

UNIVERSITA' DELLA CALABRIA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE AZIENDALI E GIURIDICHE

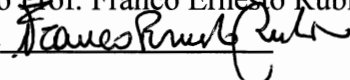
UNIVERSITÀ DELLA CALABRIA

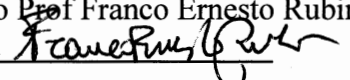



Dottorato di Ricerca in Scienze Economiche ed Aziendali
XXX Ciclo

Corporate Governance e Gender Diversity in Italia

Settore Scientifico Disciplinare SECS P07

Coordinatore: Ch.mo Prof. Franco Ernesto Rubino
Firma 

Supervisor/Tutor: Ch.mo Prof. Franco Ernesto Rubino
Firma 

Dottorando: Dott.ssa Francesca Aura
Firma 

INTRODUZIONE.....	4
CAPITOLO I.....	6
CORPORATE GOVERNANCE.....	6
1.1 Considerazioni introduttive.....	6
1.2 Gli studi e il dibattito.....	10
1.3 Le teorie manageriali.....	13
La agency theory.....	14
La transaction cost economics theory.....	22
La stewardship theory.....	31
La stakeholder teory.....	32
1.4 Caratteristiche di Governance.....	34
1.5 Best Practices.....	39
1.6 I modelli di Governance.....	41
Il sistema Dualistico.....	42
Il sistema Monistico.....	44
1.7 Il consiglio di Amministrazione e composizione del Board.....	46
Il Lead Independent Director:.....	51
CAPITOLO II.....	53
BOARD DIVERSITY:.....	53
2.1 Board diversity: un’analisi della letteratura.....	53
2.2 Gender diversity.....	58
2.3 Review della letteratura.....	61
2.4 La questione Gender.....	73
2.5 Legislazione sulle Quote Rosa in Europa.....	76
GEI Gender Equality Index.....	81
2.6 La Legge Golfo-Mosca N.120/2011.....	82
Perché più donne nel mercato del lavoro?.....	90
2.7 Critiche alla legge Golfo-Mosca.....	93
CAPITOLO III.....	97
ANALISI EMPIRICA.....	97
3.1 Considerazioni iniziali.....	97
3.2 Raccolta dati e costruzione del campione.....	98
3.4 Reserch Question:.....	103
3.5 La metodologia di ricerca.....	105

3.6 Variabili investigate	106
3.7 Specificazione del modello	110
3.8 Analisi dei risultati verifica delle ipotesi	111
CONCLUSIONI	120
BIBLIOGRAFIA	123

INTRODUZIONE

Il presente lavoro focalizza la sua attenzione sulla composizione del governo aziendale e sulla *gender diversity*. Questi temi hanno da sempre ricoperto un ruolo importantissimo nel mondo della ricerca accademica, e non solo.

La “*Gender diversity*” intesa come presenza di individui di genere femminile nel mondo del lavoro.

Punto di partenza dell’elaborato è lo studio degli effetti dell’introduzione della legge Golfo-Mosca in Italia (dal 2012), sulla composizione del governo aziendale, che ha obbligato la presenza del genere femminile nei *board* italiani.

In altri paesi come la Norvegia, la legge sulle quote di genere è presente dai primi anni del 2000 e in altri non è ancora entrata in vigore e forse non succederà mai.

Il presente lavoro si apre con una *review* della letteratura, sulla “*Corporate Governance*” e sulla “*Gender diversity*” nel panorama italiano.

La “*Gender diversity*” è un tema chiave in Italia, paese che storicamente ha avuto il minimo di partecipazione femminile nel mondo del lavoro. Oggi in effetti dal momento in cui si è iniziato a parlare di quote di genere in Italia la percentuale di donne presente nei *board* sta crescendo.

Attraverso questo studio ci si è posto l’obiettivo di indagare l’effetto che la composizione del *board* delle società Italiane quotate ha sulle diverse performance d’impresa.

Motivo di studio e di approfondimento di tale tematica è dettata dal fatto che si vuole capire se, il mercato incoraggi o scoraggi l'attuazione della Legge Golfo-Mosca o meno, anche in relazione ai risultati aziendali raggiunti.

Nello specifico il lavoro si articola su tre capitoli.

I primi due riguardano l'analisi della letteratura, e nello specifico viene stilata una rassegna delle principali teorie d'impresa, ed un apprendimento della Legge Golfo-Mosca con lo studio dei relativi limiti e criticità.

Nel terzo capitolo si sviluppa un'analisi empirica attraverso l'utilizzo di dati *Panel* su un campione di aziende Italiane quotate, per valutare gli effetti della legge Golfo-Mosca sulle performance d'impresa. Lo studio è condotto su intervallo di tempo che va dal 2009 al 2015 per un totale di 197 aziende.

