Stefano Bozzi

IL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE NELLE SOCIETÀ QUOTATE

Struttura del board, corporate governance e creazione di valore

FrancoAngeli

I lettori che desiderano informarsi sui libri e le riviste da noi pubblicati
possono consultare il nostro sito Internet: *www.francoangeli.it* e iscriversi nella home page
al servizio “Informatemi” per ricevere via e-mail le segnalazioni delle novità.

Stefano Bozzi

IL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE NELLE SOCIETÀ QUOTATE

Struttura del board, corporate governance e creazione di valore

FrancoAngeli

Copyright © 2018 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy.

L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito www.francoangeli.it.

A Nicola,
l'amico di una vita

INDICE

Introduzione pag. 11

1. Il Consiglio di Amministrazione nella governance dell'impresa. Profili teorici e sistema normativo » 15
1.1. Il Consiglio di Amministrazione nella teoria dell'impresa » 15
1.2. Il ruolo del Consiglio di Amministrazione » 19
1.3. Le caratteristiche del Consiglio di Amministrazione come variabile endogena » 22
1.4. Regolamentazione, best practices e Codici di Autodisciplina » 26
1.5. Caratteristiche e criticità del Consiglio di Amministrazione » 29
1.6. L'analisi empirica su un campione di imprese italiane » 31

2. La dimensione del Consiglio di Amministrazione » 34
2.1. Le determinanti della dimensione del CdA: fondamenti teorici » 34
2.2. La dimensione del Consiglio di Amministrazione nelle imprese quotate italiane » 36
2.3. La dimensione del CdA nelle imprese quotate italiane: analisi multivariata e variazioni intervenute successivamente alla crisi del 2007 » 43
2.4. Un approfondimento delle determinanti della dimensione del CdA nelle imprese quotate italiane » 47
Appendice. Analisi di robustezza dei risultati relativi alle determinanti della dimensione del CdA (Tabella 2.7) » 54

3. La composizione del Consiglio di Amministrazione pag. 59
3.1. La composizione del Consiglio di Amministrazione: profili teorici » 59
3.2. La composizione del Consiglio di Amministrazione in un contesto caratterizzato da concentrazione azionaria » 63
3.2.1. Gli amministratori indipendenti in un contesto caratterizzato da concentrazione azionaria » 65
3.2.2. Gli amministratori di minoranza in un contesto caratterizzato da concentrazione azionaria » 66
3.3. La composizione del Consiglio di Amministrazione: profili regolamentari e di autodisciplina » 69
3.3.1. La disciplina del Codice Civile e del TUF » 69
3.3.2. Le disposizioni del Codice di Autodisciplina » 70
3.4. Analisi della composizione del Consiglio di Amministrazione nelle imprese quotate italiane » 75
3.5. La composizione del CdA nelle imprese quotate italiane: analisi multivariata e variazioni intervenute successivamente alla crisi del 2007 » 89
3.6. Un approfondimento delle determinanti della composizione del CdA nelle imprese quotate italiane » 92
3.7. La relazione tra dimensione e composizione del Consiglio di Amministrazione e il valore delle imprese quotate italiane » 95
3.7.1. Dimensione del CdA e valore dell'impresa » 95
3.7.2. Composizione del CdA e valore dell'impresa » 98
3.7.3. Dimensione e composizione del CdA e valore dell'impresa nelle società quotate italiane: analisi monovariata » 99
3.7.4. Dimensione e composizione del CdA e valore dell'impresa nelle società quotate italiane: analisi multivariata » 103
Appendice. Analisi di robustezza dei risultati relativi alle determinanti della composizione del CdA (Tabella 3.16) » 109

4. La presenza del genere femminile nei Consigli di Amministrazione » 111
4.1. Introduzione » 111
4.2. La presenza femminile nel Consiglio di Amministrazione. Profili teorici » 112
4.3. Le iniziative per favorire una maggiore presenza di donne nei Consigli di Amministrazione » 118

