

Abbonamento sul sito Aiaf con password □ Reg. Trib. Mi n. 645 – 16/09/1991 □ © Copyright 2006 AIAF Formazione e Cultura s.r.l. Unipersonale

Direttore Responsabile Enrico Colombi – Vice direttore Teodoro Dalavecuro – Coordinatore Editoriale Franco Biscaretti di Ruffia

Commissione tecnica redazionale Aiaf: Francesco Cattaneo (responsabile) – Franco Biscaretti di Ruffia – Giovanni Bottazzi – Marina Brogi – Giovanni Camera – Matteo Carlotti – Daniela Carosio – Umberto Carugati – Dario Colombo – Carlo De Donato – Pietro De Rossi – Francesco Della Valentina – Claudio Foschi – Luca Franceschi – Ferdinando Garbuglio – Andrea Gasperini – Guido Guetta – Paolo Guida – Anna Lambiase – Teodoro Loverdos – Andrea Marchetti – Francesco Martinelli – Angela Monti – Patrizia Morlacchi – Valeria Novellini – Franco Pedriali – Francesco Rossi – Antonella Simone – Antonio Tognoli – Wilma Vergi – Federico Versace – Stefano Zambon

Editore: Aiaf Formazione e Cultura srl unipersonale - Fotocomposizione e impaginazione Segreteria Aiaf – Redazione, Pubblicità, Abbonamenti:

Via Dante, 9 – 20123 Milano – Tel. 02 72023500 – fax 02 72023652 – email info@aiaf.it

Numero 8 (supplemento alla rivista aiaf n. 61 – dicembre 2006 / gennaio 2007)

Nota editoriale del direttore **Enrico Colombi**

Il contributo tecnico presentato in questo numero della rivista Aiaf riguarda un tema di interesse per gli analisti sulla valutazione.

L'articolo “La gestione del Capitale Umano quale motore delle performance aziendali” rientra nella serie degli articoli prodotti dal Gdl di Aiaf “**Mission Intangibles**” realizzato da Andrea Gasperini in collaborazione con Martina Dürndorfer, AD della società tedesca **The Value Group GmbH** espone i risultati dell'indagine empirica che The Value Group GmbH insieme alla società Gallup Deutschland GmbH ha condotto intervistando, nell'estate 2005, i dirigenti di oltre 200 aziende quotate alla borsa di Francoforte.

Valutazione

La gestione del Capitale Umano, un value driver delle performance aziendali



a cura di Andrea Gasperini * e Martina Dürndorfer **

Introduzione

Il capitale intellettuale - in accordo con le più autorevoli fonti internazionali ed una diffusa schematizzazione letteraria - include tutte quelle risorse a valenza economica non dotate di fisicità suddivise, oltre che nella dimensione del capitale umano, anche in quelle del capitale strutturale e relazionale genericamente definite "intangibili".

Ogni società possiede/ha accesso a risorse intangibili che rientrano in tutte e tre le dimensioni ancorché spesso, a seconda del modello di *business* adottato e/o il proprio settore di attività, una può rivestire maggiore importanza rispetto alle altre due¹.

Tra queste la dimensione del capitale umano, rappresenta un importante *value driver* per la competitività sul mercato, un elemento distintivo rispetto ai concorrenti e ricopre un ruolo strategico essenziale per la crescita e contestuale creazione sostenibile di valore di ogni organizzazione.

Elevate *performance* sono infatti sempre più imputabili ad elementi caratteristici di tale dimensione quali le competenze professionali e personali intese in termini di conoscenze ed abilità dei lavoratori (*workforce*)² le loro capacità di realizzare gli obiettivi assegnati e il

* Socio Aiaf dal 1993, Coordinatore del gdl di Aiaf "Mission Intangibles"; Responsabile Area Fidi Gruppo Banca Leonardo SpA, Milano andreagasperini@tiscali.it

** Amministratore Delegato di The Value Group GmbH, martina.duerndorfer@thevaluegroup.de. Hanno collaborato alla pubblicazione Nadia Raso e Adelheid Lanz.

¹ T. A. Stewart, (2002) "... un ristorante a tre stelle ha successo soprattutto grazie al capitale umano racchiuso nel suo chef; una catena in franchising come Burger King si affida al capitale strutturale delle sue ricette e dei suoi procedimenti; un ristorante locale prospera grazie al capitale clienti - la cameriera vi chiama per nome e sa che il caffè vi piace macchiato e senza zucchero"

² Global Reporting Initiative G3 (2006). Nella sezione "Pratiche di lavoro e lavoro dignitoso" vengono riportate le seguenti definizioni:

- *employee* - persone che hanno un rapporto di dipendenza diretto con l'organizzazione che elabora il reporting come evidenziato da un contratto che può essere esplicito o implicito (scritto o orale) classificate in accordo con la legislazione nazionale e gli usi sul tempo di lavoro in dipendenti a tempo pieno e dipendenti part-time.

loro *commitment* alla realtà aziendale, ossia il senso di fedeltà ed appartenenza all'organizzazione ai cui valori si ispirano e dai quali dipendono due processi che alla luce della crescente competitività in uno scenario sempre più globale sono fondamentali per il successo delle aziende: l'innovazione e la produttività.

L'articolo della serie *intangibles* pubblicato in questo numero della rivista Aiaf realizzato dal gruppo di lavoro di Aiaf "Mission Intangibles" in collaborazione con la società tedesca The Value Group GmbH espone i risultati dell'indagine empirica che The Value Group GmbH insieme alla società Gallup Deutschland GmbH³ ha condotto intervistando, nell'estate 2005, i dirigenti di oltre 200 aziende quotate alla borsa di Francoforte al fine di presentare, attraverso indicatori significativi e misurabili che testimoniano il successo delle aziende e gli ambiti di intervento strategico nella gestione del capitale umano, un quadro del sistema di misurazione e valutazione di tale dimensione del capitale intellettuale in Germania⁴.

Da tale indagine empirica, con riferimento al primo obiettivo, trattato al paragrafo 3.2, emerge un elevato grado di attenzione che le aziende di successo prestano ad aspetti caratterizzanti la politica di gestione del personale individuati nella soddisfazione ed il *commitment* dei dipendenti e la disponibilità ad effettuare investimenti in attività di formazione e *training*.

Con riferimento invece al secondo obiettivo, trattato al paragrafo 3.3, sono stati individuati, quali *value drivers* della gestione del capitale umano che testimoniano la forte correlazione esistente tra tale dimensione del capitale intellettuale ed eccellenti *performance* aziendali, la soddisfazione dei clienti, la reputazione dell'azienda e il profilo e la qualità del *management*.

Elemento originale dell'indagine condotta da The Value Group GmbH e Gallup Deutschland GmbH si ritiene sia la proposta di un approccio "finanziario" anche nella gestione di indicatori non finanziari focalizzando l'attenzione sul loro *trend* nel corso degli anni sia in valore assoluto sia attraverso un'analisi degli scostamenti percentuali.

Un ampio numero di studi condotti sul tema del capitale intellettuale tra i quali molti sulla particolare dimensione del capitale umano rischiano tuttavia di perdere di credibilità se non vengono accompagnati anche da rigorose ricerche quantitative che si pongono l'obiettivo di verificare e confermare le teorie.

Per meglio comprendere le evidenze emerse dall'indagine empirica vengono proposti nella sezione conclusiva di questo studio (parte IV) sei "*non-financial indicators*"⁵ specifici

-
- *supervised contracted worker*: persone che forniscono direttamente lavoro e servizi all'organizzazione che elabora il reporting ma il cui contratto formale di lavoro è con un'altra organizzazione.
 - *independent contractor*: persone le cui prestazioni di lavoro solo indirettamente sono associate con l'organizzazione che elabora il reporting e il cui contratto di lavoro è con un'altra organizzazione.

³ Gallup Deutschland GmbH è una società della prestigiosa Gallup Organization e rappresenta sul mercato tedesco l'attività di consulenza aziendale del gruppo. Tra i contributi di Gallup notevoli sono gli studi sulla correlazione tra il patrimonio di asset aziendali tangibili ed intangibili.

⁴ I dati cui si fa riferimento derivano da uno studio condotto da The Value Group GmbH e Gallup Deutschland GmbH. Dr. Martina Dürndorfer, Marco Nink, Gerald Wood: "Human Capital Management in deutschen Unternehmen", Murmann Verlag, Hamburg, 2005.

