition, and Equity Prices*, The Journal of Finance, Vol. LXVI, No. 2
- **GSSB - Global Sustainability Standards Board (2016)**, *GRI Standards*, (<https://www.globalreporting.org/standards/media/1036/gri-101-foundation-2016.pdf>)
- **HILLIER D., PINDADO J., DE QUEIROZ V., DE LA TORRE C. (2011)**, *The impact of country-level corporate governance on research and development*, Journal of International Business Studies, Vol. 42, No. 1, Palgrave Macmillan Journals, pp. 76-98
- **HONORÉ F., MUNARI F., VAN POTTELSBERGHE DE LA POTTERIE B. (2015)**, *Corporate governance practices and companies' R&D intensity: Evidence from European countries*, Research Policy, Vol. 44, Elsevier, pp. 533–543

- **HUANG D. T., LIU Z. C. (2010)**, *Board composition and corporate value in taiwan high-technology firms*, International Journal of Organizational Innovation (Online), Vol. 2, No. 4, pp. 126-138
- **IAS - PRINCIPIO CONTABILE INTERNAZIONALE** 3 novembre 2008, n. 38, *Attività immateriali*
- **IVSC - International Valuation Standards Council (2016)**, *IVS 210 - Intangible Assets*, (<https://www.ivsc.org/files/file/view/id/647>)
- **JAMES B. E., MCGUIRE J. B. (2016)**, *Transactional-institutional fit: Corporate governance of R&D investment in different institutional contexts*, Journal of Business Research, Elsevier
- **JENSEN M., MECKLING W. H. (1976)**, "Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership", Journal of Financial Economics, No. 3(4), pp. 305-360
- **KIM HI., HE. KIM HE., LEE P. M. (2008)**, *Ownership Structure and the Relationship between Financial Slack and R&D Investments: Evidence from Korean Firms*, Organization Science, Vol. 19, No. 3, INFORMS, pp.404-418
- **LE S. A., WALTERS B., KROLL M. (2006)**, *The moderating effects of external monitors on the relationship between R&D spending and firm performance*, Journal of Business Research, Vol. 59, Elsevier, pp. 278 – 287
- **LEE K., CHANG T., YANG C., CHEN P. (2019)**, *A Comprehensive Framework for Empirical Research on the Relationship between Corporate Governance and Corporate Performance*, Journal of Accounting, Finance & Management Strategy, Vol. 14, No. 2, pp. 31-64
- **LEE S. P., CHEN H. J. (2011)**, *Corporate governance and firm value as determinants of CEO compensation in Taiwan: 2SLS for panel data model*, Management Research Review, Vol. 34, No. 3, pp. 252-265

- **LEGGE** 10 ottobre 1990, n. 287, *Norme per la tutela della concorrenza e del mercato*
- **LEGGE** 15 luglio 2011, n. 111, *Disposizioni urgenti per la stabilizzazione finanziaria*
- **LEGGE** 20 luglio 2004, n. 215, *Norme in materia di risoluzione dei conflitti di interessi*
- **LHULLERY S. (2011)**, *The impact of corporate governance practices on R&D efforts: a look at shareholders' rights, cross-listing and control pyramid*, *Industrial and Corporate Change*, Vol. 20, No. 5, Oxford University Press on behalf of Associazione ICC, pp. 1475–1513
- **MIOZZO M., DEWICK P. (2002)**, *Building competitive advantage: innovation and corporate governance in European construction*, *Research Policy*, Vol. 31, Elsevier, pp. 989–1008
- **MUNARI F., ORIANI R., SOBRERO M. (2010)**, *The effects of owner identity and external governance systems on R&D investments: A study of Western European firms*, *Research Policy*, Vol. 39, Elsevier, pp. 1093–1104
- **NOVATI F., VICARI R. (2019)**, *Quaderno 80 - Governance e Controlli Interni Nelle Società non Quotate alla luce del Codice della Crisi di Impresa*, Fondazione Commercialisti ODCEC Milano (Paragrafo curato da Guido Pavan “L’attività di supervisione dei controlli”), (https://www.odcec.mi.it/docs/default-source/quaderni/n-80---governance-e-controlli-interni-nelle-societ%c3%a0-non-quotate-alla-luce-del-codice-della-crisi-di-impresa.pdf?sfvrsn=abb0239b_4)
- **O'BRIEN J. P. (2003)**, *The capital structure implications of pursuing a strategy of innovation*, *Strategic Management Journal*, Vol. 24, pp. 415–431
- **OECD (2004)**, *Principi di Governo Societario dell'OCSE*, (<https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/34622654.pdf>)
- **OSMA B. G. (2008)**, *Board Independence and Real Earnings Management: The Case of R&D Expenditure*, *Journal compilation*, Vol. 16, No. 2, Blackwell Publishing Ltd

- **PARRETTA E. (2015)**, *Corporate Governance e sistema di controllo interno*, (<https://docplayer.it/170377-Corporate-governance-e-sistema-di-controllo-interno-enrico-parretta.html>)
- **TESTO UNICO BANCARIO** Art. 146 (D.lgs. 1 settembre 1993, n. 385), *Sorveglianza sul sistema dei pagamenti*
- **TROTT P. (2002)**, *Innovation Management and New Product Development*, Pearson Education