Motivo di scelta di tale periodo temporale, trova giustificazione nel fatto che si vanno ad esaminare i tre anni precedenti l'introduzione della legge Golfo-Mosca (2012) e i tre successivi; in tal modo si riescono a valutare se ci sono effetti significativi o meno dopo l'entrata in vigore della Legge.

L'analisi è condotta in linea con la letteratura esistente, che mostra risultati ancora contrastanti sull'effetto della presenza delle donne nei *board* aziendali.

CAPITOLO I

CORPORATE GOVERNANCE

1.1 Considerazioni introduttive

Nell'ultimo ventennio la tematica degli assetti di *Governance* delle imprese, riveste negli studi della letteratura economico-aziendale e non, un ruolo importante al punto di essere considerata un argomento di ricerca rilevante all'interno del panorama economico, politico, sociale e manageriale. È cresciuta notevolmente l'attenzione verso questo argomento da parte di economisti, studiosi, *managers*, investitori e addirittura di legislatori e policy makers, tanto da risultare interessante indagare anche il motivo che ha condotto gli studiosi ad occuparsi di questo argomento. L'attenzione verso questa tematica va riconosciuta sicuramente, nella tutela dei diritti degli azionisti e di tutti gli *stakeholder*, che ha posto la questione al centro di un dibattito che si protrae ormai da più di vent'anni, tra studiosi di matrice economica e giuridica. Inoltre, si possono trovare una serie di cause che hanno spinto ad una riflessione profonda, verso quelli che erano considerati i meccanismi di governo dell'impresa. Già negli anni 30, famosi per la crisi di Wall Street, la letteratura propone uno dei contributi più rilevanti in questo ambito, definito, "pietra miliare", di questi studi, ad opera di Berle e Means¹: (*The Modern Corporation and Private Property*, 1932, seguiranno contributi come quello di Coase (1937), Penrose (1959), Williamson (1964), Alchian e Demsetz (1972), Drucker (1958). Ancora oggi lo studio della "*Corporate Governance*", assume

¹ Berle A. & Means G. C., *The Modern Corporation and Private Property*, 1932

un ruolo centrale nel mondo della ricerca nazionale e internazionale. Una giustificazione che aiuta a capire il perché, questo tema sia stato, ed è di notevole importanza, va sicuramente cercata nei fallimenti di grandi colossi mondiali considerati scandali finanziari eclatanti degli ultimi 10-15 anni, come Enron, Barings Bank, Royal Ahold, Parmalat, Cirio, per citarne qualcuno. Scandali finanziari, verificatisi con intensità e in situazioni differenti, in un arco di tempo estremamente concentrato, tanto da far vacillare, quelle che erano le convinzioni, sul tema della “*Governance*” delle imprese, a livello internazionale e nazionale, evidenziando i c.d. “*Corporate Malpractices*”; scandali che hanno evidenziato i sistemi di “*Corporate Governance*”, come vitali per il corretto funzionamento dell’intero sistema economico. Come conseguenza a tutto questo è partita una nuova “ondata regolatrice”² nella maggior parte dei paesi industrializzati, a partire dalla *Sarbanes-Oxley Act* negli Stati Uniti fino ad arrivare alla riforma italiana sul risparmio L.262 del 2005, tutto finalizzato ad un sistema migliore che permettesse agli investitori certezze concrete.

E’ dal 2002 che si assiste al maggior numero di interventi in materia di “*Corporate Governance*”, senza precedenti, in tutte le direzioni possibili.

Tuttavia maggiori contributi arrivano dagli Stati Uniti, ma anche l’Italia ha giocato il suo ruolo, non sottraendosi ad un processo di profonda revisione delle strutture e dei meccanismi di governo delle imprese. Si è voluto dare un segnale forte, mostrando la volontà di adeguarsi alle tendenze in atto, in tema di *Governance*.

²De Martini P. Demofonte S.

Una definizione di “*Corporate Governance*” per eccellenza ad oggi non esiste; e spesso si è finito per far coincidere la sua definizione con i problemi che essa pone e tenta di risolvere.

Il termine “*Governance*” è entrato ormai definitivamente nel linguaggio italiano, tanto da essere registrato nei dizionari della lingua stessa. L’espressione “*Corporate Governance*”, viene descritta dal Dizionario Hoepli come: “Il complesso dei criteri e delle norme di gestione e organizzazione di un’azienda³”.

Le prime definizioni in ambito economico-giuridico internazionale, arrivano a partire dagli anni 80; la locuzione “*Corporate Governance*” entra prepotentemente nel linguaggio di economisti, politologi, anglofoni e nella quotidianità delle imprese di grandi dimensioni.