4.3.1. Iniziative promosse dagli Stati Membri UE pag. 119
4.3.2. Le "quote rosa" nella normativa italiana » 120
4.4. Analisi della composizione per genere del Consiglio di Amministrazione nelle imprese quotate italiane » 124
4.4.1. Quote rosa e dimensione delle società » 126
4.5. Ruolo e remunerazione delle donne nelle società quotate italiane » 129
4.5.1. Cariche societarie e rappresentanza di genere » 130
4.5.2. Rappresentanza di genere nei comitati endoconsiliari » 133
4.5.3. Remunerazione dei componenti del CdA per genere di appartenenza » 135
4.6. Le determinanti della presenza delle donne nei CdA delle imprese quotate italiane » 138
4.6.1. Analisi multivariata e variazioni intervenute successivamente al 2007 » 138
4.6.2. Un approfondimento delle determinanti della composizione del CdA nelle imprese quotate italiane » 140
4.6.3. La relazione tra il peso del genere femminile in CdA e il valore delle imprese quotate italiane » 142

Conclusione » 148

Bibliografia » 151

INTRODUZIONE

Una delle conseguenze dei grandi scandali finanziari che hanno caratterizzato l'inizio del millennio è stata l'avvio di un processo di riforme che ha influito in modo significativo sulla *corporate governance* delle società quotate.

Sull'onda emotiva di tali scandali, molte delle idee che per lungo tempo erano state oggetto di discussione come possibili *best practices* hanno acquisito rinnovato vigore, e sono state quindi recepite nelle raccomandazioni dei codici di *corporate governanc*e, se non addirittura tradotte in specifici requisiti di legge (il caso più emblematico al riguardo è la Sorbanes-Oxley varata nel 2003 negli Stati Uniti).

A tale proposito, oggetto di particolari attenzioni è il Consiglio di Amministrazione. Esso riveste un ruolo centrale nel sistema di governo delle società e rappresenta pertanto il focus di ogni codice di *best practice* e di ogni progetto di riforma del diritto societario (Belcredi e Caprio 2003).

Nello specifico contesto italiano, la riforma delle società di capitali varata nel 2003 ha portato all'introduzione di due nuovi modelli di governo societario – il modello dualistico e il modello monistico – che si sono dunque affiancati al modello tradizionale, ad oggi ancora il più diffuso tra le società. A questa novità "strutturale" ha poi fatto seguito la legge sul risparmio del 2005[1], attraverso la quale è stato esteso al CdA delle società quotate il meccanismo per l'elezione di amministratori di minoranza ed introdotta in via obbligatoria, sempre nelle società quotate, la presenza in CdA di amministratori indipendenti. Più di recente, la cosiddetta normativa sulle "quote rosa"[2] ha previsto quote di genere all'interno del CdA, allo scopo di riequilibrare la presenza femminile negli organi di governo delle società quotate.

[1] D.lgs. 262/2005, successivamente integrato dal D.lgs. 303/2006.
[2] Legge 120/2011.

Parallelamente, progressivi aggiustamenti hanno subito anche i principi di *best practices* proposti dal Codice di autodisciplina, che per primo ha introdotto un'articolazione dei ruoli nell'ambito del CdA distinguendo tra amministratori esecutivi, non esecutivi e indipendenti (Bianchini e Di Noia 2010).

Nell'arco degli ultimi quindici anni, la stratificazione di norme e principi aventi per oggetto il CdA ha dunque determinato una significativa rivisitazione del ruolo, delle funzioni e della composizione di tale organo.

Tale evoluzione è coerente con l'affermazione di una moderna concezione del Consiglio di Amministrazione (Ferrarini 2010), in cui il ruolo del *board* non è circoscritto alla gestione "diretta" dell'impresa – che al crescere della dimensione aziendale è oggetto di deleghe sempre più ampie a favore del CEO – ma è arricchito di altre due funzioni caratterizzanti, e cioè da un lato il monitoraggio sui principali aspetti della gestione e dell'organizzazione aziendale – ivi compresa la nomina e la revoca degli amministratori esecutivi, nonché la verifica della rispondenza delle scelte da questi operate all'interesse degli azionisti – e dall'altro quella di supporto all'attività decisionale del management attraverso lo specifico patrimonio di conoscenze e competenze proprio di ciascun membro del *board*.