⁵ IASB, "Management Commentary", (2005). "... *Indicatori che vengono utilizzati dal management per valutare i miglioramenti, con riferimento agli obiettivi che si è posta l'organizzazione, quando è difficile misurare direttamente le performance. Tali indicatori possono consistere sia in una descrizione di come viene gestito il business e sia in misure quantitative che testimoniano indirettamente le performance*".

della dimensione del capitale umano e le rispettive modalità di calcolo tratti dall'ampia letteratura sul tema i quali presentano le seguenti caratteristiche:

- sono comunicabili in maniera trasparente,
- è evidente la correlazione esistente per ogni indicatore con le dimensioni del capitale umano che sono state affrontate nell'indagine empirica,
- non sono "firm specific" ossia sono comparabili con analoghi indicatori elaborati da organizzazioni anche non appartenenti al medesimo settore economico,
- testimoniano come, confermata anche dall'importanza che vi attribuisce il *management* intervistato dagli autori dell'indagine, sia evidente l'influenza delle singole Direzioni Risorse Umane, Commerciale e Finanziaria sul valore degli indicatori stessi,

Si ritiene rivesta grande importanza proprio in questa sezione conclusiva del lavoro l'intuizione degli autori i quali, anziché limitarsi a descrivere un nuovo modello di misurazione delle risorse intangibili ipotizzando che l'introduzione di tali concetti in azienda segue semplicemente un processo lineare di diffusione della conoscenza, hanno cercato di fare un passo in avanti rispetto alla ormai ampiamente condivisa assunzione attribuita all'importanza di misurare anche le risorse intangibili presentando in una tabella di sintesi quali sono le correlazioni tra i "non-financial indicators" e le dimensioni del capitale umano oggetto dell'indagine empirica.

Parte I - L'indagine The Value Group GmbH e Gallup Deutschland GmbH

1.1 Motivazione ed obiettivo dell'indagine

Quello del Capitale Umano è uno dei temi più attuali e vivaci nel dibattito della moderna analisi aziendale. Che efficienza e motivazione del personale siano fattori essenziali per il successo dell'azienda è indiscusso. Da questi dipendono la qualità dell'offerta, la soddisfazione dei clienti, l'innovazione, ma anche la profittabilità e la capacità di sfruttare le opportunità di mercato – in una parola la crescita e la competitività dell'azienda. Ad un'indagine più attenta tuttavia si profila una realtà dei fatti ben diversa che costituisce quasi un paradosso al riconoscimento del suo valore. Nel quadro che si profila infatti il contributo del Capitale Umano al successo dell'azienda è definito vagamente, la gestione in molti casi tutt'altro che strategica e il suo reporting ancora tutto da definire. Riconoscimenti d'importanza di principio contrastano anche con la visione predominante del Capitale Umano principalmente come fattore di costo con la conseguenza che esso finisce per essere tra i primi imputati di una situazione di scarsa efficienza operativa e tra i primi oggetti di attenzione in fasi di ristrutturazioni aziendali. Ma in un'azienda che non è consapevole del valore del suo Capitale Umano gli effetti monetari e non di tali misure finiscono per passare sotto silenzio e la responsabilità che in tutto ciò ha avuto una cattiva gestione delle risorse umane semplicemente trascurata.

Si desidera infine precisare che lo studio condotto non intende fornire cosiddetti *Benchmarks* o modelli predefiniti. Non esistono a giudizio degli autori soluzioni universali, piuttosto occorre interrogarsi sulla correttezza della strategia aziendale alla luce dell'importanza del Capitale Umano e ponderarla al contesto aziendale del caso specifico. Il successo dell'azienda e la sua capacità di risposta alle sfide esterne dipendono dalla sua capacità di identificare e sviluppare i suoi *value drivers*.

**Obiettivo
dell'indagine:**

una
rappresentazione
dettagliata del
sistema di
misurazione e
valutazione del
Capitale Umano
in Germania

L'indagine condotta da The Value Group GmbH e Gallup Deutschland GmbH in collaborazione con l'istituto di ricerche di mercato "forum!" intende rispondere alla domanda su quale sia la realtà delle aziende tedesche nella considerazione e valutazione del Capitale Umano. La ricerca si propone di offrire una fotografia della gestione di questa risorsa, una tematica finora oggetto solo marginalmente di indagine empirica.

Nell'intento di offrirne una rappresentazione completa a livello aziendale non ci si è limitato a coinvolgere soltanto la Direzione delle Risorse Umane, ma si è esteso il perimetro di osservazione anche alla Direzione Commerciale e Finanziaria alle quali abbiamo chiesto una valutazione del Capitale Umano, quali strategie si intendono perseguire e in che misura esse abbiano già trovato applicazione. A campione della ricerca è stato assunto un gruppo di circa 200 aziende quotate alla Borsa di Francoforte, una scelta motivata dagli obblighi di informativa connessi alla quotazione⁶, dall'obiettivo comune di massimizzazione del valore aziendale nonché dalla riconoscibile stretta correlazione tra Capitale Umano e Risorse Finanziarie. Il nostro obiettivo è stato riconoscere come le aziende si differenzino tra loro relativamente alla strategia di gestione del Capitale Umano, in quanto riconosciamo in questo punto i presupposti per la loro crescita. A voler ricostruire le ragioni dello stato di cose attuale si scopre che la scarsa attenzione attribuita a questa risorsa aziendale non deriva da un disaccordo tra teoria e realtà sul rilievo del Capitale Umano per la *performance* finanziaria. Esso si spiega piuttosto alla luce di diversi fattori esogeni.

Tra i tratti caratteristici del Capitale Umano vi sono senza dubbio i suoi elevati costi⁷ che lo fanno spesso oggetto di attenzione nell'ambito di interventi volti ad incrementare l'efficienza operativa della società. A ciò si aggiunge il fatto che i benefici che esso apporta si manifestano soltanto in una prospettiva di lungo termine. La decisione relativa al Capitale Umano riflette così il contrasto che esiste tra una prospettiva di investimento di breve e una di lungo termine, tra il conseguimento di obiettivi di gestione di costi ed efficienza, che rappresenta una tentazione del *management* al cui conseguimento viene misurata la sua *performance*, e durevoli prospettive di profittabilità.

È proprio alla luce dell'elevato costo del Capitale Umano che stupisce la mancanza di una sistematica misurazione e valutazione. Si pensi a confronto al monitoraggio costante e quasi quotidiano di fattori quali ricerca e sviluppo, investimenti in nuove tecnologie o marketing e pubblicità mentre per il Capitale Umano ciò rappresenta ancora un'eccezione.

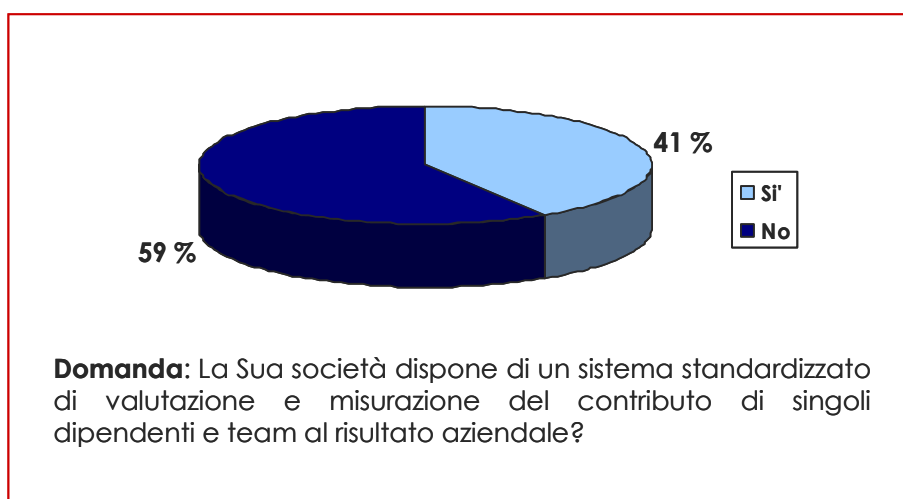
⁶ Per gli obblighi giuridici sulla pubblicazione di dati relativi al personale e standard contabili e di revisione vedi: Direttiva Comunitaria 2003/51/CE e a livello nazionale § 315 I HGB, German Accounting Standards 5.16, 5.17, 5-10.9, 38, 12.33, 12.34, 20.121 e 20.122.

⁷ Bassi, L./Harrison, P./Ludwig, J./e al. (2004). Hansson, B. (2004). Ballester, M./Livnat, J./Sinha, N. (1999).

Paradossi ed incertezze in tema di Capitale Umano non sono isolati: si ritrovano nel *reporting* aziendale interno e pubblico⁸, nella definizione dei suoi obiettivi per il bonus dei manager, nella partecipazione di rappresentanti delle Risorse Umane a decisioni strategiche⁹ ma nel fatto che in pochi Consigli di Amministrazione tedeschi si ritrovi un direttore del personale.

