

# Giochi e scommesse sotto la lente del giurista

a cura di Pasquale Costanzo



## SOMMARIO

<i>Presentazione</i>	pag. XI
VINCENZO ROPPO <i>Prefazione</i>	XII
1 ROSSELLA LAURENDI Ludere in pecuniam aut virtutis causa. <i>Parametri sociali e criteri della rilevanza giuridica dei ludi in diritto romano: fra giochi da tavolo e spettacoli di massa.</i> 1	1
2 ANDREA FUSARO <i>La nozione civilistica di alea</i>	12
3 MAURO GRONDONA <i>Debiti di gioco e questioni restitutorie</i>	26
4 FABIO LA ROSA - FRANCESCA BERNINI <i>Gioco d'azzardo, crisi economica e performance aziendale</i>	46
5 CHIARA CELLERINO <i>Spunti recenti in tema di giochi e scommesse sul tavolo della Corte di giustizia</i>	82
6 ROBERTA BRACCIA <i>Il legislatore italiano e i giochi di borsa nell'Italia liberale</i>	97
7 ALESSIA MISTRETTA - THEA ROMANÒ - MICHELE SIRI <i>Investire non è un gioco: dal trading online ai pirati delle piattaforme finanziarie</i>	110
8 ALBERTO MARCHESELLI - LUCA COSTANZO* <i>L'imposizione sulla "fortuna" tra Fisco etico e "tributo giusto". In particolare, l'imposizione sul gioco d'azzardo.</i>	127
9 OMAR CARAMASCHI <i>Concorsi pronostici e scommesse: il finanziamento dello sport dalla nascita del Totocalcio ad oggi</i>	147

10	PIERA MARIA VIPIANA - MATTEO TIMO <i>I regimi amministrativi del gioco lecito</i>	162
11	FRANCESCA BAILO <i>I Casinò "tradizionali" in Italia</i>	176
12	PATRIZIA MAGARÒ <i>I casinò terrestri nei sistemi statali di regolamentazione del gioco d'azzardo</i>	189
13	CHIARA GRAZIANI <i>Giochi e scommesse online: profili pubblicitari</i>	222
14	GIOVANNA SAVORANI <i>Pubblicità del gioco d'azzardo</i>	232
15	VINCENZO SCIARABBA <i>Le misure comunali di contrasto "totale" al gioco d'azzardo</i>	253
16	SIMONE FREGA <i>Fasce orarie di divieto di esercizio delle sale scommesse e delle sale videolottery</i>	302
17	MAURA FORTUNATI <i>Il gioco d'azzardo nella codificazione penale italiana dell'Ottocento</i>	313
18	ANTONELLA MADEO <i>Diritto penale e rischio consentito nel gioco d'azzardo</i>	327
19	ALBERTO CASELLI LAPESCHI <i>I profili processuali dei reati in tema di "giochi e scommesse"</i>	339
20	VILMA BUTTOLO <i>La prospettiva trifocale del Servizio Sociale Professionale</i>	351

21	MARINA ROMA	359
	<i>La lotta alla ludopatia nell'Unione europea</i>	
22	ENRICO ALBANESI	375
	<i>La disciplina dei giochi ed il contrasto alla ludopatia</i>	
23	DIEGO BALDONI	392
	<i>Il sistema sociosanitario ligure a confronto con le ludopatie</i>	
24	LARA TRUCCO	403
	<i>Quale rilievo costituzionale del "gioco"?</i>	
	GIUSEPPE PERICU	415
	<i>Postfazione</i>	
	<i>Abstracts</i>	417
	<i>Notizie sugli autori</i>	435
	<i>Indice analitico</i>	438

## GIOCO D'AZZARDO, CRISI ECONOMICA E PERFORMANCE AZIENDALE

SOMMARIO: 1. Il gioco d'azzardo durante la crisi da pandemia Covid-19 – 2. Il gioco d'azzardo in Italia: caratteri distintivi e l'impatto della crisi finanziaria del 2008 – 3. Letteratura di riferimento e formulazione delle ipotesi di ricerca – 3.1 La concentrazione e la tipologia di proprietà – 3.2 La dimensione del consiglio di amministrazione e il genere del CEO – 3.3 I segmenti di business del gioco d'azzardo – 3.4 La crisi finanziaria globale del 2008 – 4. Metodologia – 4.1 La costruzione del campione – 4.2 Le statistiche descrittive – 4.3 L'analisi multi-variata: il modello econometrico adottato e la descrizione delle variabili – 4.4 I risultati dell'analisi di regressione multivariata – 5. Conclusioni – 6. *Riferimenti bibliografici*

### *1. Il gioco d'azzardo durante la crisi da pandemia Covid-19*

La crisi sanitaria ed economica da Covid-19 ha determinato un immediato intervento senza precedenti, da parte dei governi dei singoli Paesi colpiti, in termini di risorse finanziarie da dedicare al settore della sanità e a quello della previdenza sociale per proteggere la salute e garantire il sostentamento dei cittadini. Successivamente, è emersa la necessità di supportare finanziariamente i restanti settori ed operatori economici, con particolare riguardo a quelli più “nobili” trainanti l'economia nazionale, tra cui quello dell'ospitalità (ristorazione e alberghi), considerato il ruolo di primo piano che riveste in molti Paesi, compreso il nostro.

Appare lecito chiedersi, pertanto, se il gioco d'azzardo – che, per quanto eticamente controverso e meno “nobile”, è di norma formalmente compreso dagli studi accademici internazionali all'interno del settore dell'ospitalità – possa rientrare a pieno titolo tra i comparti dei predetti settori trainanti. Sul punto, è possibile richiamare, anzitutto e sinteticamente, la sua composizione e il suo contributo all'economia nazionale. Il settore del gioco pubblico regolamentato – di seguito per brevità anche solo “gioco d'azzardo” – rappresenta una componente importante dell'economia, avendo un impatto significativo sul PIL di molti paesi del mondo (Li et al., 2010), compresa l'Italia dove il gioco d'azzardo rappresenta l'1% del PIL, nonché per il contributo alle entrate pubbliche che assicura al Paese e per i livelli occupazionali che garantisce.

Nel comparto del gioco d'azzardo esiste, infatti, un numero elevatissimo di operatori economici, sotto forma di 78.000 punti vendita e 3.200 imprese territoriali di gestione che operano per conto di 300 concessionari, che incorporano complessivamente 150.000 lavoratori e apportano alle casse dello Stato 10 miliardi di euro all'anno di imposte sul gioco pubblico derivanti da una spesa annuale degli utenti pari a circa 18,5 miliardi di euro (ACAD, 2019). Circa un quinto dei "gratta e vinci" di tutto il mondo è stampato in Italia, che detiene altresì circa un terzo delle video-lotterie. Anche la classifica del nostro Paese in Europa e nel mondo è particolarmente rilevante, atteso che l'Italia è leader tra i paesi europei nel gioco d'azzardo e occupa la terza posizione a livello mondiale per consumo di servizi di gioco, con una spesa pro-capite nel 2013 pari a 1.260 euro (Libera, 2012).

Se dai numeri sopra esposti appare indubbio, quindi, il contributo del gioco d'azzardo all'economia nazionale, occorre chiedersi come l'attuale crisi sanitaria ed economica prodotta dalla pandemia Covid-19 impatterà su questo rilevante comparto del settore turistico.

Nicoll e Akcayir (2020), nell'editoriale della rivista *Critical Gambling Studies*, pongono alcuni interessanti interrogativi sulle sorti del gioco d'azzardo nell'economia dei Paesi maggiormente colpiti dalla crisi, che qui parzialmente richiamiamo e riformuliamo secondo tre diverse ma interrelate prospettive di analisi, relative rispettivamente all'economia nazionale, ai giocatori d'azzardo e alle aziende operanti nel settore:

1) le manovre finanziarie varate dai governi per contrastare la crisi da Covid-19 prenderanno in considerazione anche i danni subiti dal comparto del gioco d'azzardo, al fine di sostenere un settore che ha sempre contribuito a finanziare le casse dello Stato? Si registrerà una forte espansione del gioco d'azzardo come "male necessario" per finanziare il lungo processo di ripresa economica o si troveranno nuove e diverse fonti di finanziamento che metteranno da parte il comparto del gioco d'azzardo?

2) come è cambiata, per effetto della crisi da Covid-19, la propensione al rischio delle persone che giocano d'azzardo, di fronte alla crescente popolarità del gioco d'azzardo *on-line* quale conseguenza anche delle varie forme di isolamento sociale imposte dalla pandemia?

3) in che modo la crisi sanitaria ed economica aggraverà o contribuirà a migliorare la *performance* delle aziende che operano nel comparto del gioco d'azzardo?

Con riguardo al primo interrogativo, dal Conto Riassuntivo del Tesoro relativo ai primi due mesi del 2020 (quindi poco prima del *lock-down*), emerge che in Italia gli incassi dalle attività di gioco erano superiori a 1,4 miliardi di euro, di cui oltre 1 miliardo proveniva dal prelievo erariale sugli apparecchi in "rete fisica". Partendo da questi dati, secondo l'Osservatorio permanente "Giochi, Legalità e Patologie" di *Eurispes*, sono stati persi 750 milioni di euro per ogni mese di *lock-*

*down* (Eurispes, 2020). Complessivamente, durante la quarantena, l’Agenzia dei Monopoli evidenzia una forte contrazione della raccolta derivante dal comparto del gioco d’azzardo. Inoltre – diversamente da quanto avvenuto, ad esempio, in occasione del terremoto de L’Aquila nel 2009, quando il governo ha fatto cassa facendo leva su *slot-machine*, scommesse o lotterie – il documento prodotto dal comitato di esperti guidato da Vittorio Colao per il rilancio dell’Italia e delle casse dello Stato a seguito della crisi da Covid-19 non contempla, tra le misure per trovare risorse, l’avvio di nuovi giochi o un maggiore prelievo fiscale. Ciò sembra tradursi nell’idea che il gioco d’azzardo non possa più contribuire al rilancio economico e allo sviluppo di un Paese.

Per contro, con riguardo ora al secondo interrogativo sopra posto, si potrebbe pensare che, come per tutti i periodi di crisi economica, la perdita di lavoro o la contrazione del reddito personale possa spingere alcuni cittadini a cercare fortuna nel gioco d’azzardo. Inoltre, durante il periodo di *lock-down*, se da un lato sono rimasti chiusi i casinò e tutti i punti vendita che prevedevano un’offerta di gioco tramite apparecchi in luoghi fisici (gioco del lotto, scommesse, sale Bingo), dall’altro lato il gioco *on-line* da casa potrebbe avere registrato una espansione (al netto delle competizioni sportive reali, quali le corse ippiche). Invero, diversi studi indicano che la noia, la solitudine e l’isolamento sociale derivanti dal *lock-down* sono tra i principali *driver* per impegnarsi in attività di gioco (Ortmann, Pelster e Wengerek, 2020).

Al riguardo, è possibile richiamare brevemente i risultati (provvisori) emersi dalla *survey* “GAPS#iorestoacasa” condotta dall’Istituto di fisiologia clinica del CNR di Pisa sul comportamento dei giocatori d’azzardo al fine di valutare su tutto il territorio nazionale se le limitazioni da *lock-down* abbiano favorito la migrazione verso il gioco d’azzardo *on-line*. Dalle prime risposte al questionario (3.971 persone tra aprile e maggio 2020), emerge che il 3,6% dei rispondenti ha giocato *on-site* durante l’emergenza Covid-19 (soprattutto presso i tabaccai), e il 3,7% *on-line*. Più in particolare, la ricerca evidenzia una generale contrazione del gioco fisico per il 35,4% e una interruzione totale per il 22,8%. Il 26,6% riferisce di non aver cambiato abitudini e il 13,9% ha addirittura aumentato le occasioni di gioco fisico. Per quanto riguarda il gioco *on-line*, il 33,8% riporta di aver aumentato le occasioni di gioco, il 28,8% di non aver modificato le proprie abitudini e l’11,3% di aver iniziato in questa modalità proprio durante l’isolamento. Nei giocatori *on-line* la spesa e la frequenza di gioco è inoltre più consistente. Sebbene le analisi non siano definitive, dalla ricerca sembra emergere che i giocatori d’azzardo in luoghi fisici sono passati solo in minima parte al gioco *on-line* e che le due categorie di giocatori restano ben distinte. Complessivamente, secondo questa prospettiva di analisi, sembra emergere una espansione del gioco *on-line* quale conseguenza dell’isolamento sociale e, più in generale, della crisi economica.