L'ampia letteratura sul tema, spesso di matrice anglosassone, ha approfondito lo studio delle caratteristiche del CdA, delle sue determinanti e la relazione tra tali caratteristiche e la creazione di valore per gli azionisti.

Il presente lavoro nasce con l'intento di estendere tali analisi alla realtà delle società quotate italiane, nella consapevolezza che le problematiche di *corporate governance*, e con esse l'efficacia delle soluzioni che vengono prospettate, sono specifiche del contesto economico ed istituzionale in cui sono calate.

Specifico è il ruolo degli amministratori indipendenti, che nel modello anglosassone è rivolto principalmente a mitigare i conflitti d'interesse tra azionisti e management, mentre in un contesto con elevata concentrazione azionaria viene esteso ai possibili conflitti tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza.

Specifico è il caso degli amministratori di minoranza – figura sostanzialmente sconosciuta nel panorama internazionale della *corporate governance* – la cui elezione nel CdA delle società quotate italiane è espressamente regolata per legge.

Specifico è il caso delle quote di genere, introdotte in Italia attraverso una norma di legge, alla quale ha fatto seguito un tasso di crescita della rappresentanza femminile nel CdA delle società quotate tra i più elevati in Europa.

Alla luce di tali specificità si ritiene dunque utile approfondire le caratteristiche del Consiglio di Amministrazione delle società quotate italiane. L'analisi, basata su un campione di società quotate alla Borsa Valori di Milano nel periodo 2007-2015, ha per oggetto la dimensione del *board*, il peso degli amministratori non esecutivi, degli amministratori indipendenti e degli amministratori di minoranza e la rappresentanza di genere.

In particolare, il Capitolo 1 delinea il ruolo del CdA nell'impresa moderna alla luce delle principali teorie economiche, dell'attuale normativa e dei principi di *best practices* recepiti nel Codice di autodisciplina delle società quotate.

Il Capitolo 2 illustra l'evoluzione nel tempo delle dimensioni del CdA delle società quotate italiane e ne esplora le principali determinanti economiche.

Il Capitolo 3 è dedicato all'analisi della composizione del *board*, e cioè del peso in CdA degli amministratori non esecutivi, indipendenti e di minoranza. Tale capitolo presenta inoltre un'analisi empirica della relazione tra dimensioni e composizione del CdA e valore delle imprese.

Il Capitolo 4 è infine dedicato allo studio della rappresentanza di genere in CdA. In particolare, vengono illustrati gli effetti prodotti dalla normativa sulle "quote rosa" sulla composizione del CdA e analizzata la relazione tra peso delle donne nel *board* e valore dell'impresa.

Un sincero ringraziamento per i preziosi consigli che hanno portato alla realizzazione di questo libro va a Carmine Di Noia, Commissario CONSOB, a Marcello Bianchi di ASSONIME e a Massimo Belcredi dell'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano.

Gli eventuali errori presenti nel libro sono ovviamente di esclusiva responsabilità dell'Autore.

1. IL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE NELLA GOVERNANCE DELL'IMPRESA. PROFILI TEORICI E SISTEMA NORMATIVO

1.1. Il Consiglio di Amministrazione nella teoria dell'impresa

Il Consiglio di Amministrazione rappresenta il più importante strumento di *governance* dell'impresa moderna. Nella teoria dell'impresa, il ruolo che tale organismo è chiamato a svolgere è duplice, e consiste da un lato nell'attività di monitoraggio dei comportamenti del management; dall'altro, nell'attività decisionale su questioni di carattere strategico ed organizzativo.

La funzione di monitoraggio svolta dal CdA viene inquadrata da Fama (1980) nell'ambito della più generale attività di controllo reciproco svolta dal management dell'impresa. Ciascun manager ha un incentivo a monitorare e massimizzare la performance degli altri manager da lui coordinati e diretti, a causa dell'impatto che questa può avere sui risultati che egli è chiamato a raggiungere. D'altra parte, l'attività di monitoraggio si sviluppa anche dal basso verso l'alto, e cioè da ciascun manager nei confronti dei propri responsabili, e più in generale dell'intero gruppo manageriale dal quale egli dipende, in quanto la possibilità di individuare manager inefficienti e sostituirsi ad essi può rappresentare un'importante opportunità per avanzamenti di carriera.