Eppure un sistema standardizzato di misurazione e valutazione del Capitale Umano è essenziale sotto molteplici aspetti: consente di quantificare il contributo di questa risorsa rispetto al risultato aziendale nonché di definirne la produttività intesa nel senso sia di capacità innovativa sia di creazione di valore. Non disporre di un tale sistema significa non soltanto ignorare una componente essenziale del processo di produzione dell'azienda, ma espone quest'ultima a rischi ben maggiori rappresentati dagli effetti di una politica di gestione spesso incentrata alla riduzione di costi, conseguenza a sua volta di una prospettiva di valutazione o meglio di svalutazione del Capitale Umano. Misure di questo tipo, semmai giustificabili nel breve termine, finiscono invece per rivelare un effetto boomerang, che viene tuttavia per lungo tempo trascurato¹⁰.

Tavola 1: Valutazione e misurazione del Capitale Umano



Il contributo del Capitale Umano si ravvisa a nostro giudizio soprattutto in due dimensioni che alla luce della crescente competitività in uno scenario economico globale sono divenute centrali per il successo dell'azienda: l'innovazione e la produttività.

Il Capitale Umano rappresenta la chiave dell'innovazione e della produttività.

Il Capitale Umano è al centro di entrambe. Esso rappresenta la leva dell'**innovazione** aziendale, definisce la strategia da perseguire e l'impiego delle risorse ed è la base sulla quale si sviluppano prodotti, servizi e procedure. Quanto maggiore è l'importanza della conoscenza per l'azienda tanto più significativo sarà ivi il ruolo del Capitale Umano. Esso

⁸ Fischer, Th. M./Vielmeyer, U./Wenzel, J. (2004).

⁹ Gloger, A. (2005).

¹⁰ Alcuni studi hanno dimostrato che drastiche misure di riduzione del Personale possono avere nel lungo termine effetti negativi. Morris, J.R./Cascio, W.F./Young, C.E. (1999). Kieser, A. (2002).

rappresenta il presupposto principale senza il quale a poco servono anche le tecnologie più avanzate, le condizioni di mercato più favorevoli e i migliori canali di vendita. Assicurare una capacità innovativa duratura è uno dei compiti fondamentali del *management* e il suo indebolimento deve valere come un campanello d'allarme. In un'economia basata sulla conoscenza la gestione del Capitale Umano rappresenta anche la componente essenziale per la **produttività** dell'azienda. In un contesto di attività non solo industriale il criterio per la sua misurazione non è la rapidità (unità prodotte o risultati per unità temporale) ma l'intelligenza del lavoro e al centro di una gestione efficiente e produttiva vi è una distribuzione del lavoro dove ognuno "fa ciò che sa fare meglio"¹¹. Ma come si misura e si migliora la produttività? In che modo si può quantificare il contributo della conoscenza? Per rispondere a questi quesiti sono necessari adeguati strumenti di gestione e misurazione del Capitale Umano.

Parte II - Struttura e metodologia

2.1. Campione e modalità di procedimento

L'intento del nostro studio, come preannunciato sopra, è quello di offrire una rappresentazione completa della gestione del Capitale Umano a livello di azienda in quanto anticipa logicamente il problema della misurazione e valutazione. A questo scopo si è voluto cogliere il punto di vista oltre che della Direzione delle Risorse Umane anche di altri organi decisionali di rilievo quali la Direzione Commerciale

e quella Finanziaria. Tuttavia alla luce della sua centralità in questi temi nella nostra indagine abbiamo attribuito un ruolo privilegiato all'Ufficio del Personale in termini sia di numero sia di accuratezza delle interviste, seguito dalla Direzione Commerciale per via del maggiore contatto di quest'area con la clientela.

Il campione da noi scelto secondo il metodo *Stratified Sampling Method*¹² si compone di 235 intervistati (110 direttori del personale, 75 direttori commerciali e 50 direttori finanziari) ed è rappresentativo delle 957 **società quotate alla Borsa di Francoforte**. La scelta delle società ha avuto luogo a prescindere dalle dimensioni aziendali in quanto queste non incidono sull'importanza della gestione del Capitale Umano. I motivi per i quali ci siamo limitati a considerare società quotate sono riconducibili alla pubblicità dei relativi dati finanziari e dell'identità dei responsabili delle diverse divisioni. Dove quest'ultima non fosse ricavabile da fonti pubbliche si è fatto ricorso a ricerche specifiche. L'indagine è stata condotta nell'arco di due mesi nell'estate 2005.

Il sondaggio svolto da The Value Group GmbH e Gallup Deutschland GmbH:

- è rappresentativo delle società quotate alla Borsa di Francoforte;
- è stato svolto tra 235 tra direttori del personale, direttori commerciali e finanziari;
- ha ottenuto una buona risonanza da parte del campione scelto.

¹¹ Drucker, P., (2004). Malik, F., (2004).

¹² Per maggiori dettagli sul metodo di campionamento vedi Quee, W. T.: "Marketing Research", 1996.

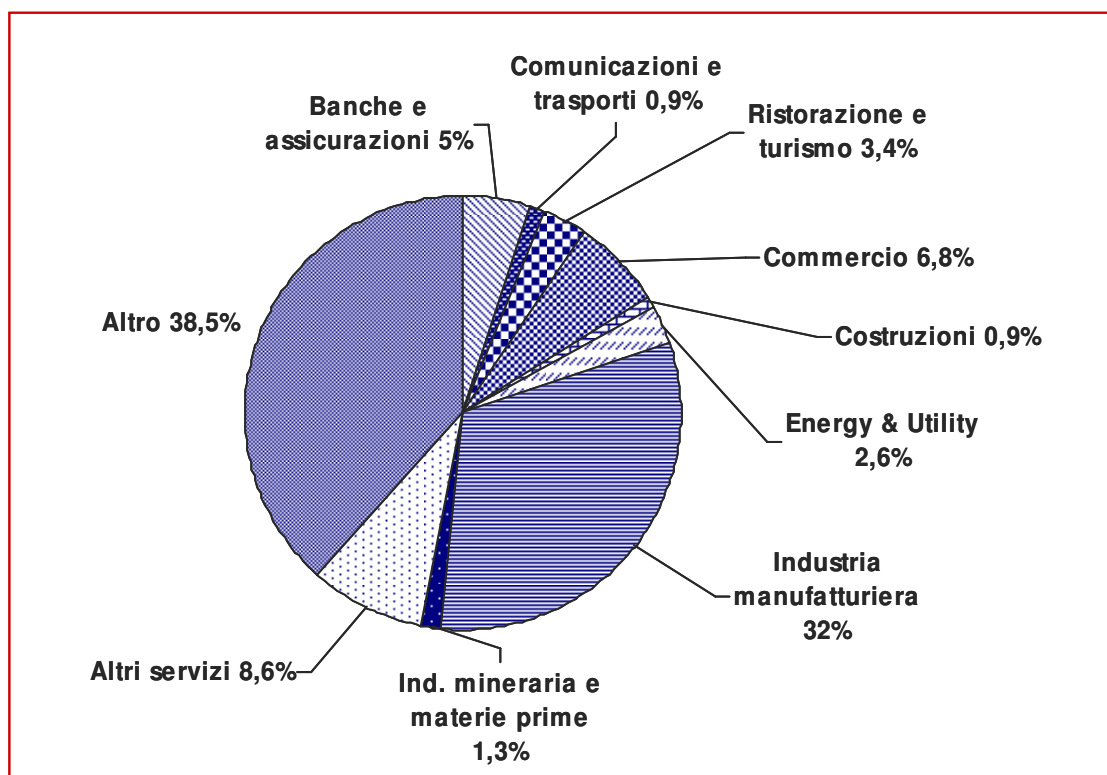
La risonanza¹³ rispetto al campione scelto è stata buona¹⁴, in media del 30% (30% per i direttori del personale, 31% dei direttori commerciali e 28% dei direttori finanziari), una percentuale che confrontata ad altre indagini empiriche si può giudicare come più che soddisfacente.

Tra i motivi che hanno influito negativamente sulla risonanza si possono ricordare:

- Norme interne aziendali che proibiscono la comunicazione di informazioni di questo tipo.
- Il venir meno di aziende originariamente selezionate a partecipare all'indagine in seguito per esempio a fusioni.

Di seguito si rappresenta la suddivisione per settori d'attività delle società che hanno partecipato allo studio:

Tavola 2: Settori di attività delle società del sondaggio



Ai fini dell'omogeneità e comparabilità delle risposte¹⁵ è stato scelto un questionario esclusivamente a domande chiuse a risposta sia definita sia multipla¹⁶. In alcune di quest'ultime si richiedeva di distribuire risposte predefinite su una scala di 4 o 5 punti (rispetto a quella a 4 punti la scala a 5 offre la possibilità di una risposta neutrale) dove 1 corrispondeva a un livello d'importanza minimo e 5 massimo. A opzioni quali "non so" o

¹³ Per risonanza si intende la percentuale di persone che hanno risposto ad un sondaggio in rapporto al totale delle persone cui tale sondaggio è stato proposto.