Mentre non è semplice fornire, quindi, una risposta ai due suddetti interrogativi, la nostra analisi si focalizzerà essenzialmente sull'ultimo quesito e quindi sulla terza prospettiva di analisi, ossia quella basata sulla *performance* in tempi di crisi economica delle aziende del gioco d'azzardo, anello di congiunzione, del resto, tra i giocatori e l'economia nazionale.

Al momento della consegna per la pubblicazione del presente contributo (31 luglio 2020), l'Italia rimane uno dei Paesi al mondo più colpiti tanto in termini di vittime registrate che di danni economici subiti, mentre si continuano a registrare numeri fuori controllo nei paesi dell'America meridionale e in USA. Alla stessa data, la ricerca accademica sugli effetti della crisi pandemica Covid-19 sui diversi settori economici è ancora ad uno stato embrionale. Tuttavia, alcune prime evidenze empiriche mostrano elevati impatti sul gioco d'azzardo.

In USA, ad esempio, i settori dell'intrattenimento, ristorazione e turismo – al cui interno, come detto, ricade il segmento del gioco d'azzardo – hanno vissuto *shock* sia dal lato della domanda che dell'offerta, a differenza di altri settori che hanno registrato contrazioni da un solo versante. In particolare, il segmento NAICS 713 (*Amusement, Gambling, and Recreation Industries*), a fronte di un fatturato pari a 158 miliardi di dollari (dati del 2018) e di un'occupazione totale pari a 1.751.000 dipendenti, ha registrato una contrazione della domanda pari all'80% e dell'offerta pari al 65%, con un indice di *smart-working* pari al 35% (del Rio-Chanona et al., 2020). A titolo di esempio, il *Powerball* – la lotteria statunitense più famosa – ha subito un taglio del *jackpot* di 150 milioni di dollari a causa della riduzione della vendita dei biglietti connessa al cambiamento delle abitudini dei giocatori, influenzate dalle raccomandazioni delle autorità per la prevenzione del contagio da Covid-19.

Parimenti, nel Regno Unito, nei mesi di gennaio, febbraio e marzo 2020 si è registrata una progressiva contrazione della spesa per gioco d'azzardo, in linea con le altre spese discrezionali (Chronopoulos, Lukas e Wilson, 2020). In Cina, Bu et al. (2020) studiano come le differenze di esposizione al Covid-19 nel marzo 2020 a Wuhan impattano sull'assunzione di rischi finanziari di fronte ad un'ipotetica scommessa e trovano che i soggetti con una maggiore esposizione alla pandemia sono disposti a scommettere significativamente meno rispetto ai soggetti meno esposti.

In Italia, la scelta del Governo di riaprire le attività economiche con il rispetto dei protocolli di sicurezza per il contrasto della diffusione del Covid-19 senza includere tra queste attività il gioco legale, si è tradotto in un trattamento sfavorevole per le aziende del comparto. Inoltre, la successiva riapertura, come per ogni altra attività economica, ha richiesto nuovi costi per adattare la propria struttura e l'offerta di gioco ai parametri e standard necessari a garantire il distanziamento e prevenire i rischi di contagio.

Questi primi dati ed evidenze empiriche della ricerca accademica in vari conte-



sti geografici, per quanto provvisori e numericamente ancora ridotti, confermano la contraddittorietà che spesso caratterizza la relazione tra gioco d'azzardo e crisi economica. Mentre non è ancora possibile conoscere l'impatto della crisi da pandemia Covid-19 sul comparto, è possibile indagare sul ruolo che le precedenti crisi economiche, e in particolare quella più recente del 2008, ha prodotto sulle aziende del gioco d'azzardo in Italia, al fine di comprendere gli effetti in termini di *performance* economica.

## 2. *Il gioco d'azzardo in Italia: caratteri distintivi e l'impatto della crisi finanziaria del 2008*

Il tema dell'analisi delle *performance* economiche delle aziende che operano nell'ambito del gioco d'azzardo è di particolare interesse per la presenza di una pluralità di fattori che rendono indubbiamente complesso e dinamico il comparto, con effetti non scontati per lo studio dei risultati economici delle aziende del settore. A titolo esemplificativo, si consideri con riguardo al contesto italiano (La Rosa, 2016):

- la *presenza del monopolio pubblico* (l'Agenzia delle Dogane e dei Monopoli, dinnanzi ADM), che, dopo il crescente processo di liberalizzazione iniziato nel 1992, controlla il gioco legale tramite una rete di grandi concessionari, creando un mercato in cui operano altresì una miriade di aziende che, non potendo sostenere gli elevati costi e tempi necessari per dotarsi di una propria licenza, si uniscono al circuito dei grandi concessionari, sfruttandone la licenza e, soprattutto, il *network*;
- il *ruolo della politica* nazionale e delle regolamentazioni locali (ad esempio tramite le ordinanze comunali), che possono limitare l'accesso e il numero di *slot-machine* nei bar e negozi o, al contrario, favorirne l'espansione, determinando reazioni differenti sulla *performance* aziendale (Chen e Bin, 2001). I provvedimenti restrittivi delle amministrazioni locali, come quelli che dal 2017 impediscono l'apertura di centri scommesse e video-lotterie in prossimità delle scuole, aumentano gli ostacoli e i costi di gestione per le imprese del gioco legale, determinando così contesti normativi e quindi effetti sulla competitività delle aziende del settore completamente differenti da un luogo all'altro;
- il *particolare ambito competitivo internazionale*, caratterizzato dalla possibilità per i concessionari stranieri del gioco d'azzardo di operare in Italia senza licenza, se autorizzati nel loro Paese, secondo il principio generale di diritto comunitario dell'equivalenza, che è stato ritenuto valido dalla più recente giurisprudenza della Corte di Giustizia e del Consiglio di Stato;
- il *prelievo fiscale* cui sono sottoposti gli operatori del gioco, spesso di non chiara disciplina, che rischia di comprometterne gli equilibri economi-

- co-finanziari. Nel 2019 gli italiani hanno giocato circa 110 miliardi di euro e l'erario ha incassato 10,6 miliardi di euro. I margini sono spesso ridotti e l'incremento della tassazione può determinare un'uscita dal mercato di molte aziende, oltre che un minore gettito per le casse dello Stato;
- il *ruolo della tecnologia* e, in particolare, del *web* e dei media (ad esempio, tramite *smart-phone* e *tablet*), che vede coesistere gli operatori specializzati nel gioco *on-line* e le aziende operanti da tempo nel tradizionale gioco fisico, le quali gradualmente si sono aperte al gioco *on-line*, diventando così operatori multicanale. In generale, sembra potersi parlare di un processo di convergenza digitale tra il *business* del segmento dei giochi *online* e il *business* basato sull'utilizzo delle tecnologie informatiche (Calvosa, 2013);
  - il *ruolo del marketing*, con un mutamento repentino dei gusti del consumatore-giocatore, abituato ad un'esperienza di gioco sempre più nuova, comoda, accessibile, rapida, con elevati *payout* (specie nel caso del gioco *on-line*) e con una qualità sempre più elevata dell'ambiente di gioco e del rapporto con il gestore;
  - l'*infiltrazione della criminalità organizzata*, che distorce il mercato e ricicla il denaro sporco nelle aziende legali del settore. Per comprendere l'entità del fenomeno si rifletta sul dato secondo cui circa il 9% dei beni sequestrati alle organizzazioni criminali è composto da sale da gioco e agenzie di scommessa. Ad esempio, la recente operazione "All in" (giugno 2020) ha portato al sequestro di imprese e agenzie di scommesse in Sicilia, Lombardia, Lazio e Campania per un valore complessivo stimato in circa 40 milioni di euro. Complessivamente, le organizzazioni criminali gestiscono volumi di gioco per circa 100 milioni di euro e il gioco illegale vale tra i 20 e i 25 miliardi di euro;
  - la natura *borderline*, ossia eticamente controversa, del comparto del gioco d'azzardo, che comporta particolari conseguenze di impatto economico, quali le già richiamate limitazioni alla pubblicizzazione del gioco, nonché questioni di ordine morale tale per cui la responsabilità sociale d'impresa e i rapporti con gli *stakeholder* assumono una valenza particolare (si pensi ai movimenti *NoSlot*), con effetti economici e sociali non prevedibili. In tal senso, si pensi alle contraddittorie relazioni tra il settore del gioco e il settore *nonprofit* che dal primo riceve finanziamenti per le sponsorizzazioni;
  - da ultimo, il sovrapporsi di una pluralità di norme rispondenti a finalità diverse e non sempre facili da conciliare, quali le norme tributarie che sottendono gli introiti dello Stato sulla vendita dei giochi, le norme per la tutela della salute finalizzate a contrastare il gioco d'azzardo patologico e, ancora, le norme sulla lotta alla criminalità organizzata volte a contrastare il gioco illegale.

Alla complessità e variabilità di tali fattori occorre aggiungere il ruolo delle crisi economiche. Al riguardo, la letteratura internazionale di stampo economico ha mostrato che la *performance* delle lotterie, in termini di livelli delle vendite, dipende da tradizionali fattori quali il prezzo dei biglietti (Walker, 1998), il valore atteso del premio (Clotfelter e Cook, 1990), il reddito personale, il livello di disoccupazione e il livello di competizione (Mikesell, Zorn, 1987). In particolare, le vendite delle lotterie sono state trovate positivamente correlate al tasso di disoccupazione, sebbene in piccola misura (Mikesell, 1994). Similmente, Zheng (1993) mostra la *performance* di tre segmenti del settore dell'ospitalità (casinò, *lodging* e ristoranti) nel decennio 1982–1992, distinguendo tra pre-recessione e recessione, e trova che il segmento casinò realizza migliori *performance* rispetto agli altri segmenti. A partire dal nuovo millennio, ulteriori studi hanno approfondito il tema delle *performance* delle aziende del gioco d'azzardo in periodi di crisi. In particolare, Mao e Gu (2007) comparano le *performance* azionarie di tre settori dell'ospitalità (hotel/motel, ristoranti e casinò/gioco d'azzardo) durante il periodo di recessione economica cinese (2000–2003) e trovano che il segmento casinò/gioco d'azzardo presenta la migliore *performance*.

Si afferma spesso, pertanto, che l'industria del gioco sia “a prova di recessione”, ovvero che non risentirebbe delle crisi economiche, in quanto coloro che giocano d'azzardo spendono di più in tempi economici difficili cercando di aumentare le probabilità di vincere denaro (Mikesell, 1994; Zheng et al., 2013). Peraltro, l'evidenza empirica mostra che anche il gioco d'azzardo conosce episodi di crisi poiché le entrate di questo settore sono principalmente legate al consumo discrezionale delle persone (Youn e Gu, 2010). In Giappone, ad esempio, negli anni Novanta, al massimo del successo, le sale da gioco attiravano 30 milioni di giocatori l'anno, ma nel 2013 i giocatori erano appena un terzo.

Inoltre, pochi studi hanno indagato se e come le attività di gioco d'azzardo sono influenzate dalla crisi economica avviata nel 2008 (Cantor e Rosentraub, 2012; Horváth e Paap, 2012) e spesso si concentrano sull'analisi della *performance* a livello di settore o a livello del giocatore d'azzardo, considerando in che modo le variazioni del reddito dovute alla recessione influenzano la spesa di gioco (Olason et al., 2015). I pochi studi che conducono indagini a livello aziendale si concentrano principalmente sulle società quotate e nel contesto dei casinò del Nord America, in quanto componenti del settore turistico (Jeon e Hyun, 2013), che sono solo uno dei numerosi comparti del gioco d'azzardo. Al contrario, non è stata prestata attenzione al gran numero di piccole aziende che ne compongono l'industria.

In tempi di recessione, sono in particolare i casinò a subire peggioramenti nella *performance* a causa della riduzione dei flussi turistici. Negli Stati Uniti, dopo un lungo periodo di rapida crescita e alta redditività, a partire dalla metà

del 2007, i casinò hanno subito una recessione significativa, dovuta anche alla crescente concorrenza e alla struttura finanziaria altamente indebitata del settore (Standard e Poor's, 2008). In particolare, la concorrenza è aumentata con lo sviluppo di Macao, nonché la crescita dell'offerta di giochi legalizzata in estremo oriente (Gu e Gao, 2012). Di conseguenza, una minore domanda internazionale di gioco d'azzardo, insieme alla crisi finanziaria globale e alla riduzione del reddito discrezionale ha contribuito alla recessione dell'industria dei giochi degli Stati Uniti.