Il monitoraggio reciproco rappresenta dunque un importante meccanismo di disciplina dei comportamenti individuali del management. In tale schema, la principale funzione del *board of directors* consiste nel coordinamento di questo sistema di monitoraggio, allo scopo di indirizzarne gli obiettivi verso la massimizzazione della performance dell'impresa. Dall'analisi di Fama emergono inoltre alcune indicazioni circa la composizione ottimale del *board.* Il problema del *free riding* che caratterizza le grandi imprese a proprietà diffusa porta ad escludere che il *board* possa essere dominato dai principali azionisti: ciascuno di essi, infatti, non avrebbe l'incentivo ad esercitare un controllo diretto sulla gestione, in quanto chiamato a sostenere interamente il costo del

monitoraggio, a fronte di un vantaggio (quello dell'eventuale maggiore efficienza della gestione) che è invece ripartito tra tutti gli azionisti dell'impresa.

Secondo Fama (1980), i candidati naturali a partecipare al *board* sarebbero quindi i top manager l'impresa, affiancati da *outside directors* – soggetti dotati di elevata professionalità ma non coinvolti direttamente nella gestione dell'impresa – la cui funzione sarebbe quella di prevenire possibili comportamenti collusivi a discapito dell'interesse degli azionisti.

Una maggiore articolazione dei ruoli e dei compiti svolti dal CdA è elaborata da Fama e Jensen (1983), che individuano le quattro funzioni principali che compongono l'attività direzionale: *a*) la formulazione di proposte per l'utilizzo delle risorse e per la strutturazione dei relativi contratti (*Initiation*); *b*) la scelta di quale tra le differenti proposte deve essere realizzata (*Ratification*); *c*) l'esecuzione delle decisioni prese (*Implementation*); *d*) la misurazione della performance degli agenti che hanno curato la formulazione e la realizzazione delle proposte e la definizione degli incentivi ad essi spettanti (*Monitoring*). Secondo questa articolazione, l'attività del top management aziendale viene dunque ricondotta a due funzioni principali: da un lato, quella di *decision management*, che si sostanzia nella definizione e implementazione delle decisioni di carattere operativo e strategico (*Initiation* e *Implementation*); dall'altro, la funzione di *control management*, che invece consiste nella ratifica e nel monitoraggio delle decisioni prese dal management esecutivo dell'impresa (*Ratification* e *Monitoring*).

Queste attività, secondo Fama e Jensen, sono cruciali in presenza di separazione tra proprietà e controllo dell'impresa, in cui: *a*) le informazioni e le conoscenze necessarie per prendere decisioni sono diffuse tra molteplici soggetti nell'ambito dell'organizzazione; *b*) la proprietà azionaria del management è limitata sia dagli elevati costi in termini di inefficiente diversificazione del rischio che una maggiore partecipazione comporterebbe, sia dagli ingenti capitali necessari allo svolgimento dell'attività economica; *c*) la proprietà azionaria è diffusa tra un numero elevato di azionisti che hanno limitati incentivi a controllare l'attività svolta dai manager. In queste condizioni, in ogni livello organizzativo dovrebbe essere riprodotta la separazione tra l'attività di *decision management* e quella di *control management*, al fine di ridurre i comportamenti opportunistici del management e indirizzarli verso la creazione di valore per l'impresa e i suoi azionisti.

Il Consiglio di Amministrazione rappresenta, in questo schema, l'apice della struttura di controllo, il cui compito principale è quello di vigilare sull'operato del top-management e di indirizzarne l'attività verso il perseguimento degli obiettivi strategici dell'impresa. Come osservato da Williamson (1988), così concepito il Cda non è tanto un organo di controllo reciproco

dei manager, come invece teorizzato da Fama (1980), quanto piuttosto uno strumento a tutela degli azionisti dell'impresa.