¹⁴ Kaase, M. (1999).

¹⁵ Fink, A. (1995).

¹⁶ Hanno fatto eccezione le domande in cui si è richiesto un valore numerico (per esempio domanda sul *turnover* o sugli investimenti in formazione del personale). In questo caso si è fatto ricorso a domande aperte e non è stata offerta all'intervistato nessuna alternativa di risposta.

“nessuna indicazione” si è fatto ricorso su specifica indicazione dell'intervistato, esse non sono tuttavia state offerte come possibili soluzioni di risposta. Per la conduzione dell'indagine è stata scelta la forma delle interviste telefoniche che rispetto ai questionari cartacei riteniamo offra maggiori garanzie di qualità.

Il questionario ha coperto i seguenti temi:

- Attività di reclutamento
- Processo di selezione del personale e profilo dei candidati
- Soddisfazione del personale
- *Commitment*, fedeltà e motivazione
- Strumenti per il rilevamento delle opinioni dei dipendenti
- Formazione
- Gestione e sviluppo del personale
- Criteri di valutazione e misurazione della produttività e della qualità del lavoro
- Soddisfazione e fedeltà dei clienti

Agli intervistati è stato inoltre chiesto quale correlazione a loro avviso esista tra grandezze finanziarie, come da bilancio, e non, quali si evincono da sondaggi tra dipendenti e clienti. Infine è stato loro chiesto di pronunciarsi sul rilievo operativo e strategico del Capitale Umano alla luce del suo ruolo attuale e futuro nei diversi settori aziendali.

2.2 Valutazione dei risultati

Nella fase di interpretazione dei risultati si è provveduto ad ordinare le aziende a seconda della loro *performance* finanziaria, misurata in base all'*earning yield* (utile netto per azione/valore di mercato dell'azione) e al *profit margin* (utile netto/fatturato) degli esercizi 2002, 2003 e 2004. Non si sono volute invece effettuare differenziazioni nel caso di perdite, perciò il risultato, indipendentemente dall'entità della perdita, è stato posto uguale a 0. Ne è così derivato un *ranking* globale. Esso è stato a sua volta diviso in terzi: aziende a “*top*”, “*average*” e “*low*” *performance*. Infine si è proceduto al confronto dei risultati dell'indagine tra le categorie *top* e *low*.

Occorre infine precisare che nel confronto di questi due set di aziende sono state considerate solo risposte al massimo della scala di valutazione (metodo *Top-Box*) che valgono appunto come una presa di posizione incondizionata sul tema oggetto della domanda¹⁷. Nei rari casi in cui è mancata l'informazione si sono incluse anche le risposte con punteggio 4 o si è fatto ricorso ai risultati di altri studi Gallup Deutschland GmbH. Non sono state invece prese in considerazione risposte del tipo “non so” e “nessuna indicazione”.

Parte III - I Risultati: Fattori di successo del Capitale Umano

3.1. Analisi ed interpretazione dei risultati

Come indicato al precedente punto 2 abbiamo scelto a strumento della nostra indagine un insieme di tematiche che coprono a nostro avviso i principali nodi della gestione del Capitale Umano. Su questa base procediamo ora all'analisi e all'interpretazione dei risultati allo scopo di individuare quegli indicatori del Capitale Umano che incidono sulla *performance* aziendale. Tale ricerca è stata effettuata da una parte attraverso il

¹⁷ Un risultato di 35% e di 18% da parte rispettivamente di aziende *top* e *low performance* alla domanda sul contributo del Capitale Umano al valore aziendale è da interpretare nel senso che il 35% delle aziende *top* e il 18% di quelle *low performance* hanno assegnato a questo indicatore il punteggio 5 che corrisponde al massimo sulla nostra scala di importanza.

confronto della gestione del Capitale Umano presso aziende *top* e *low performance* (paragrafo 3.2) e dall'altra sulla base della tipologia di risposte ai nostri quesiti (paragrafo 3.3). Dal primo punto si è ricavato un catalogo di **indicatori significativi** e **misurabili** mentre dal secondo sono emersi piuttosto gli **ambiti di intervento per la gestione del Capitale Umano**.

3.2 Aspetti caratterizzanti la politica di gestione del Personale delle aziende di successo

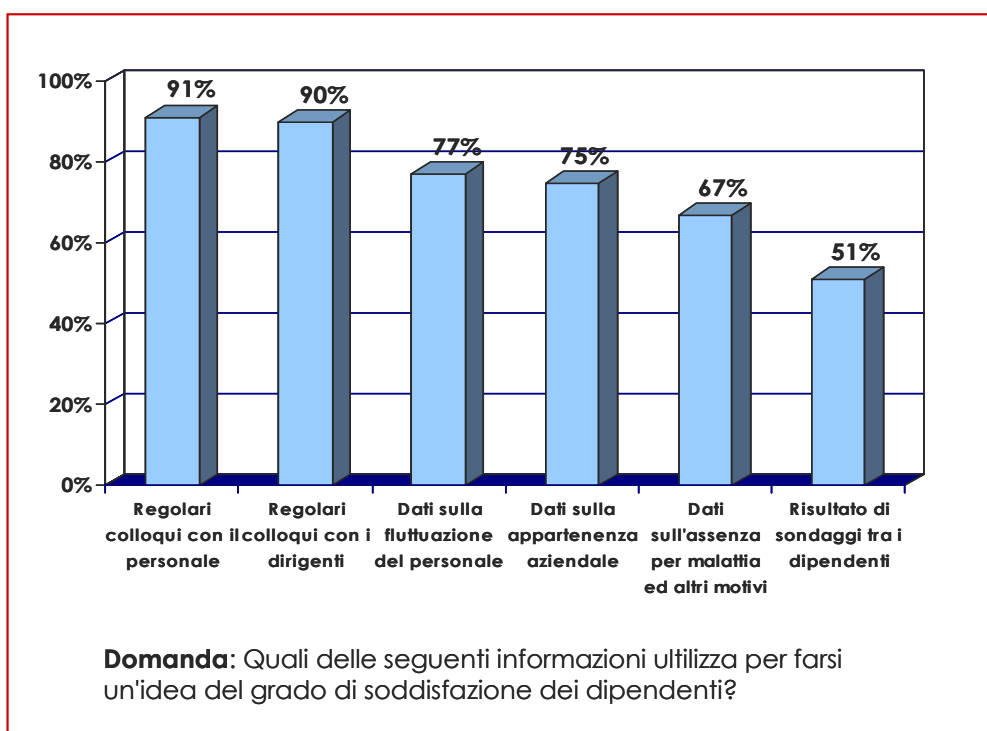
Il confronto tra le risposte ottenute da aziende *top* rispetto a quelle *low performance* evidenzia differenze sostanziali nella percezione della questione del Capitale Umano e distinzioni concrete in molti punti. Di seguito si riportano le differenze più significative relativamente a tre tematiche:

1. soddisfazione dei dipendenti
2. *commitment* dei dipendenti
3. formazione

Aziende di maggiore successo sono in misura molto maggiore rispetto a quelle *low performance* persuase del fatto che il **Capitale Umano contribuisce positivamente al processo di creazione di valore**. Il 35% di loro infatti rispetto al 18% del secondo gruppo hanno attribuito al contributo del Capitale Umano la valutazione massima, convinzione questa diffusa a tutti i tre organi decisionali interrogati (Direzione del Personale, Finanziaria e Commerciale).