Anche nel nostro Paese, la crisi ha interessato i quattro Casinò d'Italia con conseguenti misure di ricapitalizzazione e contrazione dei costi (si pensi al Casinò di *Saint Vincent* e all'intervento di circa 60 milioni di euro, al contributo del Comune di Venezia di 2 milioni di euro per risanare il bilancio del Casinò dell'omonima città a seguito della mancata privatizzazione o, ancora, al sacrificio salariale cui si sono sottoposti i dipendenti del Casinò di Campione).

Nonostante l'Italia sia stata colpita dalla crisi del 2008 molto più degli altri paesi europei (in termini di riduzione del PIL, incremento della disoccupazione e della tassazione) e abbia avuto una ripresa assai lenta e difficoltosa, gli introiti lordi di gioco (*Gambling Gross Revenues*) hanno registrato un tasso di crescita composto annuo (CAGR) del 2,9% tra il 2008 e il 2012 (in UE dello 0,3%) (MarketLine, 2013). In particolare, in Italia i ricavi di gioco sono aumentati da € 28,5 miliardi a € 47,5 miliardi nel periodo 2005-2008 (+ 68%) (Verona, 2010) e da € 54,4 miliardi a € 87,1 miliardi nel periodo di crisi 2009-2012 (+ 60%). Più in generale, l'idea che il settore del gioco d'azzardo possa subire seri fallimenti appare lontana, atteso il rilevante apporto finanziario alle casse dello Stato e alle sempre più frequenti *partnership* con il terzo settore e il *nonprofit* per il finanziamento delle attività sociali.

Peraltro, in un orizzonte temporale più ampio rispetto a quello sopra delineato, è possibile identificare l'impatto che la crisi economica ha registrato sul settore, specialmente a partire dal 2011. La figura 1 che segue evidenzia la ripartizione della spesa dei giocatori in entrate pubbliche e ricavi netti di filiera nel ventennio 1998-2018.

Si notano picchi di crescita della spesa nel 2004 (regolamentazione degli apparecchi da intrattenimento), nel 2006-2009 (prima estensione del mercato regolato delle scommesse e del gioco *on-line*) e di nuovo nel 2015-2016 ("sanatoria" di punti scommesse irregolari ed ingresso nel mercato regolato di grandi operatori internazionali del gioco online precedentemente privi di concessione). Si notano altresì picchi di decrescita in corrispondenza della crisi 2000-2001 (la bolla speculativa delle *Dot-com companies* e il crollo delle torri gemelle) e, soprattutto ovviamente, della crisi finanziaria del 2008, che si trasforma in Italia in crisi economica con effetti negativi soprattutto nel periodo 2011-2014. In questi anni si evidenzia invero una forte contrazione della spesa dei giocatori (pari a circa 2



Figura 1 - Ripartizione della spesa dei giocatori in entrate pubbliche e ricavi netti di filiera (1998-2018)  
Fonte: ACAD, 2019

miliardi di euro rispetto al picco del 2011), con una riduzione più che proporzionale nel 2013 dei ricavi netti di filiera rispetto alla riduzione registrata dalle entrate pubbliche.

Pertanto, se le crisi economiche possono anche solo marginalmente interessare il comparto globalmente considerato, questo non significa che le singole aziende non possano entrare in crisi e fallire. Invero, dal punto di vista economico-aziendale la questione di maggiore interesse è la salvaguardia delle imprese e micro-imprese che hanno investito nel settore e hanno pagato concessioni, nonché – per alcune aziende di maggiori dimensioni quali i casinò – gli impatti sulle strutture ricettive e sull'indotto in generale. La letteratura economico-aziendale italiana sul tema del gioco d'azzardo è carente<sup>1</sup> e solo nell'ultimo lustro si è interessata al fenomeno del gioco d'azzardo, ma mancano ancora studi specifici sulla *performance* delle aziende italiane dell'intero comparto del gioco nei periodi di crisi economica.

Il presente studio, richiamando parzialmente il contributo di La Rosa e Bernini (2018), analizza la *performance* economica di un campione di 355 aziende

<sup>1</sup> Alcuni contributi monografici sono relativi alle aziende casinò e ai giochi on-line. Si veda rispettivamente: R. VERONA, *L'azienda casino*, Giuffrè, Milano, 2009; P. CALVOSA, *Il settore dei giochi pubblici on line in Italia. Dinamiche di sviluppo, modelli di sviluppo e strategie competitive*, FrancoAngeli, Milano, 2013. Per un contributo monografico interdisciplinare che accoglie prospettive economiche, sociologiche, psicologiche e giuridiche, ci permettiamo di rinviare a F. LA ROSA (a cura di), *Il gioco d'azzardo in Italia. Contributi per un approccio interdisciplinare*, FrancoAngeli, Milano, 2015.

italiane del settore del gioco d'azzardo al fine di comprendere in che misura i meccanismi di *governance* possono spiegare le *performance* delle imprese di gioco prima della crisi economica (2005-2008) e durante la crisi (2009-2012), nei diversi segmenti di attività di gioco d'azzardo. Il lavoro apporta differenti contributi teorici ed empirici. Anzitutto, incrementa la conoscenza economico-aziendale, attualmente esigua, sul settore del gioco d'azzardo, che come rilevato interessa un grande numero di aziende di ogni dimensione. In secondo luogo, amplia la ricerca sulla *performance* aziendale, tipica degli studi di *accounting* e *management*, in un comparto per lo più inesplorato dell'economia. Infine, apporta un contributo allo studio degli effetti della crisi economica sulla *performance* aziendale, con riguardo ad un settore dove gli effetti della crisi non sono scontati, così fornendo un supporto teorico ed empirico a *regulators* ed aziende del gioco d'azzardo circa i presumibili effetti che deriveranno dall'attuale crisi da Covid-19.

### 3. Letteratura di riferimento e formulazione delle ipotesi di ricerca

La crisi finanziaria, invero, non è l'unico fattore determinante della *performance* delle imprese di gioco. In effetti, alcuni casinò italiani hanno prodotto notevoli perdite anche prima dell'inizio della crisi economica. Ad esempio, negli ultimi 10 anni, il casinò di Saint-Vincent ha subito perdite per quasi 68 milioni di euro, alcune delle quali sono state sostenute nel 2005 e nel 2006. Pertanto, per spiegare la *performance* delle imprese di gioco occorre considerare anche altre variabili, ora endogene all'azienda, quale la sua *corporate governance*. Del resto, la crisi economica del 2008 può essere ritenuta una conseguenza dei fallimenti e debolezze della *corporate governance* (Kirkpatrick, 2009).

Per le aziende del gioco d'azzardo la *corporate governance* potrebbe mostrare caratteri peculiari del settore (Beasley et al., 2000), il quale – come si è visto nel precedente paragrafo – è fortemente competitivo, intangibile, ad alta tecnologia, rischioso e spesso poco trasparente. Invero, è stato notato che la *corporate governance* differisce tra i segmenti principali del settore dell'ospitalità, ossia hotel, ristoranti e casinò (Guillet e Mattila, 2010) e, in tal senso, occorre notare come la relazione tra *corporate governance* e *performance* aziendale si sia focalizzata principalmente sui segmenti hotel e ristoranti (Madanoglu e Karadag, 2016), trascurando di fatto le aziende del gioco d'azzardo.

La rilevanza della *corporate governance* nel settore del gioco d'azzardo è significativa per molte ragioni. In primo luogo, il gioco d'azzardo è un settore fortemente regolamentato e le società di gioco sono soggette ad elevata vigilanza. Questo perché tali aziende rappresentano una fonte rilevante di entrate fiscali, ma anche a causa dell'elevata opacità dei beni e delle attività che le caratterizzano

e dell'elevata complessità delle operazioni, che aumentano l'asimmetria informativa. Pertanto, accanto alla regolamentazione, l'introduzione di meccanismi di *governance* adeguati ed efficaci è fondamentale per mantenere la fiducia nel settore ed evitare il fallimento delle società di gioco.

In secondo luogo, il gioco d'azzardo è un mercato in cui le imprese sono sottoposte a forti pressioni concorrenziali. Poiché una concorrenza accesa aumenta il bisogno di controllo dell'azienda (Giroud e Mueller, 2010), la *corporate governance* può produrre un miglioramento della *performance* per gli investitori interessati al settore del gioco d'azzardo.

In terzo luogo, l'elevata volatilità del settore, in cui i giochi (in particolare *on-line*) sono immateriali, rendono gli investimenti nel gioco d'azzardo più rischiosi (Atkinson e LeBruto, 1995; Hong e Kacperczyk, 2009; Altin et al., 2016). In tal senso, i meccanismi di *governance* aziendale, fornendo un approccio più tangibile agli azionisti e agli *stakeholder*, possono contribuire a ridurre il rischio di insolvenza (Oak e Iyengar, 2009).

Ancora, a causa degli elevati profitti e movimenti di denaro che coinvolgono talora operazioni opache e complesse, nonché in ragione degli impatti in termini di costi sociali (si pensi, ad esempio, alla dipendenza patologica da gioco d'azzardo e al coinvolgimento della criminalità organizzata), il ridetto settore è suscettibile di produrre scandali legati a transazioni fraudolente. Poiché uno degli obiettivi della *corporate governance* è quello di prevenire scandali e frodi aziendali (Beasley et al., 2000), l'implementazione di meccanismi di *governance* in un settore così controverso diviene rilevante e può contribuire al miglioramento delle *performance* aziendali.

Nel formulare le ipotesi di ricerca, il presente studio si basa sulla tradizionale teoria dell'agenzia (Jensen e Meckling, 1976) secondo cui una buona *corporate governance* dovrebbe prevedere adeguati meccanismi di monitoraggio per ridurre i costi di transazione. In particolare, analizziamo l'impatto sulla *performance* di tre determinanti principali: 1) la concentrazione e il tipo di proprietà, la dimensione del consiglio di amministrazione e genere del CEO; 2) il segmento di business all'interno del più ampio mercato del gioco d'azzardo; 3) il ruolo della crisi finanziaria.

### 3.1 *La concentrazione e la tipologia di proprietà*

In Italia, le imprese non quotate si caratterizzano notoriamente per un'elevata concentrazione proprietaria, spesso nelle mani di alcune famiglie imprenditoriali, e per una minore protezione degli azionisti che attribuisce maggiori benefici privati del controllo agli azionisti di maggioranza (La Porta et al., 2002). Da ciò deriva l'idea di una relazione negativa tra concentrazione proprietaria e *performance*. Tuttavia, nel settore dell'ospitalità potrebbe essere diverso. Ad esempio,

Yeh e Trejos (2015) trovano che la presenza di grandi azionisti ha un'influenza significativa sul ROA delle imprese turistiche. Inoltre, la struttura proprietaria potrebbe coinvolgere diversi tipi proprietari e l'interesse degli azionisti potrebbe differire tra i tipi di proprietà, soprattutto in contesti fortemente competitivi (Boardman e Vining, 1989) come il gioco d'azzardo. Ad esempio, Tsai e Gu (2007) esplorano i casinò americani nel periodo 1999-2003 e trovano che la proprietà istituzionale è una determinante significativa e positiva della loro *performance*. Distinguiamo, pertanto, cinque tipologie di proprietà: manageriale, familiare, estera, individuale e istituzionale.