Un'ulteriore interpretazione del ruolo e delle funzioni del Consiglio di Amministrazione è offerta dalla teoria dei costi di transazione (Williamson 1984). Tale teoria si concentra prevalentemente sulle inefficienze legate all'incompletezza dei contratti che caratterizza gli scambi che sono alla base dell'attività dell'impresa, e quindi sui meccanismi che possono incrementarne l'efficienza. L'attività economica si fonda infatti su una serie di scambi commerciali, in cui l'oggetto delle reciproche prestazioni è spesso caratterizzato da una complessità talmente elevata da non poter essere completamente incorporata nel contratto che regola ciascuno scambio. La possibilità che la prestazione finale possa divergere rispetto a quella attesa porta dunque ciascuna delle parti a premunirsi nei confronti di possibili inadempienze della controparte, attraverso condizioni contrattuali differenti, e meno efficienti per l'economia complessiva dello scambio, rispetto a quelle offerte in condizioni di certezza della prestazione.

In particolare, Williamson prevede tre tipologie di strumenti a tutela dell'efficienza dei contratti: *a*) la predisposizione di incentivi al regolare adempimento dei contratti; *b*) apposite strutture di *governance* atte a risolvere le eventuali dispute tra i contraenti; *c*) comportamenti ripetuti che segnalino l'intenzione reciproca di stabilità nel rapporto contrattuale. Qualora non sia possibile, o economico, predisporre tali tutele, coloro che sostengono il rischio legato alla possibile cessazione del contratto dovrebbero avere la possibilità di partecipare agli organi di governo dell'impresa.

L'esistenza stessa e il ruolo affidato al Consiglio di Amministrazione sono dunque inquadrati in questo schema. Gli azionisti nel loro complesso, infatti, attraverso il versamento del capitale sociale fanno un investimento specifico e permanente che giungerà a soluzione soltanto in occasione della liquidazione della società. Inoltre, con il conferimento del capitale, gli azionisti perdono il controllo diretto sul capitale, sicché stabilire delle garanzie specifiche in merito ai possibili impieghi e destinazioni di tale capitale è praticamente impossibile[1]. Ecco allora che il Consiglio di Amministrazione emerge come una struttura di *governance* la cui principale finalità è la salvaguardia di coloro che sostengono un rischio diffuso e significativo di espropriazione, dato che il capitale conferito, per sua natura, non può essere tutelato attraverso specifiche e definite clausole contrattuali. Il Consiglio di

[1] E infatti, affinché un tal contratto possa essere scritto, occorrerebbe conoscere con certezza ed esattezza le modalità con cui investire in modo redditizio il capitale, ciò che è in aperta contraddizione con la natura rischiosa del capitale.

Amministrazione rappresenta dunque il principale strumento di *governance* a tutela dell'investimento realizzato dagli azionisti.

Ad integrazione di tale strumento può poi essere predisposta una serie di misure complementari, quali vincoli alle modalità d'impiego dei capitali e norme finalizzate ad incrementare la *disclosure*, favorendo così l'attività di monitoraggio da parte del Consiglio e, in ultima istanza, degli azionisti. A tale ambito appartiene anche l'istituzione di un comitato *audit* che individui e monitori i rischi dell'impresa, come pure la certificazione dei bilanci e dei documenti contabili (Williamson 1984).

Tale impostazione non è tuttavia completamente esente da critiche, incentrate prevalentemente sul ruolo del mercato azionario. La teoria di Williamson si fonda infatti sulla considerazione che, sebbene il singolo azionista possa liberamente vendere la sua partecipazione nell'impresa, e dunque svincolarsi agevolmente e senza costi dal "contratto" con l'impresa, ciò non è vero per gli azionisti nel loro complesso, il cui investimento è vincolato in modo permanente fino alla liquidazione dell'impresa. A tale proposito, Freeman e Evan (1991) osservano che il capitale raccolto dall'impresa non è, nella maggior parte dei casi, oggetto di contrattazione diretta tra l'impresa e l'insieme degli azionisti, bensì il frutto di una serie di scambi individuali sul mercato azionario, senza che vi sia necessariamente la società come controparte. In queste condizioni, quindi, diventa difficile inquadrare l'investimento azionario come un contratto con elevati costi di transazione, da tutelarsi necessariamente attraverso forme di partecipazione al Consiglio di Amministrazione.