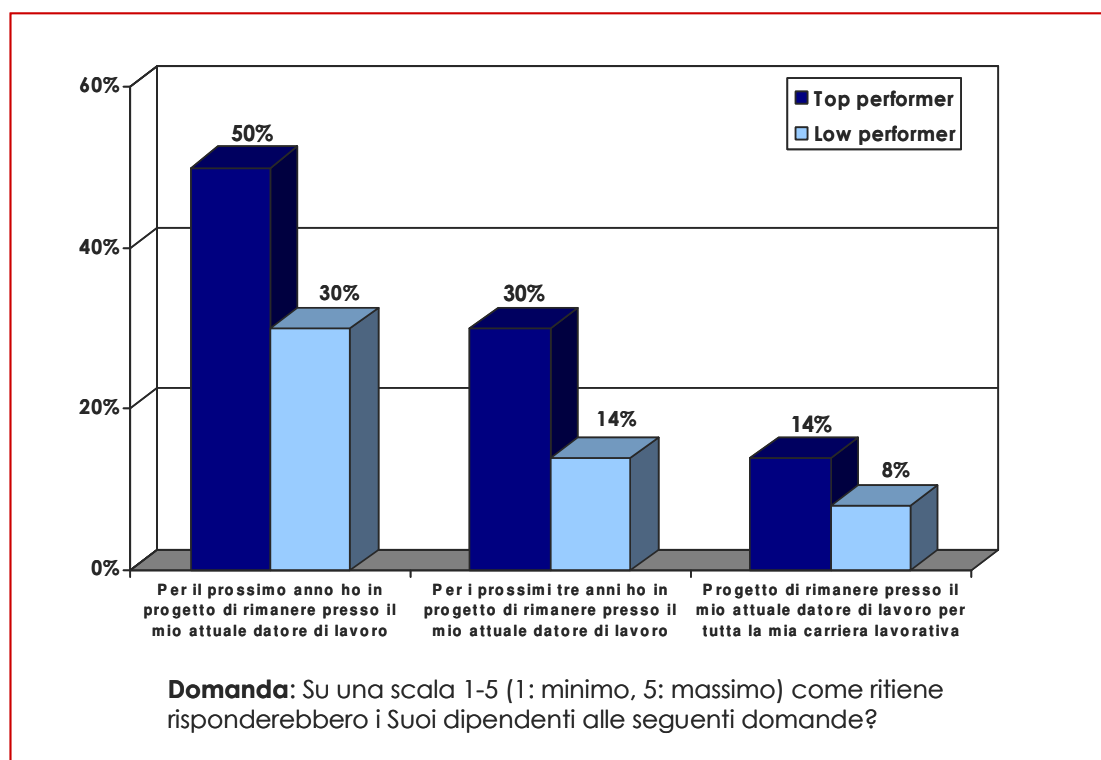
Tra i criteri specifici si rinviene innanzitutto la **soddisfazione dei dipendenti**. In aziende *top performance* la convinzione che i propri dipendenti siano soddisfatti accomuna l'11% dei manager rispetto a soltanto l'1% di quelle a *low performance*. Che a ciò contribuiscano oltre che un'accorta politica del personale anche una minore pressione esterna legata al successo dell'attività è un fattore in questo contesto sicuramente da tenere in considerazione.

Tavola 3: Strumenti di valutazione della soddisfazione dei dipendenti



Ad una maggiore soddisfazione si accompagna in questo gruppo di aziende un più stretto **commitment dei dipendenti**. La convinzione che la maggioranza dei propri collaboratori si senta legata all'azienda è qui condivisa pienamente dal 33% dei manager intervistati rispetto al 15% dell'estremo opposto della graduatoria. Più che in altre in aziende di successo il *management* confida nella fedeltà dei propri dipendenti sia nel breve (50% rispetto al 30% delle aziende a *low performance*) sia nel medio termine (rispettivamente 30% verso 14%). L'orizzonte temporale incide molto sulla previsione del *turnover* del personale che nel lungo termine è di quasi quattro volte superiore che nel breve.

Tavola 4: Il *commitment* dei dipendenti all'azienda

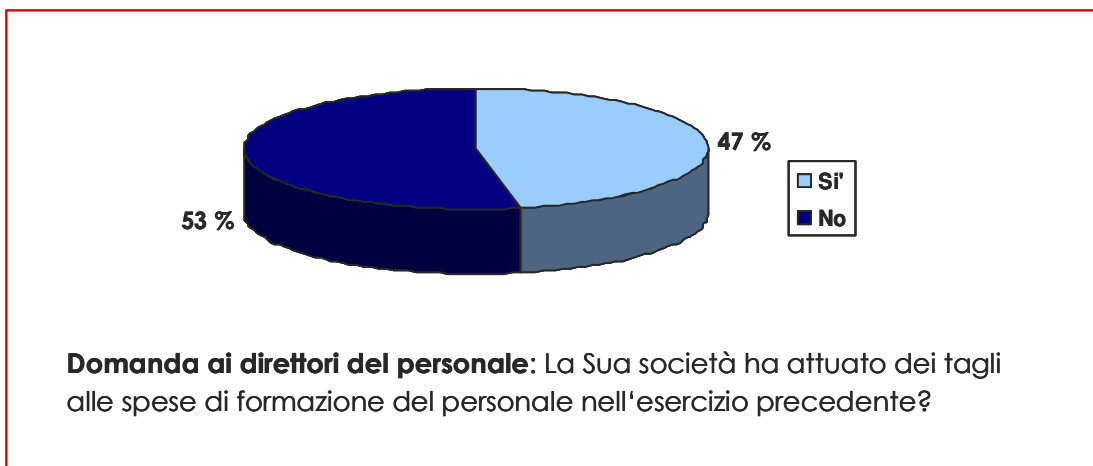


Nelle aziende di maggiore successo non soltanto più forte è il *commitment* dei dipendenti ma maggiore è anche la **consapevolezza dell'importanza di questo fattore da parte del management**. Il 69% di loro infatti vi attribuisce rilievo massimo rispetto al 40% delle aziende meno proficue.

L'ultimo tratto caratteristico della gestione del personale di questo gruppo di aziende è rappresentato dagli investimenti in **formazione**. A questo proposito abbiamo rilevato la disponibilità di tali aziende ad attuare nell'arco di un anno tagli in formazione come misura di riduzione dei costi. Tra quelle migliori la percentuale di aziende che hanno risposto positivamente ad una misura di questo tipo è quasi un terzo di quelle più deboli (24% verso 63%). Questa correlazione è vero può essere motivata dalla maggiore disponibilità di capitale. Viceversa tuttavia per conseguire determinati obiettivi di gestione

finanziaria società *top performance* hanno dovuto e devono operare in un regime di contenimento di costi, che tuttavia come si vede non incide sulla formazione.

Tavola 5: Risparmi nella formazione del personale



Dalla nostra indagine non emerge invece una differenza significativa tra questi due gruppi di società nei temi della selezione del personale e nella conduzione di sondaggi interni.

Tratti caratterizzanti società top e low performance

La nostra indagine empirica ha mostrato che a giudizio del *management* intervistato la gestione del Capitale Umano in società *top performance* si differenzia rispetto a quelle *low performance* nei seguenti aspetti:

- Il contributo del Capitale Umano alla crescita di valore della società è decisamente maggiore (*Top Box*: 35% in società *top*, 18% in società *low performance*);
- La disponibilità a tagli in formazione come misura di riduzione dei costi è molto inferiore (*Top Box*: 24% in società *top*, 63% in società *low performance*);
- È più diffusa la convinzione dell'esistenza di un forte *commitment* nei confronti dell'azienda da parte della maggioranza dei dipendenti (*Top Box*: 33% in società *top*, 15% in società *low performance*);
- Attribuiscono alla motivazione del personale e al *commitment* nei confronti dell'azienda un'importanza molto maggiore (*Top Box*: 69% in società *top*, 40% in società *low performance*);
- Condividono molto più decisamente l'opinione che in azienda regni un clima di soddisfazione tra il personale (*Top Box*: 11% in società *top*, 1% in società *low performance*).

Con "*Top Box*" si intende la percentuale di intervistati che tra le possibilità di risposta ad una certa domanda su una scala 1-5 ha scelto il valore più alto che corrisponde ad un grado di importanza massima.

3.3 Elementi chiave della gestione del Capitale Umano

Un altro percorso che ci ha condotto a riconoscere i punti di correlazione tra Capitale Umano e *performance* aziendale è quello basato sulle risposte degli intervistati. Rispetto a quelli riportati nel paragrafo precedente si tratta qui di fattori di carattere più generale. A questo scopo oltre che al sondaggio citato si è attinto anche ad altri studi realizzati dalla società Gallup Deutschland GmbH in materia.