*Aziende a proprietà manageriale.* La teoria dell'agenzia prevede che alti livelli di proprietà manageriale (ossia in mano ai direttori esecutivi) mitigano il conflitto di interessi tra dirigenti proprietari e gli altri azionisti, rafforzando in tal modo il loro allineamento (Jensen e Meckling, 1976). Quando la proprietà dei dirigenti aumenta ciò influisce sulla loro ricchezza personale e di conseguenza questo limita il comportamento opportunistico. Pertanto, ci si aspetta una relazione positiva tra *performance* aziendale e proprietà manageriale (Perrini et al., 2008), anche nel settore dell'ospitalità (Guetat et al., 2015). Tuttavia, ciò contrasta con l'ipotesi dell'effetto di trinceramento che può produrre una relazione negativa tra *performance* e proprietà manageriale (Morck et al., 1988), come riscontrato anche da Chen et al. (2012) nel settore dell'ospitalità. Poiché una maggiore concentrazione proprietaria (oltre il 68%) è associata a *performance* inferiori (Keasey et al., 1994) e l'effetto di trinceramento ha maggiori probabilità di verificarsi quando gli investimenti sono più rischiosi, come per le aziende del gioco d'azzardo (Atkinson e LeBruto, 1995; Hong e Kacperczyk, 2009), ipotizziamo quanto segue:

*H1a. La proprietà manageriale è negativamente associata alla performance nelle imprese del gioco d'azzardo.*

*Aziende a proprietà familiare.* Le imprese familiari di norma mirano a bilanciare il perseguimento di obiettivi familiari e di obiettivi aziendali. Ad esempio, Andersson et al. (2002) trovano che le imprese familiari operanti nel settore del turismo usano l'impresa come mezzo per il sostentamento della famiglia. Peraltro, poiché le *performance* delle imprese sono legate al rischio e le imprese del gioco d'azzardo sono considerate più rischiose, la necessità di preservare il benessere familiare e di trasferire l'azienda alle generazioni successive potrebbe limitare l'assunzione di rischi e portare ad estrarre maggiori benefici privati a spese degli azionisti di minoranza (Thomsen e Pedersen, 2000). Pertanto, ipotizziamo:

*H1b. La proprietà familiare è negativamente associata alla performance nelle imprese del gioco d'azzardo.*



*Aziende a proprietà estera.* La proprietà estera ha generalmente un effetto positivo sul monitoraggio della gestione e sulla riduzione dei costi di agenzia (Bekaert e Harvey, 2000). Inoltre, i proprietari stranieri potrebbero apportare e promuovere una maggiore conoscenza, esperienza e capacità sui mercati internazionali (Fernández e Nieto, 2006) e conseguire *performance* superiori derivanti dall'appartenenza ad un gruppo strategico, come trovato da Assaf et al. (2013) per i casinò, e da Pine e Phillips (2005) per gli hotel con proprietà estera. Gu (2002a) trova che la diversificazione in altri paesi aiuta i casinò ad aumentare le entrate. Infatti, mentre alcuni paesi europei sono caratterizzati da una ridotta competitività del mercato (Gu, 2002b), altri, come l'Italia, presentano segnali di saturazione che favoriscono le strategie di diversificazione internazionale. Inoltre, gli investitori stranieri potrebbero essere attratti dai rendimenti più elevati offerti dal mercato italiano del gioco d'azzardo. Disponendo di una licenza nel loro paese di origine, anche le società di gioco d'azzardo straniere sono autorizzate a operare in Italia, pur non diventando concessionari, e risparmiando così i costi di intermediazione commerciale. Pertanto, la nostra ipotesi è:

*H1c. La proprietà estera è positivamente associata alla performance nelle imprese del gioco d'azzardo.*

*Aziende a proprietà individuale.* Sebbene la letteratura sulle imprese di proprietà individuale sia carente, riteniamo che il comportamento di queste imprese possa essere associato, in una certa misura, al comportamento delle imprese di proprietà familiare. Poiché gli individui sono principalmente motivati dalla massimizzazione del profitto, soprattutto quando i loro investimenti riguardano settori controversi come per il gioco d'azzardo, ipotizziamo quanto segue:

*H1d. La proprietà individuale è negativamente associata alla performance nelle imprese del gioco d'azzardo.*

*Aziende a proprietà istituzionale.* Gli istituti finanziari (banche, società di investimento e fondi pensione) investono in altre imprese al fine di migliorare le loro *performance*. Nel settore dell'ospitalità, la proprietà istituzionale è correlata positivamente alle *performance* dei casinò (Tsai e Gu, 2007). Tuttavia, nelle imprese di minori dimensioni, i proprietari istituzionali potrebbero non offrire vantaggi in termini di riduzione dei costi di agenzia. Inoltre, i proprietari istituzionali potrebbero essere più prudenti nel finanziare le opportunità imprenditoriali, limitando così la redditività dell'azienda. Infine, i proprietari istituzionali possono anche imporre ulteriori obblighi informativi, il che aggiungerebbe costi alle imprese (Randøy e Goel, 2003). Pertanto, ipotizziamo:

*H1e. La proprietà istituzionale è negativamente associata alla performance nelle imprese del gioco d'azzardo.*

### 3.2 *La dimensione del consiglio di amministrazione e il genere del CEO.*

Il consiglio di amministrazione (CdA) è responsabile del monitoraggio e della valutazione degli amministratori. La letteratura suggerisce che un CdA più grande può esercitare un monitoraggio maggiore ma mostrare un processo decisionale più rigido. Le limitate ricerche condotte nel settore dell'ospitalità trovano risultati misti nei segmenti hotel e ristoranti, con CdA più grandi associati ad un miglioramento della redditività aziendale (Al-Najjar, 2014) o ad un effetto negativo (Yeh e Trejos, 2015). Nelle aziende più piccole, O'Connell e Cramer (2010) mostrano che la relazione tra *performance* e dimensioni del CdA è significativamente meno negativa. In effetti, la diversità del CdA che consegue ad una sua maggiore dimensione potrebbe essere un fattore importante nello spiegare le *performance* in ambienti complessi e ad alta intensità di tecnologia, come il gioco d'azzardo. Pertanto, ipotizziamo:

*H2a. Nelle imprese del gioco d'azzardo, la dimensione del CdA è positivamente correlata alla performance.*

Il genere di appartenenza è una determinante demografica significativa della *performance* delle piccole imprese (Rosa et al., 1996). In particolare, precedenti studi hanno trovato una relazione positiva tra la presenza della donna come amministratore delegato (CEO) e la *performance* delle piccole imprese (Smith et al., 2006; Davis et al., 2010). Poiché l'ambiente in cui operano le imprese potrebbe influire sulla propensione al rischio delle donne (Adams e Funk, 2012) – e il gioco d'azzardo è un settore competitivo e rischioso – la presenza delle donne in qualità di CEO può produrre *performance* più elevate, perché si ritiene siano più avverse al rischio rispetto agli uomini (Charness e Gneezy, 2012; Khan e Vieito, 2013). Pertanto, ipotizziamo che:

*H2b. Nelle imprese del gioco d'azzardo, la presenza di un CEO donna è positivamente correlata alla performance.*

### 3.3 *I segmenti di business del gioco d'azzardo*

La letteratura sul gioco d'azzardo si concentra su tipi specifici di giochi (Gu, 1999). Nel presente lavoro non esaminiamo i singoli giochi ma le aziende che operano in specifici segmenti di *business*. In tal senso, le *Electronic Gaming Machine* (EGM), che comprendono *slot-machine* e video-lotterie (VLT), sono il segmento di attività più redditizio (Jeon e Hyun, 2013). Il numero di EGM in Italia è molto alto (circa 400.000 nel 2011, ovvero 1 per ogni 150 persone), posizionando l'Italia al secondo posto nel mondo dopo l'Australia. Infatti, gli EGM rappresentano il più grande segmento del mercato italiano, con un aumento del

19% nel 2010 rispetto al 2009, il che è in contrasto con le diminuzioni generali globali causate dalla crisi finanziaria globale (Ernst & Young, 2011).

In particolare, diversamente dalle comuni *slot-machine* che accettano solo monete, le VLT (circa 40.000 in Italia) consentono di immettere banconote anche di grosso taglio. Nel 2011, i VLT rappresentavano il 28% delle entrate totali delle EGM, mentre nel 2012 erano oltre il 40% del totale. In effetti, le VLT sono il segmento di attività in cui il crimine organizzato è principalmente concentrato, a causa della loro significativa produttività (Croce et al., 2009). In tal senso, si tratterebbe di una *performance* sottostimata, se è vero che la criminalità organizzata riduce il numero di transazioni registrate scollegando gli apparecchi dalla rete dello Stato. Pertanto, ipotizziamo che:

*H3. Le imprese del gioco d'azzardo che operano con le video-lotterie hanno performance superiori rispetto alle imprese che operano in altri segmenti di attività.*

### 3.4 La crisi finanziaria globale del 2008

Prima della crisi del 2008, il mercato della lotteria nell'UE aveva una crescita costante. Il CAGR per i 27 paesi dell'UE è stato dell'1,22% nel periodo 2006-2008. Quando è iniziata la crisi, il CAGR delle lotterie nel periodo 2009-2012 è stato pari a -0,06% (European State Lotteries and Toto Association, 2012). Tuttavia, la riduzione del PIL pro-capite che è conseguita alla crisi economica nel nostro Paese, sembra mostrare una correlazione positiva con la spesa di gioco. Tale dato potrebbe suggerire che in periodi di crisi economica le persone siano meno avverse al rischio e trovino più attraente giocare alle lotterie (Mikesell, 1994). Pertanto, più un Paese affronta un periodo di recessione e più aumenta la spesa per il gioco d'azzardo, il che determina più persone a rischio di povertà e più probabilità nuovamente di tentare la fortuna al gioco, innescando così un circolo vizioso. In effetti, analizzando l'intero periodo pre-crisi e di crisi, la spesa complessiva per il gioco legale, secondo i dati dell'ADM, è incrementata da 18 miliardi di euro nel 2002 a 94 miliardi di euro nel 2012, ossia in 10 anni si è quintuplicata.

Anche gli studi sulla relazione tra consumo di giochi e crisi finanziaria forniscono risultati contrastanti, dimostrando che stabilire la relazione tra gli effetti della crisi e la *performance* delle imprese non è semplice. Gu (1999) e Raab e Schwer (2003) mostrano un declino della propensione a spendere per i servizi di gioco durante la crisi finanziaria asiatica del 1997-1998. Mao e Gu (2007) e Youn e Gu (2010) trovano che i casinò sono maggiormente a prova di recessione rispetto al settore dell'ospitalità in generale. Horváth e Paap (2012) invece trovano che solo le lotterie sono a prova di recessione. Cantor e Rosentraub (2012) non trovano che i casinò statunitensi hanno *performance* migliori durante la

recessione. Infine, Olason et al. (2015) rilevano che le recessioni economiche nazionali hanno effetti diversi sul comportamento di gioco, con un aumento della partecipazione al gioco, ad eccezione delle video-lotterie, che è diminuita in modo significativo dopo la crisi.

Pertanto, esiste un'evidenza che la recessione economica può avere un effetto negativo sui ricavi lordi di gioco d'azzardo delle lotterie, e se la crisi dal lato della domanda (giocatori) può determinare un incremento della spesa di gioco, dal lato dell'offerta (aziende del gioco) l'effetto sulla *performance* non è determinabile a priori e potrebbe essere negativo, come evidenzia la nostra quarta ed ultima ipotesi:

*H4. La performance delle imprese del gioco d'azzardo è inferiore durante la crisi finanziaria del 2008 rispetto al periodo antecedente la crisi.*

Poiché alcuni precedenti studi hanno trovato che la *performance* differisce in relazione ai diversi giochi (Horváth e Paap, 2012; Olason et al., 2015), introduciamo nei modelli di regressione anche dei termini di interazione per esplorare se l'effetto della crisi finanziaria varia tra i diversi segmenti di business del gioco d'azzardo, così come rispetto ai meccanismi di *corporate governance* sopra analizzati.

#### 4. Metodologia

Al fine di testare le ipotesi sopra formulate, il presente studio si è avvalso di un campione di aziende costruito come segue.

##### 4.1 La costruzione del campione

Il campione di aziende è stato estratto da AIDA (*Bureau van Dijk*), una banca dati contenente informazioni di natura contabile e di *governance* relative ad un gran numero di società italiane. Come si afferma nel documento esplicativo del sistema di classificazione delle attività economiche ATECO 2007 con riferimento alla divisione 92 (*Attività riguardanti le lotterie, le scommesse, le case da gioco*) “*tenuto conto della rilevanza delle attività presenti in questa categoria la stessa viene dettagliata nelle seguenti sottocategorie*”:

- 92.00.01 – Ricevitorie del Lotto, SuperEnalotto, Totocalcio eccetera, comprendenti le attività di giochi d'azzardo e scommesse come vendita di biglietti delle lotterie, ricevitorie del lotto e altri giochi a scommessa;
- 92.00.02 – Gestione di apparecchi che consentono vincite in denaro funzionanti a moneta o a gettone;
- 92.00.09 – Altre attività connesse con le lotterie e le scommesse, comprendenti:

- gestione di sale da gioco virtuali su internet;
- attività di *bookmaker* e scommesse;
- scommesse sulle corse, sale bingo;
- gestione di casinò, inclusi i casinò galleggianti;
- ideazione di giochi e concorsi a premi;
- *croupier* indipendenti.