Gli stessi Freeman e Evan (1991) riconoscono tuttavia come tale schema possa validamente applicarsi al caso di azionisti con elevate quote di partecipazione nell'impresa. In questi casi, infatti, lo sconto sul prezzo che l'azionista dovrebbe probabilmente subire qualora volesse cedere per intero il pacchetto di partecipazioni in suo possesso, rappresenterebbe un consistente costo di transazione, a fronte del quale quelle tutele previste da Williamson trovano valido fondamento. Pertanto, in contesti caratterizzati da elevata concentrazione della proprietà azionaria, la rappresentanza in Consiglio di Amministrazione dei cosiddetti *blockholders*, e cioè degli azionisti con elevate quote di partecipazione nella società, rappresenta effettivamente uno strumento per ridurre i costi di transazione e per conferire maggiore efficienza al contratto di finanziamento dell'impresa.

La teoria dei costi di transazione rappresenta un valido strumento anche per l'interpretazione della composizione del Consiglio di Amministrazione. Un esempio a tale proposito è fornito dalla partecipazione dei lavoratori al CdA. A differenza dei lavoratori non specializzati, che possono lasciare

l'impresa senza che emergano elevati costi di transazione, nel caso di lavoratori ad elevata specializzazione, che abbiano quindi investito il proprio capitale umano nell'impresa, l'eventualità di dover prestare il proprio lavoro in un'altra impresa è associata ad elevati costi, per i quali richiederanno, in assenza di opportune forme di rassicurazione, una remunerazione più elevata; d'altra parte, se tali lavoratori specializzati rappresentano un importante fattore competitivo, l'impresa sarà portata a riconoscere tale maggiore remunerazione e, dunque, ad avere una struttura di costi meno efficiente. Ecco allora che la partecipazione dei lavoratori (o meglio, di loro rappresentanti) a specifiche strutture di *governance*, o allo stesso CdA dell'impresa, rappresenta una forma di rassicurazione che, attraverso il superamento delle asimmetrie informative tra management e lavoratori, conferisce maggiore stabilità al rapporto, riducendo così il premio richiesto dai lavoratori e i costi sostenuti dall'impresa.

Un esempio analogo è dato dai fornitori strategici dell'impresa, ai quali sono richiesti investimenti strettamente legati alla specifica attività dell'impresa, che andrebbero dunque perduti nel caso in cui il contratto di fornitura dovesse essere interrotto. Anche in questo caso, il premio in termini di maggiori prezzi praticati dal fornitore per l'eventualità di un'interruzione del rapporto potrebbe essere mitigato da apposite strutture di *governance* che consentano di ridurre gli ambiti di rischio, come ad esempio accordi che prevedano di dirimere eventuali controversie attraverso arbitrati, in luogo del ricorso alla giustizia ordinaria. La partecipazione al CdA di fornitori particolarmente rilevanti, sia in termini di volume di business che di investimenti specifici richiesti, rappresenterebbe pertanto una forma di condivisione di informazioni e di mitigazione delle asimmetrie informative, con positivi risvolti sull'efficienza del rapporto tra tali fornitori e l'impresa.

1.2. Il ruolo del Consiglio di Amministrazione

Definire le funzioni effettivamente svolte dal CdA nella pratica aziendale è assai arduo, a causa delle molteplici dimensioni che possono influenzare l'attività e il ruolo di tale organo (Belcredi e Caprio 2003).

Innanzitutto va sottolineato come, nello specifico contesto giuridico italiano, il Consiglio di Amministrazione è soltanto una delle forme che l'organo di gestione della società può assumere, sebbene quella più diffusa. Esso infatti rappresenta l'organo gestorio nell'ambito del c.d. sistema tradizionale (altrimenti detto dualistico orizzontale), nominato dall'assemblea unitamente al collegio sindacale, al quale è invece affidata la funzione di control-