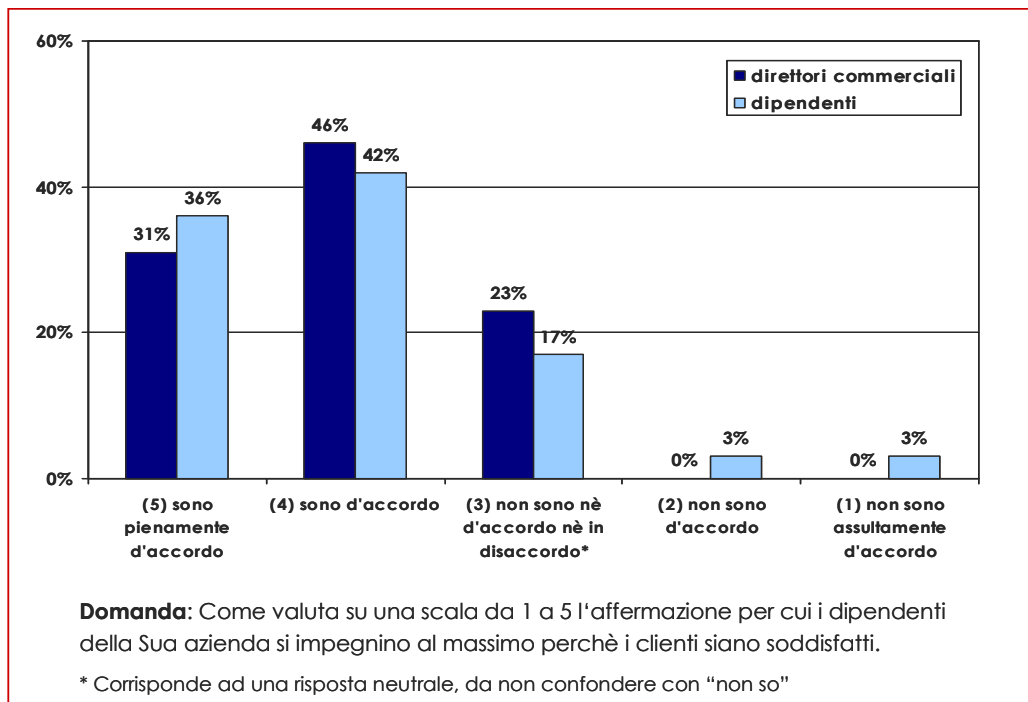
Il Capitale Umano occupa un ruolo decisivo:

- nel definire qualitativamente e quantitativamente il rapporto con i clienti
- per la reputazione dell'azienda

Uno degli elementi chiave nella gestione del Capitale Umano è rappresentato dal grado di **soddisfazione dei clienti**. Le correlazioni con il Capitale Umano sono qui molteplici. Si pensi ad esempio al *turnover* del personale. Un elevato *turnover* specie in

un'economia di servizi rischia di incidere pesantemente sulla relazione con i clienti, si pensi per esempio ai danni all'immagine aziendale e alla perdita di relazioni con la clientela se non addirittura di clienti che il collaboratore possa portare via con sé. Anche un servizio non all'altezza delle attese di un cliente può riflettersi in modo sensibile sull'azienda. Si pensi all'effetto catena: un cliente scontento tende a raccontare la sua esperienza il doppio delle volte di un cliente soddisfatto¹⁸. E quanto le opinioni di terzi influenzino una decisione di acquisto lo dimostra uno studio inglese¹⁹ secondo il quale su 10.000 intervistati $\frac{3}{4}$ dichiarano di prendere in considerazione i consigli di parenti e amici. Anche i dipendenti possono contribuire positivamente o negativamente a generare questo effetto catena.

Tavola 6: Orientamento al cliente



¹⁸ Homburg, C. (1994).

¹⁹ Mediaedge: „Mund-zu-Mund-Propaganda: Große Wirkung beim Verbraucher“, Comunicato stampa cia del 13.05.2004.

Un altro punto nel quale una gestione accurata del Capitale Umano comporta vantaggi tangibili è costituito dalla **reputazione dell'azienda**. È indubbio infatti che un'immagine pubblica positiva comporti vantaggi nella ricerca di personale qualificato ma anche in termini di motivazione dei dipendenti, di clima aziendale e quindi di risultati. È interessante soffermarsi sui criteri che a giudizio dei nostri intervistati maggiormente contribuiscono alla reputazione dell'azienda. Al primo posto si colloca l'offerta di prodotti e servizi di qualità (*Top-Box* 98%), seguita dalla creazione di posti di lavoro (*Top-Box* 87%), dall'attività pubblica (*Top-Box* 85%)²⁰, dall'offerta ai giovani di opportunità di formazione (*Top-Box* 84%) e a distanza dall'*engagement* in iniziative di interesse collettivo (*Top-Box* 62%). Il fattore meno importante paiono essere invece iniziative per i dipendenti a favore della famiglia (*Top-Box* 38%).

| | Tutti gli intervistati |
|----------------------------------------------------|------------------------|
| Offerta di prodotti e servizi di qualità | 98% |
| Creazione di posti di lavoro | 87% |
| Attività pubblica (public relations) ¹⁹ | 85% |
| Offerta di opportunità di formazione per i giovani | 84% |
| Attività di interesse collettivo | 62% |

Domanda: Mi può dire a quale di queste attività a miglioramento dell'immagine aziendale fa ricorso la Sua società?

A completare il quadro del contributo del Capitale Umano alla *performance* aziendale occorre considerare il **profilo** e la **qualità del management**. Per poter adempiere in modo adeguato alla sua funzione al *management* si richiedono doti soprattutto di orientamento al risultato (*Top-Box* 78%), iniziativa (*Top-Box* 76%), motivazione (*Top-Box* 75%), decisione (*Top-Box* 70%), orientamento al cliente (*Top-Box* 68%) e competenza (*Top-Box* 68%). Come i meno importanti si ritrovano attributi quali modestia (*Top-Box* 1%), capacità di autocritica (*Top-Box* 45%) e propensione ad accogliere passivamente con favore l'innovazione all'interno dell'azienda (*Top-Box* 48%).

²⁰ Per attività pubblica si intendono iniziative volte ad offrire un'immagine dell'azienda gradita all'opinione pubblica e tale da suscitare simpatia. La maggior parte delle società ricorrono a questo scopo ai mezzi di comunicazione secondo il motto "fai del bene e parlane". Attività di questo tipo non sono tuttavia da confondere con *sponsoring* e pubblicità.

| | Top Box 1* | Top Box 2* |
|---------------------------|------------|------------|
| Orientamento al risultato | 78% | 99% |
| Iniziativa | 76% | 98% |
| Motivazione | 75% | 97% |
| Decisione | 70% | 97% |
| Orientamento al cliente | 68% | 96% |
| Competenza | 68% | 99% |

Domanda: Mi può dire quali di queste caratteristiche sono importanti per occupare una posizione di direzione?

*Con Top Box 1 e 2 si intende la percentuale di intervistati che su una scala crescente di importanza 1-5 hanno assegnato a queste qualità rispettivamente un punteggio (5) e (4) o (5).

Quanto sia importante la sua funzione per esempio per il reclutamento e per il *commitment* del personale lo dimostrano numerosi studi realizzati dalla società Gallup Deutschland GmbH. Una conferma di ciò si ritrova anche nella nostra indagine: tra i principali ai fattori che a giudizio dei manager da noi intervistati determinano la fedeltà e la motivazione dei dipendenti ci sono la stabilità del posto di lavoro (*Top-Box 53%*), seguita dal riconoscimento della qualità del proprio lavoro da parte dei superiori (*Top-Box 45%*), il clima aziendale (*Top-Box 43%*) e il *management* (*Top-Box 32%*).

| | Tutti gli intervistati |
|------------------------------------------------------------------------|---------------------------|
| Sicurezza del posto di lavoro | 53% |
| Riconoscimento della qualità del proprio lavoro da parte dei superiori | 45% |
| Clima aziendale | 43% |
| Management | 32% |

Domanda: Mi può dire quanto a suo giudizio sono importanti questi fattori per la motivazione e il *commitment* del personale all'azienda?

Un posizionamento tanto più significativo quanto più si consideri il termine di paragone ovvero che questi fattori sono risultati più importanti rispetto ai criteri classici della remunerazione quali il pagamento degli straordinari (*Top-Box 7%*) o piani pensionistici aziendali (*Top-Box 7%*).

Alla luce dell'importanza del *commitment* dei dipendenti nei confronti dell'azienda desideriamo infine offrire un dato che deriva da un monitoraggio Gallup Deutschland GmbH per un arco di tempo di 5 anni che si può considerare sintomatico del potenziale di rischio dovuto proprio alla diffusa sopravvalutazione di tale fattore da parte del *management*. Interrogati sul tema del *turnover* del personale i direttori del personale e commerciali delle società incluse nel campione dichiarano in maggioranza di poter contare sulla stabilità del personale a breve (*Top-Box 98%*) così come a medio e lungo termine (*Top-Box 96%* e *92%* rispettivamente). A porre la stessa domanda alla controparte ne esce un quadro ben diverso: il 10% dei dipendenti intervistati dichiarano l'intenzione di cambiare lavoro entro un anno, il 20% nei 3 anni successivi. Analogamente anche il quadro che deriva dai dati sulla motivazione: solo il 13% dei dipendenti prova un legame emozionale con l'azienda. La maggioranza assoluta, il 69%, dichiara di limitarsi a "seguire le direttive" mentre il 18% ha già dato le dimissioni (in senso figurato)²¹. Tradotto in termini monetari lo scarso *commitment* dei dipendenti nei confronti dell'azienda determina un danno economico annuo quantificabile tra i € 250 e 254 miliardi²².