Dalla classe 92.00 sono escluse invece la gestione di macchine per videogiocchi esclusivamente ricreativi funzionanti a moneta o gettone, e le sale giochi e biliardi. Si tratta quindi di aziende per le quali il gioco d'azzardo rappresenta l'attività esclusiva o principale e, pertanto, sono escluse tutte quelle aziende dove la vendita dei giochi è soltanto secondaria al *business* principale (è il caso dei bar, tabaccai ecc.).

Peraltro, la distinzione ATECO, basata sulle ultime 2 cifre del codice e che differenzia in tre sotto-comparti il settore, non restituisce informazioni omogenee né utili per la verifica delle ipotesi di ricerca. Pertanto, le aziende sono state riclassificate in cinque segmenti di *business*: "centri scommesse", "video-lotterie", "bingo", "casinò" e "altro", categoria residuale quest'ultima creata per includere, ad esempio, le aziende di noleggio, all'ingrosso e al dettaglio, di video-lotterie e le aziende fornitrici di *software*, servizi di consulenza o di manutenzione. Tali aziende non sono state escluse perché si ritiene che la loro *performance* economica sia strettamente dipendente dall'intero comparto del gioco. La distinzione nei suddetti cinque segmenti è stata operata sulla base di differenti informazioni quali la ragione sociale dell'azienda, che nella maggiore parte dei casi forniva un'immediata identificazione del *business* principale, e il sito *web* dell'azienda. Sempre ai fini della verifica delle ipotesi di ricerca, le aziende del campione sono state altresì distinte in relazione al fatto che operino *on-line* o tramite rete fisica, sulla base dei dati forniti dall'ADM, nonché in relazione alla proprietà. I dati sulla proprietà erano desumibili da AIDA e, in caso di ambiguità, si è approfondita la ricerca sul sito *web* dell'azienda. Il periodo analizzato è relativo agli 8 anni tra il 2005 e il 2012. Tale periodo consente di suddividere i 4 anni precedenti all'avvio della crisi (2005-2008) dai 4 anni in cui la crisi trova la sua maggiore manifestazione (2009-2012).

Alla data dell'estrazione, la banca dati AIDA presentava 427 aziende appartenenti alla divisione ATECO 92 su tutto il territorio nazionale. Da queste sono state escluse: 43 aziende che presentavano meno di 3 anni di osservazione sugli 8 anni considerati (si tratta per lo più di aziende costituite nel triennio 2010-2012); 7 aziende del comparto (tra cui 5 di grandi dimensioni quali, ad esempio, *Sisal*, *Lottomatica scommesse*, *Lotterie nazionali*) che redigono il bilancio d'esercizio secondo i principi contabili internazionali IFRS, atteso che in questo caso la determinazione dei risultati economico-finanziari segue logiche

valutative diverse da quelle proprie dei principi contabili nazionali; 3 aziende erroneamente classificate da AIDA come afferenti al settore (è il caso emblematico di 2 aziende cooperative sociali che contrastano la ludopatia); i 4 casinò e un'altra azienda del comparto controllata anch'essa dallo Stato e, infine, 14 aziende con dati proprietari mancanti. Non sono state invece escluse le 48 aziende che, alla data dell'estrazione, risultavano in liquidazione o inattive (ma con disponibilità dei dati relativi al periodo considerato) per evitare un *survivor bias* nell'analisi della *performance* delle aziende che sarebbero rimaste nel campione.

Le 355 aziende del campione finale osservate negli 8 anni considerati, al netto delle osservazioni temporali mancanti su AIDA, restituiscono un campione finale in termini di osservazioni pari a 2.135. Si tratta quindi di un *panel data* non bilanciato. La tabella 1 mostra il processo di costruzione del campione sopra descritto.

<i>Tabella 1 – Costruzione del campione</i>				
<i>Filtri</i>	Criteri di eliminazione	Numero aziende	Numero osservazioni	%
	Dimensione iniziale del campione: tutte le società italiane della divisione 92 di ATECO 2007 a luglio 2015 (fonte: AIDA)	427	3.416	100
1	meno aziende con 3 anni di osservazione o meno	43	344	10,1
2	meno aziende che adottano gli IFRS	7	56	1,6
3	meno aziende non appartenenti al settore del gioco d'azzardo	3	24	0,8
4	meno casino e aziende controllate dallo Stato	5	40	1,2
5	meno aziende con valori mancanti nei dati della proprietà	14	112	3,3
6	meno osservazioni con dati mancanti da AIDA	-	705	20,6
Dimensione finale del campione		355	2.135	62,4

#### 4.2 *Le statistiche descrittive*

La tabella 2 mostra la distribuzione del campione per segmento di gioco. Come può evincersi facilmente, prevalgono i centri scommesse e le sale bingo, laddove le video-lotterie si presentano numericamente inferiori, sebbene la loro dimensione (in termini di totale attivo) è sensibilmente maggiore rispetto agli altri segmenti di gioco probabilmente perché non operano *on-line* ma solo tra-

<i>Tabella 2 – Statistica descrittiva (media) per segmento di gioco</i>					
	Segmento di gioco				
	Centri scommesse	Bingo	VLT	Altro	Totale
N. aziende	197 (55,5%)	101 (28,5%)	42 (11,8%)	15 (4,2%)	355
N. osservazioni	1.115 (52,2%)	697 (32,6%)	228 (10,7%)	95 (4,5%)	2.135
Dimensione	4.998.209	3.698.176	11.089.887	6.124.031	5.274.430
Leverage	11,83	13,2	13,78	8,26	12,32
Età	13,18	7,48	4,92	10,91	10,34
On-line	.19	.01	0	.06	.11
Nord	.34	.35	.47	.40	.36
Centro	.27	.27	.25	.22	.27
Sud e Isole	.38	.38	.28	.38	.37
Manageriale	.73	.67	.73	.79	.71
Familiare	.77	.79	.90	.87	.79
Estera	.98	.89	.95	1	.95
Individuale	.69	.67	.58	.79	.68
Finanziaria	0	1	1	0	1
CdA	2.46	2.95	3.33	1.91	2.69
Genere	.22	.13	.09	.29	.18

<i>Tabella 3 – Statistica descrittiva delle variabili indipendenti</i>							
	Proprietà					CdA	
	Manageriale	Familiare	Estera	Individuale	Finanziaria	Dimensione	Genere
N=2.135	699	782	297	326	31	-	-
Media	.71	.79	.95	.68	1	2.69	.18
Dev. std.	.28	.23	.12	.23	.00	3.43	.38
Minimo	.03	.2	.5	.06	.99	1	0
Mediana	.75	.91	1	.64	1	1	0
Max	1	1	1	1	1	24	1

mite rete fisica. Il segmento delle “video-lotterie” è anche più giovane (in media 5 anni) a conferma del recente e crescente interesse verso questo segmento. Interessante anche notare, ai fini dell’analisi dell’impatto della crisi economica, come nel nostro campione sia basso il livello di indebitamento (circa il 12%) rispetto, ad esempio, ai grandi casinò americani dove l’indebitamento medio è del 53% per il periodo 1999-2003 (Tsai e Gu, 2007).

La tabella 3 mostra la statistica descrittiva delle principali variabili di *governance*, da cui si evince come siano le aziende a proprietà familiare e manageriale a controllare tipicamente il gioco d’azzardo. La proprietà è in media altamente concentrata: le aziende familiari detengono il 79% delle azioni, le società estere il 95%, le manageriali il 71%, le individuali il 68% e le società possedute da intermediari finanziari (la categoria proprietaria meno rappresentata) il 100%.

La tabella 4 mostra i risultati dei *t-test* e dell’analisi della varianza (Anova) relativi alla *performance* misurata da due diversi indicatori (ROE e ROA) rispetto alle variabili indipendenti di interesse. Come si evince, il panel A mostra differenze statisticamente significative nella *performance* – quale che sia la modalità di misurazione – per quanto riguarda sia la proprietà, sia il segmento di *business*. In particolare, le aziende familiari registrano migliori *performance* rispetto alle altre tipologie proprietarie (con un ROE doppio, ad esempio, rispetto alle aziende estere), mentre le aziende del gioco d’azzardo possedute dagli intermediari finanziari hanno una *performance* negativa. Con riguardo invece al segmento di gioco, sono le video-lotterie e i bingo a realizzare *performance* superiori. In generale, queste statistiche preliminari confermano come sia importante considerare sia la proprietà che il tipo di segmento di *business* quando si analizzano le *performance* delle aziende del gioco.

Il panel B mostra che la *performance* differisce statisticamente anche nel confronto tra aziende del gioco *on-line* e aziende che operano in rete fisica, ma solo in termini di ROA, il cui valore medio è addirittura negativo per le aziende *on-site*, considerati i maggiori investimenti in *assets* richiesti rispetto alle aziende con gioco *on-line*. Con riguardo invece al confronto tra gli anni prima della crisi (2005-2008) e quelli della crisi (2009-2012), è interessante notare come non si rilevi alcuna differenza statisticamente significativa: la *performance* economica è pressoché invariata nei due periodi di osservazione e questo porterebbe a concludere, in prima approssimazione, che la crisi economica del 2008 non ha prodotti impatti significativi. Infine, esistono differenze statisticamente significative tra le tre zone d’Italia per entrambe le misure di *performance* economica: le aziende che risiedono nel Sud Italia, ossia nelle regioni economicamente più depresse, sono quelle che registrano migliori *performance*, a supporto dell’ipotesi che vede una relazione inversa tra posizione socio-economica del giocatore d’azzardo e livello di consumo di gioco (Beckert e Lutter, 2013).



<i>Tabella 4 – Differenze statistiche della performance per le variabili indipendenti e di controllo</i>									
<i>Panel A – Anova della performance rispetto a: proprietà e segmento di gioco</i>									
	Proprietà					Segmento di gioco			
	Manage- riale	Fami- liare	Estera	Indivi- duale	Finan- ziaria	LBO	Bingo	VLT	Other
N=2,135	699	782	297	326	31	1,115	697	228	95
ROE	.15	.18	.09	.15	-.02	.12	.19	.19	.11
F-test	4.08**					6.42***			
ROA	-.07	.12	-.06	.08	-.02	.04	.11	.13	.05
F-test	34.40***					20.62***			
<i>Panel B – Anova e t-test della performance rispetto a: on-line, crisi e area regionale</i>									
	Online		Crisi		Area regionale				
	On-line	On-site	Anni pre-crisi	Anni di crisi	Sud e Isole	Centro	Nord		
N=2,135	231	1,904	866	1,269	788	573	774		
ROE	.15	.12	.15	.15	.21	.11	.12		
F/T-test	1.31		.12		13.24***				
ROA	.08	-.05	.08	.07	.13	.01	.06		
F/T-test	8.17***		.87		45.61***				

Significatività: \*\*\*(.001); \*\*(.01); \*(.05).

La tabella 5 mostra le statistiche descrittive della *performance* aziendale per anno e per l'intero periodo. Nonostante il forte divario tra media e mediana – rispettivamente il 15% e il 7% per il ROE nell'intero periodo – entrambe le statistiche mostrano un andamento altalenante, con contrazioni nel 2007, nel 2010 e nel 2012. Poiché, nel periodo complessivamente esaminato, esiste una forte differenza in termini di ROE tra media (15%) e mediana (7%), nella seconda parte della medesima tabella è riportata un'analisi temporale più approfondita, fornita dall'Anova e dal test non parametrico (test di *Cuzick*) sul *trend* temporale della *performance*, sebbene solo l'analisi della varianza mostri risultati significativi. I *follow-up* condotti con i test di *Mann-Whitney* confermano come statisticamente importanti le differenze in termini di *performance* per i bienni 2006-2007 e per gli ultimi anni del periodo osservato (2010-2011 e 2011-2012).