L’Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), ha affermato che: la “Corporate Governance” si può definire come: “a set of a relationships between a company’s management, its board, its stakeholders, and other stakeholder. Corporate Governance also provides the structure through which the objectives of the company are set, and the means of attaining those objectives and monitoring performance are determined. Good corporate governance should provide proper incentives for the board and management to pursue objectives that are in the interests of the company and its shareholders and should facilitate monitoring⁴. (OECD 1999).

In questa definizione, si parla sia del tema degli incentivi da offrire ai membri del consiglio di amministrazione e ai *manager*, sia del fatto che una “*Corporate Governance*” efficace, aiuta a creare e a mantenere alto il grado di

³ www.hoepli.it/definizione/corporategovernance

⁴ OECD Principles of Corporate Governance

fiducia, condizione necessaria, per il buon funzionamento di una economia di mercato.

Secondo la Banca Centrale Europea (2004), *“The Corporate Governance structure specifies the distribution of rights and responsibilities among the different participants in the organisation – such as the board, managers, shareholders and other stakeholders – and lays down the rules and procedures for decision-making”*.

La definizione italiana del Codice Preda⁵, descrive la *“Corporate Governance”*, come: un insieme di regole, attraverso le quali l'impresa è gestita e controllata.

Lo scopo della *“Governance”* è di creare valore per l'azionista. Tra le molteplici definizioni, quella più utilizzata e semplice, è quella del *“Financial Aspects of Corporate Governance”*, meglio noto come *“Cadbury Report”*⁶, che è un codice di autodisciplina inglese, secondo cui la *“Governance”* è il sistema attraverso cui le imprese sono dirette e controllate.

Adam Smith nel 1776 in *“The Wealth of Nations”*, la descrive come: *The directors of such companies, however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private (firm) frequently watch over their own.*

In *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*, Luigi Zingales, definisce la *“Corporate Governance”*: *«the complex set of constraints that shape the ex-post bargaining over the quasi -rents generated by a firm⁷»*.

5 www.borsaitaliana.it

6 Il *“Financial Aspects of Corporate Governance”*, anche noto come *“Cadbury Report”*

7 Luigi Zingales *“The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law”*, (1998).

Gli studi che hanno dipinto il quadro della “*Corporate Governance*”, come già discusso innanzi, arrivano tuttavia, dal Regno Unito e dagli Stati Uniti, quindi da culture anglosassoni, ed è proprio da qui, che è partita l’evoluzione e lo studio di tale disciplina, sia in Italia che nel mondo.

1.2 Gli studi e il dibattito

All’inizio del XIX secolo, accade un avvenimento determinante ai fini dell’incremento degli studi relativi alla “*Corporate Governance*”: alcune società del Regno Unito e degli Stati Uniti d’America decidono di aprirsi al mercato dei Capitali, quotando le loro azioni. Infatti fino ad allora gli imprenditori facevano affari ricorrendo a diverse forme giuridiche, nessuna delle quali però prevedeva la responsabilità limitata per i debiti delle società. In questo scenario non era molto incoraggiante la partecipazione al capitale di rischio per gli investitori in quanto in caso di insolvenza della società vedevano la possibilità da parte dei creditori di rifarsi sui loro patrimoni e quelli dei loro familiari nel caso di insolvenza. Vi era quindi una perfetta coincidenza tra chi conferiva il capitale e l’imprenditore inteso come amministratore. L’avvenimento che vide l’apertura al mercato dei capitali con la quotazione delle relative azioni fu quindi rilevantissimo. Ed è proprio verso la metà del XIX secolo, quando si assiste alla nascita di nuove forme societarie non contemplate fino. Si assiste ad una ad una “graduale frammentazione” del capitale sociale. Tutto ciò implicò una serie di effetti: fra i più importanti vi è sicuramente l’incremento notevole del numero dei soci (azionisti), e quello si riguardante l’annullamento del legame tra azionisti e manager a cui è rimesso il compito di gestire l’impresa.

Per la prima volta l'ordinamento giuridico consente di poter porre in essere forme societarie aventi personalità giuridica è questo fra gli altri una delle motivazioni che giustifica il crescente interesse verso il tema della *Corporate Governance*.

Con la nascita delle società di capitali siamo di fronte ad un importante avvenimento storico infatti le società possono finalmente la titolarità dei diritti e la responsabilità legale che in precedenza potevano essere affidate alle sole persone fisiche.