Parte IV - Interpretazione dei risultati per analisti finanziari ed investitori

4.1 L'incidenza del Capitale Umano sulla performance aziendale

L'indagine che abbiamo presentato nelle pagine precedenti ha mostrato chiaramente i limiti della gestione delle Risorse Umane nelle aziende principali e più rappresentative del mondo imprenditoriale tedesco. Il confronto tra aziende con *performance* economiche nonché politiche di gestione del personale opposte ha mostrato come quella del Capitale Umano non sia una questione teorica e morale ma abbia un chiaro e definito riscontro economico. Lo dimostra oltre al nostro sondaggio l'ampia letteratura che in forme diverse ha studiato la correlazione tra Capitale Umano e *performance* aziendale dalle quali sono tratti i cinque indicatori di seguito presentati.

Sviluppo del personale

Un primo fattore per il quale sussiste un comprovato nesso di causalità con il risultato aziendale è rappresentato dalla formazione del personale. Numerosi studi hanno dimostrato una correlazione diretta tra l'ammontare delle spese in formazione e training del personale da una parte e ROI del Capitale Umano, redditività²³ e persino *performance* azionaria e *Shareholders return*²⁴ dall'altra. Investimenti nel personale e creazione di opportunità di percorsi di sviluppo interni all'azienda per i propri dipendenti determinano utili maggiori a livello sia di singolo dipendente sia di *Full Time Equivalent* (FTE)²⁵. Di contro indagini empiriche mostrano che compensare carenze di formazione del

²¹ The Gallup Organization: "Engagement-Index 2005", 2005.

²² The Gallup Organization: "Engagement-Index 2005", Comunicato stampa, agosto 2005.

²³ Youndt, M./Subramaniam, M./Shell, S. (2004). Bassi, L./McMurrer D. (2004).

²⁴ Bartel, A. (1994). American Bankers Association (2004). Pfau, B./Kay I. (2002).

²⁵ *Full Time Equivalent* è un metodo usato frequentemente per misurare in maniera univoca il numero dei dipendenti di un'azienda e per il loro dimensionamento. Un FTE equivale ad una

personale con l'*outsourcing* o assunzione di nuovo personale altamente qualificato si possono rivelare rischiose e costose in quanto non forniscono di per sé una garanzia di successo di tale misura e determinano insicurezza e demotivazione nel personale esistente²⁶.

Retribuzione

Anche la retribuzione è un fattore per il quale esiste una correlazione diretta con il risultato aziendale. Una compensazione ritenuta adeguata dai dipendenti ne incentiva la motivazione e le prestazioni nonché rappresenta un contropeso ai rischi di acquisizione del personale più qualificato da parte di aziende concorrenti²⁷.

Commitment

Il *commitment* di dipendenti validi e che ricoprono ruoli chiave per l'azienda è un indicatore di una politica di gestione delle risorse umane di successo. Al contrario le ripercussioni di un elevato tasso di *turnover* si manifestano in diverse forme, in termini di perdita di conoscenza ed esperienza preziose ma anche con immediati costi monetari legati alla selezione e al *training* iniziale del personale assunto in sostituzione di quello uscente. A ciò occorrono aggiungere i danni derivati dal passaggio alla concorrenza di *Know-how* nonché di clienti. Per evitare ciò indagini empiriche²⁸ indicano che i fattori che maggiormente incidono sul *turnover* sono rappresentati dalle mansioni svolte e dalla rispondenza di queste alle proprie attese, dall'attenzione dei superiori²⁹ ma anche dalla soddisfazione per le opportunità di formazione e sviluppo offerte dall'azienda³⁰.

Soddisfazione dei clienti e reputazione

Un altro fattore che incide direttamente sul successo dell'offerta dell'azienda è rappresentato dalla soddisfazione dei clienti. Anche in questo punto i nostri risultati hanno trovato conferma da studi empirici esterni³¹ che per vie diverse hanno provato come uno dei suoi elementi determinanti sia rappresentata dalla soddisfazione dei dipendenti, perciò quanto maggiore è l'*engagement* dei dipendenti tanto migliore sarà la qualità della relazione con i clienti.

Il riscontro empirico ha confermato anche l'esistenza di un vantaggio tangibile per l'azienda legato alla sua reputazione³². Si pensi per esempio ai vantaggi che un'immagine positiva che l'azienda sia riuscita a creare di sé ha sulla ricerca di personale in termini di risparmio di costi e tempi per il reperimento di candidature adeguate o agli effetti positivi di un'elevata motivazione dei dipendenti sulla loro prestazione.

Leadership del Management

Un'evidenza chiara ed empirica in relazione alla *performance* aziendale è stata infine riscontrata per la *leadership* del *management*. Studi indipendenti tra di loro condotti in

persona che lavora per 8 ore in un giorno. Eventuali dipendenti part time vengono parametrati a questa misura. Ad esempio, un part time a 6 ore giornaliere equivale a 0.75 FTE (6/8).

²⁶ Groyberg, B./Nanda, A./Nohria, N. (2005).

²⁷ Becker, B.E./Huselid, M.A. (1997).

²⁸ Buckingham, M./Coffman, C. (2002).

²⁹ Buckingham, M./Coffman, C. (2002).

³⁰ Heskett, J./Jones, T./Loveman, G./et al. (1994).

³¹ Buckingham, M./Coffman, C. (2002). Fleming J.H./Coffman, C./Harter, J.K. (2005). Heskett, J./Jones, T./Loveman, G./et al. (1994).

³² Fulmer, I./Gerhart, B./Scott, K. (2003). Filbeck, G./Preece, D. (2003). Fall, U. (2005).

forma di sondaggi tra i dipendenti hanno mostrato il ruolo della direzione operativa nell'incentivare lo sviluppo del potenziale di collaboratori particolarmente validi, la produttività dei dipendenti e il loro *commitment* nei confronti dell'azienda nonché la soddisfazione dei clienti³³.

Questa constatazione del ruolo del *management* e il nesso di causalità con fattori quali la produttività, il *turnover*, la soddisfazione del personale che a sua volta come si è visto contribuiscono positivamente o negativamente al risultato aziendale tangibile mostrano come l'azienda disponga della capacità di gestire e controllare questa risorsa così carica di potenziale quale è il Capitale Umano. Ritorniamo così alla nostra constatazione di partenza ovvero che quale sia il potenziale che il Capitale Umano finisce per esercitare dipende dal grado di consapevolezza del *management* e dalla qualità della gestione di questa risorsa.

4.2 Criteri per la valutazione della gestione del Capitale Umano

Il modello di valutazione presentato è stato creato in considerazione dei risultati dell'indagine descritta nelle pagine precedenti nonché dell'ampia letteratura sulla correlazione tra Capitale Umano e *performance* aziendale e si rivolge ad analisti ed investitori con l'intento di fornire uno strumento di valutazione dotato di validità e rilevanza empirica.

Schema di valutazione del Capitale Umano

| | Prospettiva di analisi | Indicatore | Grandezza di riferimento | Frequenza del rilevamento |
|----------------|------------------------|---------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------|
| Capitale Umano | Sviluppo e innovazione | Sviluppo del personale | N° giorni di formazione per dipendente | annuale |
| | | <i>Commitment</i> dei dipendenti | Conduzione di indagini sull'opinione dei dipendenti | annuale |
| | Dinamica e stabilità | <i>Turnover</i> del personale | Grado di <i>turnover</i> del personale (%) | annuale |
| | | <i>Turnover</i> del <i>management</i> | Grado di <i>turnover</i> del <i>management</i> (%) | annuale/ ad hoc |
| | Costi ed efficienza | Sistema retributivo del personale | Incidenza sul totale e forme della retribuzione variabile (bonus, azioni ed opzioni) | annuale |
| | | <i>Value Added</i> ³⁴ | Correlazione tra grandezze finanziarie e del personale (per esempio reddito operativo e costi del personale) | annuale/ semestrale |

³³ The Gallup Organization: (2005). Buckingham, M./Coffman, C. (2002).

³⁴ Con *Value Added* si intende la differenza tra fatturato e costi di beni e servizi acquistati dall'azienda.

A conferma dello scarso rilievo attribuito, come abbiamo visto, dalla maggior parte delle società a questi indicatori si può considerare la frequenza della comunicazione e pubblicazione di tali informazioni. Da una ricerca The Value Group GmbH condotta sulla qualità dell'informativa al mercato delle società del Dow Jones Euro Stoxx 50 emergono come particolarmente problematici i dati sul *turnover* (forniti soltanto dal 30% delle società) e sulla formazione del personale (50%) mentre migliore è la diffusione di informazioni sul sistema retributivo adottato (70%). Per i restanti indicatori è stato invece possibile dare una risposta sulla base dei documenti pubblicati dalla società.

Di seguito si indica la correlazione esistente tra gli indicatori scelti a parametri di valutazione e le dimensioni del Capitale Umano, delle quali nelle pagine precedenti si è dimostrata la rilevanza empirica. La qualità del *management*, a nostro avviso, e coerentemente con studi effettuati dalla società Gallup Deutschland GmbH, è un fattore che sovrasta tutti gli altri e li influenza.