Le *performance* più elevate per il 2006 sono senza dubbio legate alla legge sulla deregolamentazione, realizzata con il decreto n. Bersani n223 del 2006, che ha aperto il mercato del gioco d'azzardo agli operatori stranieri e ha introdotto la possibilità di giocare a lotterie istantanee *on-line*. Questa modifica rilevante ha portato all'assegnazione di 158 nuove licenze, equivalenti a 13.686 punti vendita (Verona, 2010). Allo stesso modo, nel marzo 2011, i licenziatari italiani hanno iniziato a offrire *poker* e altri giochi da casinò sempre in modalità *online*.

Infine, la tabella 6 mostra la matrice di correlazione di *Pearson* delle variabili osservate. Entrambi gli indicatori di redditività sono significativamente correlati alle variabili indipendenti e di controllo utilizzate. Solo la variabile CRISI e alcuni tipi di proprietà (manageriale e individuale) non sono correlati alla *performance*.

Tabella 5 – Statistica descrittiva, Anova, t-test e test del trend della performance per anno									
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2005-2012
N	141	173	259	293	329	343	324	273	2,135
ROE									
Media	.13	.22	.13	.14	.15	.14	.21	.07	.15
Mediana	.05	.17	.04	.04	.07	.05	.14	.05	.07
ROA									
Media	.09	.13	.07	.04	.04	.06	.12	.04	.07
Mediana	.05	.07	.04	.04	.04	.05	.07	.03	.05
			ROE			ROA			
Anova (Fisher)			3.83***			6.51***			
Test del trend (Cuzick)			-0.44			-0.65			
Follow-up	2005-2006	2006-2007	2007-2008	2008-2009	2009-2010	2010-2011	2011-2012		
ROE T-test	-2.00*	2.42*	-0.26	-0.60	.57	-2.48*	4.45***		
Mann-Whitney	-2.15*	2.78**	-0.26	-0.92	.76	-2.82**	4.25***		
ROA T-test	-1.67	2.80**	1.14	-0.30	-1.43	-3.37***	4.48***		
Mann-Whitney	-1.74	2.68**	.76	-0.12	-1.17	-3.21**	4.54***		

Significatività: \*\*\*(.001), \*\*(.01), \*(.05).

*Tabella 6 – Matrice delle correlazioni di Pearson*

		1	2	3	4	5	6	7
1	ROA	1						
2	ROE	.55***	1					
3	Manageriale	.00	-.01	1				
4	Familiare	.12***	.03	-.43***	1			
5	Estera	-.24***	-.06**	-.25***	-.29***	1		
6	Individuale	.02	.00	-.25***	-.27***	-.16***	1	
7	Finanziaria	-.05*	-.05*	-.08***	-.09***	-.05*	-.05*	1
8	CdA	-.09***	.05*	-.20***	-.16***	.65***	-.16***	-.04*
9	Genere	-.06**	-.01	-.02	-.05*	.16***	.01	-.06**
10	Dimensione	-.02	.06*	-.13***	-.08***	.36***	-.10***	.15***
11	Leverage	-.11***	-.06**	-.04*	-.05*	.12***	.02	.05*
12	Età	.15***	.04	-.05*	.25***	-.19***	-.11***	-.05*
13	Centri sc.	-.16***	-.09***	-.02	.07***	.02	-.04	-.13***
14	Bingo	.12***	.08***	.06**	-.10***	-.08***	.03	.11***
15	VLT	.09***	.03	-.06**	.03	.06**	.01	.06**
16	Altro	-.02	-.02	.01	.00	.05*	.01	-.03
17	On-line	-.17***	-.03	.00	-.08***	.26***	-.02	-.04
18	Nord	-.04	-.06**	.11***	-.04	.01	-.07***	-.03
19	Centro	-.16***	-.06**	-.13***	-.03	.24***	-.02	.14***
20	Sud e Isole	.18***	.11***	.00	.06**	-.22***	.09***	-.09***
21	Crisi	-.02	.00	.00	.03	.00	-.02	.00

### 4.3 L'analisi multivariata: il modello econometrico adottato e la descrizione delle variabili

Il modello econometrico adottato per l'analisi della *performance* è il seguente:

$$ROA_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 PROPRIETÀ_i + \beta_2 AMMINISTRATORI_i + \beta_3 GENERE_i + \beta_4 SEGMENTO_i + \beta_5 \beta_6 CRISI_i + \beta_7 DIMENSIONE_{it} + \beta_8 LEVERAGE_{it} + \beta_9 ETA_{it} + \beta_{10} ON-LINE_i + \beta_{11} REGIONE_i + \beta_{12} PROPRIETÀ_i * CRISI_i + \beta_{13} AMMINISTRATORI_i * CRISI_i + \beta_{14} GENERE_i * CRISI_i + \beta_{15} SEGMENTO_i * CRISI_i + \varepsilon_{it}$$

	8	9	10	11	12	13	14	15
1	.14***	1						
	.42***	-.05*	1					
	.15***	.12***	.07***	1				
	-.12***	.05*	.04	-.08***	1			
	-.07**	.11***	-.08***	-.01	.26***	1		
	.05*	-.09***	.07**	.02	-.18***	-.73***	1	
	.06**	-.08***	.02	.01	-.17***	-.36***	-.24***	1
	-.05*	.06**	.02	-.02	.01	-.23***	-.15***	-.07***
	.06**	-.06*	.13***	-.02	-.18***	.29***	-.22***	-.12***
	.05*	-.13***	.03	-.10***	-.03	-.04	-.02	.08***
	.22***	.10***	.14***	.18***	.06**	.01	.00	-.01
	-.25***	.04	-.16	-.07**	-.02	.03	.01	-.07**
	-.03	-.01	.10***	-.03	.14***	.07**	-.11***	.05*

Significatività: \*\*\*(.001); \*\*(.01); \*(.05).

Le variabili di interesse sono:

*ROA*: è la *performance* dell'azienda misurata in termini di ROA nell'anno successivo a quello cui si riferiscono le variabili indipendenti, al fine di ridurre la possibile endogeneità derivante dalla cosiddetta "causalità inversa";

*PROPRIETÀ*: è un insieme di cinque variabili che identificano la percentuale di azioni possedute dall'ultimo maggiore azionista (*manageriale, familiare, estera, individuale e finanziaria*)<sup>2</sup>;

*AMMINISTRATORI*: è il numero di amministratori dell'azienda;

*GENERE*: è una variabile dicotomica che assume valore 1 se l'amministratore è di genere femminile, e assume valore 0 se è di genere maschile;

*SEGMENTO*: è un insieme di tre variabili dicotomiche che considerano i quattro segmenti di gioco (*video-lotterie, sale bingo, altro e le agenzie di scommesse*; quest'ultima identifica la categoria di riferimento)<sup>3</sup>;

*CRISI*: è una variabile dicotomica che assume valore 1 per gli anni 2009-2012 e 0 per gli anni 2005-2008;

Mentre le variabili di controllo sono:

*DIMENSIONE*: è la dimensione dell'azienda misurata in termini di logaritmo naturale del totale attivo;

*LEVERAGE*: è l'indice di indebitamento espresso come rapporto tra totale debiti e capitale netto;

*ETÀ*: è l'età dell'azienda misurata in termini di anni intercorsi dall'anno di costituzione;

*ON-LINE*: è una variabile dicotomica per i giochi a distanza, che assume valore 1 se si tratta di un'azienda autorizzata ad operare *on-line*, altrimenti assume valore 0;

*REGIONE*: è l'insieme delle due variabili dicotomiche introdotte per stimare gli effetti fissi relativi all'area regionale in cui risiede l'azienda (*Centro, Nord e Sud e Isole*; quest'ultima identifica la categoria di riferimento).

In particolare, la *DIMENSIONE* è una tradizionale variabile che impatta positivamente sulla *performance*. Il rapporto di indebitamento (*LEVERAGE*) si ritiene abbia un legame negativo con la *performance*, tale che le imprese con strutture finanziarie maggiormente indebitate determinano minori *performance*. Anche l'*ETÀ* di norma mostra relazioni inverse con la *performance*, per cui le

<sup>2</sup> La categoria "estera" include anche le società che, pur essendo controllate da un gruppo nazionale, avevano una persona fisica straniera come ultimo azionista di riferimento. La categoria "familiare" include le aziende in cui due o più azionisti – individualmente o complessivamente di controllo – appartenevano alla stessa famiglia sulla base del cognome riportato.

<sup>3</sup> La distinzione operata non è stata semplice, atteso che la stessa aziende offre diverse tipologie di giochi. Si è guardato ad una pluralità di fattori, quali la ragione sociale dell'azienda, il codice ATECO e si sono ottenute conferme direttamente su internet.

aziende più giovani presentano risultati economici più soddisfacenti di quelle meno giovani. La variabile *ON-LINE* considera il gioco *on-line* che rappresenta il 16,3% del mercato dei giochi, con una crescita nel 2012 compresa tra il 13% e il 14% rispetto al 2011, cui ha contribuito l'elevato *payout*, cioè la percentuale di raccolta totale restituita in vincite. Dal punto di vista fiscale la tassazione sui giochi *on-line* è più bassa rispetto ai giochi tradizionali e le vincite più frequenti. Infine, l'effetto dell'area regionale (*REGIONE*) è rilevante da controllare, atteso che le singole regioni e i comuni che vi appartengono possono adottare politiche incentivanti o disincentivanti il gioco d'azzardo.

#### 4.4 I risultati dell'analisi di regressione multivariata

La tabella 7 mostra i risultati dell'analisi di regressione multivariata con effetti *random* condotta sul *panel* non bilanciato di aziende usando errori standard *cluster*, e con ROA come variabile dipendente. Il modello 1 mostra l'impatto delle sole variabili di controllo. Le variabili che influenzano tradizionalmente la *performance* (dimensione, *leverage* ed età) sono statisticamente significative con il segno atteso. A differenza di quanto previsto, invece, le aziende di gioco d'azzardo *on-line* non mostrano prestazioni più elevate rispetto alle aziende *on-site*. Ciò potrebbe essere dovuto, almeno in parte, alla presenza più forte di criminalità organizzata nel gioco d'azzardo *on-line* e alla sua capacità di manipolare i giochi, dichiarando così meno entrate di quelle effettivamente guadagnate. Inoltre, la variabile che identifica l'area regionale *Sud* ha un coefficiente significativo e positivo, dimostrando così che le imprese situate nel sud Italia hanno *performance* economiche più elevate di altre.

I modelli successivi aggiungono le tipologie di proprietà (modello 2) e successivamente anche la dimensione del consiglio di amministrazione e il genere del proprietario/CEO (modello 3). Sebbene non tutte le variabili del tipo di proprietà siano statisticamente significative, tutti i coefficienti sono negativi, confermando così l'idea generale di una relazione negativa tra concentrazione della proprietà e redditività delle imprese non quotate (Arosa et al., 2010). Ad esempio, nel caso delle aziende con proprietà manageriale, per le quali la concentrazione proprietaria media è superiore al 70%, il segno negativo è in linea con i risultati precedenti che mostrano che dopo un livello proprietario del 68,2%, la redditività diminuisce (Keasey et al., 1994).

Esiste una relazione statisticamente significativa tra la *performance* e le società di gioco di proprietà estera e sotto il controllo di intermediari finanziari, sebbene solo queste ultime abbiano il segno negativo atteso (l'ipotesi H1e è accettata). Per quanto riguarda il ruolo del consiglio di amministrazione, accettiamo l'ipotesi H2a, poiché maggiore è il numero dei componenti il consiglio, maggiore è

la *performance*. Questo risultato supporta l'idea che il CdA svolge un ruolo di monitoraggio nel possibile comportamento opportunistico degli amministratori e li consiglia sulle strategie da adottare. Soprattutto in ambienti complessi e settori ad alta intensità di tecnologia, qual è quello del gioco d'azzardo, i consigli di amministrazione più grandi portano più esperienza, conoscenza e supporto (Dalton et al., 1999). Al contrario, il genere del CEO non sembra influenzare la *performance* (quindi rifiutiamo H2b), in linea con studi precedenti nel settore dell'ospitalità (Yeh e Trejos, 2015).

I modelli 4 e 5 introducono, rispettivamente, le variabili relative al segmento di *business* e all'effetto della crisi. I segmenti "bingo" e "video-lotteria" mostrano *performance* più elevate rispetto alle altre società di gioco, mentre la variabile "crisi" mostra un coefficiente negativo ma non statisticamente significativo. Tuttavia, quando includiamo i termini di interazione (modello 6) per cogliere l'effetto moderatore della crisi sul segmento aziendale, questo effetto è significativo e positivo e, quindi, le società del gioco d'azzardo che operano nel bingo hanno *performance* più elevate durante il periodo di crisi. Al contrario, il termine di interazione VLT x CRISI non è significativo. Inoltre, mentre le interazioni dell'effetto crisi con il tipo di proprietà non sono significative, durante il periodo di crisi si può osservare un effetto positivo del consiglio di amministrazione sulle *performance*.

I risultati ottenuti con il ROE quale variabile dipendente sono molto simili. Tuttavia, in questo caso, mentre troviamo *performance* ridotte per tutte le aziende del gioco d'azzardo durante gli anni della crisi (supportando così H4), VLT ha un segno significativo e positivo, confermando le *performance* più elevate rispetto ad altre aziende.

Significatività: \*\*\*(.001), \*\*(.01), \*(.05).

Tabella 7 – Risultati della regressione random (tra parentesi è indicata la statistica Z)							
Variabile dipendente: ROA	Segno atteso	Modello 1	Modello 2	Modello 3	Modello 4	Modello 5	Modello 6
		$\beta$ (t-stat)	$\beta$ (t-stat)	$\beta$ (t-stat)	$\beta$ (t-stat)	$\beta$ (t-stat)	$\beta$ (t-stat)
Variabili di controllo							
Dimensione	+	.023***	.029***	.028***	.025***	.027***	.030***
		(3.54)	(4.31)	(3.89)	(3.61)	(3.81)	(4.40)
Leverage	-	-.026*	-.026*	-.026*	-.026*	-.026*	-.022*
		(-2.35)	(-2.50)	(-2.45)	(-2.39)	(-2.48)	(-2.30)
Età	+	.002*	.001	.001	.002*	.003**	.002*

		(2.45)	(1.19)	(1.33)	(2.53)	(2.74)	(2.58)
On-line	+	-.126***	-.093**	-.088**	-.044	-.041	-.040
		(-3.93)	(-3.20)	(-3.02)	(-1.46)	(-1.39)	(-1.34)
Centro	-	-.040	-.023	-.023	-.022	-.023	-.023
		(-1.65)	(-0.97)	(-0.97)	(-.99)	(-1.01)	(-1.00)
Sud e Isole	+	.084***	.067***	.071***	.074***	.074***	.069**
		(4.06)	(3.38)	(3.50)	(3.63)	(3.64)	(3.44)
Proprietà							
Manageriale	-		-.020	-.012	-.018	-.017	-.012
			(-0.53)	(-0.31)	(-0.50)	(-0.47)	(-0.29)
Familiare	-		.011	.016	.011	.011	.016
			(0.29)	(0.43)	(0.32)	(0.31)	(0.40)
Estera	+		-.156***	-.177***	-.176***	-.174***	-.173**
			(-3.81)	(-4.00)	(-4.06)	(-4.03)	(-3.23)
Individuale	-		-.005	.006	-.001	.000	-.011
			(-0.11)	(0.14)	(-0.03)	(0.01)	(-0.22)
Finanziaria	-		-.124**	-.113*	-.151**	-.152**	-.161**
			(-2.65)	(-2.35)	(-3.15)	(-3.17)	(-2.54)
CdA							
Dimensione CdA	+			.005	.004	.004	-.002
				(1.42)	(1.15)	(1.08)	(-0.55)
Genere	+			-.013	-.001	-.001	.038
				(-0.58)	(-0.04)	(-0.04)	(1.37)
Segmento di business							
Bingo	?				.071***	.071***	.002
					(3.76)	(3.80)	(0.11)
VLT	+				.107**	.111**	.103*
					(3.06)	(3.16)	(2.27)



Altro	?				.033	.033	.016
					(0.91)	(0.90)	(0.34)
Effetto della crisi							
Crisi	-					-.011	-.058*
						(-1.00)	(-1.92)
Termini di interazione							
Manageriale*Crisi							-.025
							(-0.55)
Familiare*Crisi							-.031
							(-0.79)
Estera*Crisi							-.028
							(-0.45)
Individuale*Crisi							-.008
							(-0.15)
Finanziaria*Crisi							-.014
							(-0.34)
CdA*Crisi							.009*
							(2.02)
Genere *Crisi							-.058*
							(-2.19)
Bingo*Crisi							.117***
							(5.41)
VLT*Crisi							.013
							(0.38)
Altro*Crisi							.021

							(0.43)
(Costante)		-.290**	-.344***	-.339***	-.354***	-.369***	-.487***
		(-3.05)	(-3.43)	(-3.36)	(-3.54)	(-3.72)	(-4.61)
N=2,135							
R2		13.38	19.54	20.21	24.56	24.62	24.11
Wald (Sig.)		66.66***	101.45***	107.16***	126.00***	126.25***	169.45***

## 5. Conclusioni

La crisi sanitaria ed economica da Covid-19 ha fornito nuovi spunti di ricerca finalizzati ad individuare gli impatti che la stessa crisi sta avendo sui diversi settori economici, in relazione ai cambiamenti imposti dal *lock-down* e, soprattutto, alla contrazione della domanda in alcuni segmenti specifici quali sono quelli ricreativi e turistici, al cui interno ricade il comparto del gioco d'azzardo.

Con lo scopo di fornire informazioni potenzialmente utili agli amministratori e proprietari delle aziende del settore e ai *regulator* nel nostro Paese circa gli effetti della crisi da Covid-19 sul gioco d'azzardo, il presente lavoro ha dapprima richiamato alcuni interrogativi ed evidenze empiriche sulla crisi in atto distinguendo la prospettiva dei giocatori d'azzardo da quella dell'economia nazionale, per soffermarsi sulle aziende del gioco d'azzardo, anello di congiunzione delle due citate prospettive.

Nel nostro Paese, la legislazione sul gioco d'azzardo è stata recentemente caratterizzata da un processo di legalizzazione e liberalizzazione che ha consentito la diffusione di un numero elevato di piccole e medie imprese, con una gamma assai diversificata di giochi. Il contributo ha mirato quindi ad indagare l'impatto della crisi finanziaria sulla *performance* economica di un campione di imprese, in un settore controverso, in cui tali effetti non dovrebbero essere dati per scontati. In particolare, è stato analizzato l'effetto della precedente crisi economica del 2008 sulla *performance* di un campione di aziende italiane operanti nel settore del gioco d'azzardo nel periodo 2005-2012. Lo scopo è stato quello di investigare il ruolo di alcune determinanti fondamentali – relative alla *governance* e al segmento di *business* – tipiche del settore del gioco d'azzardo e come l'“effetto crisi” si è riflesso sulla *performance* aziendale. In particolare, poiché l'impatto della crisi potrebbe anche dipendere dalle diverse tipologie di attività del gioco d'azzardo, abbiamo esplorato l'interazione tra alcuni principali segmenti di *business* e la crisi finanziaria.

Ciò che emerge dai risultati dell'analisi econometrica è che l'idea generale secondo cui i settori economici come il gioco d'azzardo registrino *performance*

superiori durante una crisi finanziaria a causa dell'aumento del consumo di giochi è da rifiutare da una prospettiva economico-aziendale. Invero, le *performance* delle imprese di gioco d'azzardo non variano in modo significativo negli anni 2008-2012 della crisi finanziaria rispetto al periodo precedente, sebbene alcuni segmenti di *business*, quali il bingo, abbiano avuto *performance* migliori durante gli anni della crisi finanziaria. Questo risultato sembra coerente con le ricerche precedenti che dimostrano che gli effetti della recessione economica variano a seconda del tipo di giochi (Horváth e Paap, 2012; Olason et al., 2015).

I risultati di questo studio possono aiutare investitori e manager delle aziende del gioco d'azzardo nel conseguire una maggiore consapevolezza circa quali meccanismi di *corporate governance* siano più efficaci, ad esempio riducendo la concentrazione della proprietà (specialmente per le società finanziarie e di proprietà straniera) e aumentando le dimensioni del consiglio di amministrazione. Poiché molte imprese di minori dimensioni sono riluttanti a nominare amministratori esterni, l'espansione delle dimensioni del consiglio di amministrazione potrebbe essere una soluzione per migliorare le *performance*, soprattutto in tempi di recessione economica. Considerato il contributo rilevante che le *performance* delle imprese minori del gioco d'azzardo apportano alle entrate del governo, i regolatori potrebbero trarre vantaggio dai risultati di questo studio sapendo che queste entrate sono stabili anche durante i periodi di fluttuazioni economiche negative. In questo senso, i regolatori potrebbero volere espandere il ruolo del bingo e della video-lotteria, date le loro prestazioni più elevate rispetto ad altri segmenti di attività.

Il lavoro ha, peraltro, un limite metodologico, poiché la variabile "segmento di gioco" distingue le società analizzate in cinque categorie (agenzie di scommessa, casinò, video-lotteria, bingo, altro), ma ciò potrebbe non rispecchiare pienamente la ripartizione reale della tipologia di aziende e della gamma di giochi offerti. Così, altri studi dovrebbero indagare il ruolo di ulteriori determinanti della *performance*, operando distinzioni puntuali in termini di giochi offerti e a ciò si indirizzano le future ricerche.

## 6. Riferimenti bibliografici

- ACADI (2019), *Primo Rapporto sul Gioco Pubblico*, 28 novembre 2019.
- ADAMS, R.B. AND FUNK, P. (2012), *Beyond the glass ceiling: Does gender matter?*, in *Management Science*, Vol. 58 No. 2, 219–235.
- AL-NAJJAR, B. (2014), *Corporate governance, tourism growth and firm performance: Evidence from publicly listed tourism firms in five Middle Eastern countries*, in *Tourism Management*, Vol. 42, 342–351.
- ALTIN, M., KIZILDAG, M., OZDEMIR, O. (2016), *Corporate governance, owner-*

ship structure, and credit ratings of hospitality firms, in *The Journal of Hospitality Financial Management*, Vol. 24 No. 1, 5–19.

ANDERSSON, T., CARLSEN, J., GETZ, D. (2002), *Family business goals in the tourism and hospitality sector: Case studies and cross-case analysis from Australia, Canada, and Sweden*, *Family Business Review*, Vol. 15 No. 2, 89–106.

AROSA, B., ITURRALDE, T. AND MASEDA, A. (2010), *Ownership structure and firm performance in non-listed firms: Evidence from Spain*, in *Journal of Family Business Strategy*, Vol. 1 No. 2, 88–96.

ASSAF, A.G., CVELBAR, L.K., PAHOR, M. (2013), *Performance drivers in the casino industry: Evidence from Slovenia*, in *International Journal of Hospitality Management*, Vol. 32, 149–154.

ATKINSON, S.M., LEBRUTO, S.M. (1995), *Initial public offerings in the gaming industry: An empirical study*, in *International Journal of Hospitality Management*, Vol. 14 No. 3/4, 288–292.

BEASLEY, M.S., CARCELLO, J.V., HERMANSON, D.R., LAPIDES, P.D. (2000), *Fraudulent financial reporting: Consideration of industry traits and corporate governance mechanisms*, in *Accounting Horizons*, Vol. 14 No. 4, 441–454.

BECKERT, J., LUTTER, M. (2013), *Why the poor play the lottery: Sociological approaches to explaining class-based lottery play*, in *Sociology*, Vol. 47 No. 6, 1152–1170.

BEKAERT, G., HARVEY, C.R. (2000), *Foreign speculators and emerging equity markets*, in *The Journal of Finance*, Vol. 55 No. 2, 565–613.

BOARDMAN, A.E., VINING, A.R. (1989), *Ownership and performance in competitive environments: A comparison of the performance of private, mixed, and state-owned enterprises*, in *Journal of Law and Economics*, Vol. 32 No. 1, 1–33.

BU, D., HANSPAL, T., LIAO, Y., LIU, Y. (2020). *Risk taking during a global crisis: Evidence from Wuhan. Covid Economics*, 5, 106-146, disponibile in SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3559870> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3559870>.

CALVOSA P. (2013), *Il settore dei giochi pubblici on line in Italia. Dinamiche di sviluppo, modelli di sviluppo e strategie competitive*, FrancoAngeli, Milano.

CANTOR, M.B., ROSENTRAUB, M.S., (2012), *Are gaming and sport effective tourism strategies during economic contractions? Evidence from the performance of baseball and casinos during America's great recession*, in *Journal of Sport and Tourism*, Vol. 17 No. 1, 23–42.