Indicatori e dimensioni del Capitale Umano

| Indicatori | Motivazione e <i>commitment</i> | Soddisfazione del personale | Reputazione come società/datore di lavoro | Soddisfazione dei clienti |
|---------------------------------------|---------------------------------|-----------------------------|-------------------------------------------|---------------------------|
| Sviluppo del personale | • | • | • | • |
| <i>Commitment</i> | • | • | | |
| <i>Turnover</i> del personale | • | • | • | • |
| <i>Turnover</i> del <i>management</i> | • | | • | • |
| Sistema retributivo | • | • | • | |
| <i>Value Added</i> | | | • | • |

Attraverso tale rappresentazione si intende offrire un contributo al chiarimento dell'incidenza di aspetti caratterizzanti la gestione del personale sugli ambiti strategici di intervento emersi dall'indagine empirica. Il dibattito su questo tema è aperto, tuttavia indagini sulla gestione delle risorse umane e sulla loro incidenza sulla *performance* aziendale offrono un valido fondamento alla valutazione da parte delle aziende ma soprattutto da parte di analisti ed investitori che si confida confermeranno i risultati fin qui appurati.

Appendice

Aiaf (Associazione Italiana degli Analisti Finanziari)

fondata nel 1971, rappresenta circa 1.100 professionisti che operano presso istituti di credito, SIM, SGR, società fiduciarie e studi professionali indipendenti.

Nell'anno 2000 è stato avviato il progetto **Mission Intangibles** attraverso un gruppo di lavoro il cui obiettivo è quello di svolgere un ruolo di guida, motivazione e confronto critico delle analisi sui metodi di misurazione, valutazione e comunicazione delle risorse intangibili e valorizzazione del capitale intellettuale.

Nell'anno 2002 è stato costituito un osservatorio permanente sul fenomeno SRI con il gruppo di lavoro **Investimenti Socialmente Responsabili**.

I due approcci, Intangibles e Sostenibilità, vanno gradualmente verso una convergenza, che consentirà di cogliere un quadro più completo ed omogeneo della realtà aziendale oggetto di analisi.

Sito web www.aiaf.it.

The Value Group GmbH

The Value Group GmbH è una società indipendente di consulenza in materia di *Asset Management* che si rivolge ad investitori sia privati sia istituzionali. The Value Group GmbH con sede a Monaco di Baviera appartiene al gruppo Sauer Finance, una Holding indipendente di società operative nel settore della previdenza complementare privata ed aziendale e nell'*Asset Management* che si rivolge ad una clientela sia privata sia istituzionale.

Fondata nel 2004 The Value Group GmbH si caratterizza per un sistema di valutazione aziendale basato su un'analisi particolarmente accurata del patrimonio intangibile rappresentato dalle dimensioni *Corporate Governance*, Capitale Umano, Innovazione, *External Stakeholders*, *Image* e *Brand* come fattori chiave per la creazione di valore in una prospettiva di lungo termine. Essi costituiscono parte integrante dei suoi tre principali settori di attività: *Extra-Financial Research*, *Asset Advice* e *Asset Management Products and Services*. A questa strategia di investimento si orienta anche il nostro fondo di investimento azionario Value Select Europe INKA che a un anno dalla sua costituzione in uno studio di Feri Rating & Research occupa per la sua *performance* il terzo posto su 107 fondi d'investimento analizzati.

Ulteriori informazioni sulla società e sui suoi settori di attività sono disponibili all'indirizzo internet www.thevaluegroup.de.

(riproduzione riservata)

Bibliografia

American Bankers Association: "Chief Learning Officer Summit: Final Report", 2004

Ballester, M./Livnat, J./Sinha, N.: "Labor Costs and Investments in Human Capital", 1999

Bartel, A.: "Productivity Gains from the Implementation of Employee Training Programs", 1994

Bassi, L./Harrison, P./Ludwig, J./et al. "The Impact of US Firms' Investments in Human Capital on Stock Prices", 2004

Bassi, L./McMurrer D.: "How's Your Return on People?", in: Harvard Business Review, march 2004

Becker, B. E. /Huselid, M. A.: "HR as a Source of Shareholder Value: Research and Recommendations", in: Human Resource Management, spring 1997, vol. 36, n. 1, p. 44

Buckingham, M. /Coffman, C.: "Erfolgreiche Führung gegen alle Regeln. Wie Sie wertvolle Mitarbeiter gewinnen, halten und fördern", Frankfurt a. M. e New York 2002

Drucker, P. : "Wissen – die Triumphkarte der entwickelten Länder", in: Harvard Business Manager, october 2004, 26. Jg. , pp. 64–68

Fall, U.: "Intellektuelles Kapital als Indikator eines Unternehmens für dessen wirtschaftlichen Erfolg", [tesi di laurea] University of Regensburg 2005

Filbeck, G. /Preece, D.: "Fortune's Best 100 Companies to Work for in America: Do They Work for Shareholders?", in: Journal of Business Finance & Accounting, 30. Jg. (5/6), 2003, pp. 771–798.

Fink, A.: "How to ask survey questions", The Survey Kit, vol. 2, Thousand Oaks, Cal.,1995

Fischer, Th. M. /Vielmeyer, U. /Wenzel, J.: "Relevanz von mitarbeiterbezogenen Angaben in der Unternehmenspublizität. Empirische Ergebnisse von deutschen börsennotierten Unternehmen", in: Dürndorfer, M. /Friederichs, P. (Hrsg.): Human Capital Leadership, Hamburg 2004, pp. 271- 286

Fleming, J. H. /Coffman, C. /Harter, J. K.: "Manage Your Human Sigma", in: Harvard Business Review, july/august 2005

Fulmer, I. /Gerhart, B. /Scott, K.: "Are the 100 Best Better? An Empirical Investigation of the Relationship between being a »Great Place to Work« and Firm Performance", in: Personnel Psychology, 56. Jg., 2003, pp. 965–993

Global Reporting Initiative "Sustainability Reporting Guidelines G3", Indicator Protocols Set: Labor Practices & Decent Work, version for public comment 2 january 2006 – 31 march 2006 p. 4 of 32.

Gloger, A.: "Belegschaft ist im Ausland meist Chefsache", in: FTD, supplemento "Management", 16. 9. 2005, p. B 6

Groysberg, B. / Nanda, A. /Nohria, N.: "Wenn Stars verglühen", in: Harvard Business Manager, 27. Jg., january 2005, pp. 34–45

Hansson, B.: "Human Capital and Stock Returns: Is the Value Premium an Approximation for Return on Human Capital", 2004

Heskett, J./Jones, T./Loveman, G./et al: "Putting the Service-Profit Chain to Work", 1994

Homburg, C.: "Auf der Suche nach Kostenreserven in der Kundenstruktur. Produktivitätssteigerung in Marketing und Vertrieb oft vernachlässigt", in: Blick durch die Wirtschaft, 30. 8. 1994, p. 7

IASB, "Management Commentary", Discussion Paper october 2005, p. 80

Kaase, M.: "Qualitätskriterien der Umfrageforschung. Denkschrift", Berlin 1999, p. 31

Kieser, A.: "Downsizing – eine vernünftige Strategie?", in: Harvard Business Manager, 2/2002, pp. 30–39

Malik, F.: "Gefährliche Managementwörter. Und warum man sie vermeiden sollte", Frankfurt a. M. 2004

Mediaedge: "Mund-zu-Mund-Propaganda: Große Wirkung beim Verbraucher", Comunicato stampa cia 13.05.2004

Morris, J. R./Cascio, W. F./Young, C.E.: "Downsizing after all these years: Questions and answers about who did it, how many did it, and who benefited from it", in: Organizational Dynamics, 27, 1999, pp. 78–87

Pfau, B./Kay I.: "The Human Capital Hedge", 2002

Quee, W. T.: "Marketing Research", II edition, Singapore 1996, p. 102 e seguenti

Stewart T.A., "La ricchezza del sapere – l'organizzazione del capitale intellettuale nel XXI secolo" Ponte alle Grazie, Milano, (2002).

The Gallup Organization: "Engagement Index 2005. Studie zur Messung der emotionalen Bindung von MitarbeiterInnen", Potsdam 2005

The Gallup Organization: "Engagement-Index 2005. Studie zur Messung der emotionalen Bindung von MitarbeiterInnen", Potsdam 2005, Comunicato Stampa, august 2005

Youndt, M. /Subramaniam, M. /Snell, S.: "Intellectual Capital Profiles: An Examination of Investments and Returns", in: Journal of Management Studies, 41. Jg.,2, 2004, pp. 335–361