CHARNESS, G. AND GNEEZY, U. (2012), *Strong evidence for gender differences in risk taking*, in *Journal of Economic Behavior and Organization*, Vol. 83 No. 1, 50–58.

CHEN D., BIN F. (2001), *Effects of legislation events on US gaming stock returns and market turnings*, in *Tourism Management*, 22(5), 539-549.

CHEN, M.H., HOU, C.L., LEE, S. (2012), *The impact of insider managerial ownership on corporate performance of Taiwanese tourist hotels*, in *International*

*Journal of Hospitality Management*, Vol. 31 No. 2, 338–349.

CHRONOPOULOS, D. K., LUKAS, M., WILSON, J. O. (2020). *Consumer Spending Responses to the COVID-19 Pandemic: An Assessment of Great Britain*. Available at SSRN 3586723.

CLOFTER C.T., COOK P.J. (1990), *On the Economics of State Lotteries*, in *The Journal of Economic Perspectives*, 4(4), 105–119.

CROCE, M., LAVANCO, G., VARVERI, L. AND FIASCO, M. (2009), *Italy*, in *Problem gambling in Europe. Challenges, prevention and intervention*, Meyer, G., Hayer, T. and Griffiths, M. (eds.), Springer, New York, 153–171.

DALTON, D.R., DAILY, C.M., JOHNSON, J.L. AND ELLSTRAND, A.E. (1999), *Number of directors and financial performance: A meta-analysis*, in *Academy of Management Journal*, Vol. 42 No. 6, 674–686.

DAVIS, P.S., BABAKUS, E., ENGLIS, P.D. AND PETT, T. (2010), *The influence of CEO gender on market orientation and performance in service small and medium-sized service businesses*, in *Journal of Small Business Management*, Vol. 48 No. 4, 475–496.

DEL RIO-CHANONA, R. M., MEALY, P., PICHLER, A., LAFOND, F., FARMER, D. (2020). *Supply and demand shocks in the COVID-19 pandemic: An industry and occupation perspective*. *arXiv preprint arXiv:2004.06759*.

ERNST & YOUNG (2011), *Market overview: The 2011 global gaming bulletin*, in [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/2011\\_global\\_gamingbulletin/\\$FILE/2011%20Global%20Gaming%20Bulletin.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/2011_global_gamingbulletin/$FILE/2011%20Global%20Gaming%20Bulletin.pdf) (accessed May 12, 2017).

EURISPES, *I giochi ai tempi del Covid-19: lo Stato perde 750 milioni di euro per ogni mese di lockdown*, 16 Aprile 2020.

EUROPEAN STATE LOTTERIES AND TOTO ASSOCIATION (2012), *European Lotteries' report on lotteries in the EU and in Europe in 2011*, Lausanne, Switzerland.

FERNÁNDEZ, Z., NIETO, M.J. (2006), *Impact of ownership on the international involvement of SMEs*, in *Journal of International Business Studies*, Vol. 37 No. 3, 340–351.

GIROUD, X., MUELLER, H.M. (2010), *Does corporate governance matter in competitive industries?*, in *Journal of Financial Economics*, Vol. 95 No. 3, 312–331.

GU, Z. (1999), *The Impact of the Asian financial crisis on Asian gaming activities: An examination of Las Vegas strip casino drops*, in *Current Issues in Tourism*, Vol. 2 No. 4, 354–365.

GU, Z. (2002a), *Diversify into European markets to enhance revenue: A strategy proposed for the Las Vegas strip and Atlantic City*, in *UNLV Gaming Research and Review Journal*, Vol. 6 No. 2, 34–52.

GU, Z. (2002b), *Performance gaps between US and European casinos: A comparative study*, in *UNLV Gaming Research & Review Journal*, Vol. 6 No. 2, 53–62.

GU, Z., GAO, J.Z. (2012), *Financial competitiveness of Macau in comparison with other gaming destinations*, in *UNLV Gaming Research & Review Journal*, Vol.

10 No. 2, 1–12.

GUETAT, H., JARBOUI, S., BOUJELBENE, Y. (2015), *Evaluation of hotel industry performance and corporate governance: A stochastic frontier analysis*, in *Tourism Management Perspectives*, Vol. 15, 128–136.

GUILLET, B.D., MATTILA, A.S. (2010), *A descriptive examination of corporate governance in the hospitality industry*, in *International Journal of Hospitality Management*, Vol. 29 No. 4, 677–684.

HARTMAN, G., NICKERSON, N. P. (2020). *Tourism-Related Business Owners Speak Out About COVID-19 Impact*. Institute for Tourism and Recreation Research Publications, 406, in [https://scholarworks.umt.edu/itrr\\_pubs/406](https://scholarworks.umt.edu/itrr_pubs/406).

HONG, H., KACPERCZYK, M. (2009), *The price of sin: The effects of social norms on markets*, in *Journal of Financial Economics*, Vol. 93 No. 1, 15–36.

HORVÁTH, C., PAAP, R. (2012), *The effect of recessions on gambling expenditures*, in *Journal of Gambling Studies*, Vol. 28 No. 4, 703–717.

JENSEN, M.C., MECKLING, W.H. (1976), *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, in *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 No. 4, 305–360.

JEON, S.M., HYUN, S.S. (2013), *Examining the influence of casino attributes on baby boomers' satisfaction and loyalty in the casino industry*, in *Current Issues in Tourism*, Vol. 16 No. 4, 343–368.

KEASEY, K., SHORT, H., WATSON, R. (1994), *Directors' ownership and the performance of small and medium sized firms in the UK*, in *Small Business Economics*, Vol. 6 No. 3, 225–236.

KHAN, W.A. AND VIEITO, J.P. (2013), *CEO gender and firm performance*, in *Journal of Economics and Business*, No. 67, 55–66.

KIRKPATRICK, G. (2009), *The corporate governance lessons from the financial crisis*, in *OECD Journal: Financial Market Trends*, Vol. 2009 No. 1, 61–87.

LA PORTA, R., LOPEZ-DE-SILANES, F., SHLEIFER, A. AND VISHNY, R. (2002), *Investor protection and corporate valuation*, in *Journal of Finance*, Vol. 57 No. 3, 1147–1170.

LA ROSA, F. (2016) (a cura di). *Il gioco d'azzardo in Italia. Contributi per un approccio interdisciplinare*. Franco Angeli, Milano.

LA ROSA, F. (2016). *Il gioco d'azzardo in Italia negli anni di crisi economica. Un'analisi panel sulle determinanti della performance delle aziende del settore*, in La Rosa F. (a cura di), *Il gioco d'azzardo in Italia. Contributi per un approccio interdisciplinare*, Franco Angeli, Milano, 79-105.

LA ROSA, F., BERNINI, F. (2018). *Corporate governance and performance of Italian gambling SMEs during recession*, in *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, Vol. 30, n. 3, 1939-1958.

LIBERA (2012), *Azzardopoli. Il paese del gioco d'azzardo. Quando il gioco si fa duro... le mafie iniziano a giocare*, Roma, 9 aprile.

MADANOGLU, M., KARADAG, E. (2016), *Corporate governance provisions and firm financial performance: The moderating effect of deviation from optimal franchising*, in *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, Vol. 28 No. 8, 1805-1822.

MAO Z., GU Z. (2007), *Risk-Adjusted Stock Performance. A Cross-Sector Analysis of Hospitality Firms in the Recent Economic Downturn*, in *International Journal of Hospitality & Tourism Administration*, 8, 4.

MARKETLINE (2013), *Casinos & gaming in Italy*, in <http://www.reportlinker.com/p0204662-summary/Casinos-Gaming-in-Italy.html> (accessed May 12, 2017).

MIKESELL J.L., ZORN K.C. (1987), *State Lottery Sales: Separating the Influence of Markets and Game Structure*, in *Growth and Change*, 18(4), 10-19.

MIKESELL, J.L. (1994), *State lottery sales and economic activity*, in *National Tax Journal*, Vol. 47 No. 1, 165-171.

MORCK, R., SHLEIFER, A., VISHNY, R.W. (1988), *Management ownership and market valuation: An empirical analysis*, in *Journal of Financial Economics*, Vol. 20 No. 1-2, 293-315.

NICOLL, F., AKCAYIR, M. (2020). *Editorial*, Volume 1, Issue 1, in *Critical Gambling Studies*, 1(1), I-VII.

O'CONNELL, V., CRAMER, N. (2010), *The relationship between firm performance and board characteristics in Ireland*, in *European Management Journal*, Vol. 28 No. 5, 387-399.

OAK, S., IYENGAR, R.J. (2009) *Investigating the differences in corporate governance between hospitality and non hospitality firms*, in *Advances in Hospitality and Leisure*, Vol. 5 No. 5, 125-140.

OLASON, D.T., HAYER, T., BROSOWSKI, T., MEYER, G. (2015), *Gambling in the mist of economic crisis: Results from three national prevalence studies from Iceland*, in *Journal of Gambling Studies*, Vol. 31 No. 3, 759-774.

ORTMANN, R., PELSTER, M., WENGEREK, S. T. (2020). *COVID-19 and investor behavior*. Available at SSRN 3589443.

PERRINI, F., ROSSI, G., ROVETTA, B. (2008), *Does ownership structure affect performance? Evidence from the Italian market*, in *Corporate Governance: An International Review*, Vol. 16 No. 4, 312-325.

PINE, R., PHILLIPS, P. (2005), *Performance comparisons of hotels in China*, in *International Journal of Hospitality Management*, Vol. 24 No. 1, 57-73.

RAAB, C. AND SCHWER, R.K. (2003), *The short-and long-term impact of the Asian financial crisis on Las Vegas Strip baccarat revenues*, in *International Journal of Hospitality Management*, Vol. 22 No. 1, 37-45.

RANDØY, T., GOEL, S. (2003), *Ownership structure, founder leadership, and performance in Norwegian SMEs: Implications for financing entrepreneurial opportunities*, in *Journal of Business Venturing*, Vol. 18 No. 5, 619-637.

ROSA, P., CARTER, S. AND HAMILTON, D. (1996), *Gender as a determinant of*

*small business performance: Insights from a British study*, in *Small Business Economics*, Vol. 8 No. 6, 463–478.

SMITH, N., SMITH, V. AND VERNER, M. (2006), *Do women in top management affect firm performance? A panel study of 2,500 Danish firms*, in *International Journal of Productivity and Performance Management*, Vol. 55 No. 7, 569–593.

STANDARD AND POOR'S (2008), *U.S. gaming defaults reach record levels: What happened to this 'recession-resistant' industry? Standard and Poor's Ratings Direct*, in <http://www.netadvantage.standardandpoors.com>.

THOMSEN, S., PEDERSEN, T. (2000), *Ownership structure and economic performance in the largest European companies*, in *Strategic Management Journal*, Vol. 21 No. 6, 689–705.

TSAI, H., GU, Z. (2007), *The relationship between institutional ownership and casino firm performance*, in *International Journal of Hospitality Management*, Vol. 26 No. 3, 517–530.

VERONA R. (2009), *L'azienda casino. Problematiche gestionali e di bilancio*, Giuffrè, Milano.

VERONA, R. (2010), *An overview of Italian gaming the state of the industry*, in *UNLV Gaming Research & Review Journal*, Vol. 14 No. 1, 55–70.

WALKER I. (1998), *The Economic Analysis of Lotteries*, in *Economic Policy*, 13(27), 357–402.

YEH, C.M., TREJOS, B. (2015), *The influence of governance on tourism firm performance*, in *Current Issues in Tourism*, Vol. 18 No. 4, 299–314.

YOUN, H., GU, Z. (2010), *The impact of the recent recession on US lodging firms: An examination based on ratio analysis*, in *The Journal of Hospitality Financial Management*, Vol. 18 No. 2, 15–29.

ZHENG G. (1993), *Hospitality investment return, risk and performance indexes: a ten-year examination. Conference Proceeding, 1993 Annual meeting of the Council on Hotel, Restaurant and Institutional Education*, Chicago IL.

ZHENG, T., FARRISH, J., LEE, M.L., YU, H. (2013), *Is the gaming industry still recession-proof? A time series with intervention analysis of gaming volume in Iowa*, in *International Journal of Contemporary Hospitality Management*, Vol. 25 No. 7, 1135–1152.