Gli aspetti inerenti alla frammentazione del capitale sociale e alla separazione tra proprietà e controllo erano stati già oggetto di studio nel lontano 1932 ad opera di Berle e Means⁸ che considerano la frammentazione come un nuovo modo di esistere delle società caratterizzate da questa separazione tra *principal* ovvero colui che veste i panni del proprietario e *agent* ovvero colui che ne detiene il controllo. Operanti entrambi nella stessa realtà ma non sempre con gli stessi obiettivi. Mentre i proprietari mirano alla ricompensa e al ritorno economico, i manager puntano spesso a posizioni di prestigio potere e relativi successi personali. In questo concetto divergenza tra proprietario e agent è costruito un enorme dibattito su cui poggia lo studio della *Corporate Governance*

Dal loro contributo Berle e Means attraverso uno studio empirico relativo allo studio di tre grandi imprese quotate nel mercato azionario statunitense, quali Pennsylvania Road, American Telephone e Telegraph co, mostrano la presenza di una struttura proprietaria frazionata e assoggettata a improvvisi cambiamenti sia in termini del numero dei proprietari che in termini di concentrazione dell'azionariato. Ed è evidente la diversità degli obiettivi da

⁸ Berle A. & Means G. C., *The Modern Corporation and Private Property*, 1932

raggiungere relativi a proprietà e controllo. Questa divergenza di obiettivi tra *agent* e *principal* anche come nota come “problema di agenzia” porterà anch’essa ad un crescente interesse per la risoluzione di tale problema.

Dopo il contributo dei Bearle e Means in letteratura non si trovano lavori che spiccano relativi allo studio della *Corporate Governance*.

E’ doveroso citare, quello che accadde però nell’analisi della letteratura sulla *Corporate Governance*, a partire dagli anni settanta, quando lo studio comincia a focalizzarsi sul Consiglio di Amministrazione, ovvero quell’organo collegiale di cui si avvale l’imprenditore per l’espletamento delle attività di pianificazione, amministrazione, controllo coordinamento e per il perseguimento degli obiettivi quando ci si accorge che lo stesso Consiglio risultava ancora inefficace. Per cui gli studi sulla *Corporate Governance*, che risalgono agli anni Settanta, in particolare cambiano radicalmente, iniziano le prime indagini empiriche, relative alla composizione, ed al funzionamento del Consiglio d’Amministrazione, di alcune grandi imprese britanniche ed americane, che dimostravano il cattivo funzionamento dei CdA sia dal punto di vista della attività di controllo che di coordinamento. Per citarne qualcuna quella di Myles L. Mace, che rappresenta una delle prime indagini empiriche, che si sviluppa attraverso interviste ad amministratori delegati, consiglieri e presidenti del CdA di numerose grandi società americane, da cui emergono *boards* così dominati prepotentemente dal *management*, al punto da parlare di egemonia dei manager. La cosa interessante che emerse mostrava che i membri del CdA vivevano il loro incarico come un riconoscimento formale e non come un vero e proprio compito da svolgere diligentemente. Questo probabilmente perché i membri stessi del consiglio non valutavano i consiglieri in base ai

contributi effettivi che apportavano alla gestione del consiglio, ma si dava maggior peso al prestigio personale. Così la composizione del Board inizia a formarsi attraverso pratiche di conoscenza, quindi, con per la presenza di amici, parenti, conoscenti, dell'amministratore delegato. Un CdA così composto, si dimostrava del tutto incapace a svolgere i compiti demandatigli, quello che accadeva era un continuo passaggio delle operazioni più complicate, all'amministratore delegato stesso, limitando i propri interventi esclusivamente a suggerimenti.

1.3 Le teorie manageriali

Agli inizi degli anni novanta, il crescente sviluppo della dottrina americana in materia di "*Corporate Governance*", ha portato anche il legislatore italiano a rivedere il suo modello di "*Governance*".

Nella letteratura italiana, si mette fin da subito in evidenza che anche il termine stesso era di difficile interpretazione e non indicava un concetto univoco. La definizione era quasi sempre riferita alla realtà delle società quotate o delle grandi società per azioni, come se la "*Corporate Governance*", non attenesse al mondo delle imprese in generale.

Per "*Corporate Governance*", veniva inteso, un sistema di gestione dell'impresa, ovvero società per azioni, quindi di grandi dimensioni, con azionariato largamente diffuso⁹. Alcuni anni dopo, vennero chiariti gli obiettivi di un sistema di "*Corporate Governance*", che non si esauriscono solo nel comporre o prevenire conflitti di interessi interni alle imprese, ma si collocano anche sul piano macroeconomico.

⁹ Jaeger - P. Marchetti, *Corporate Governance*, (1997).

Analizzando la letteratura esistente in termini di “*Corporate Governance*” spesso si cade nell’errore di considerare lo studio della *Governance* come un tema di origine giovane. Niente di più sbagliato se guardiamo come già detto al contributo di Bearle e Means del 1932 e ancor di più se si guarda alle teorie sottostanti lo sviluppo della *Governance* nate in tempi molto più lontani, traendo spunto da una varietà di discipline quali law, business, finance, economics, accounting, business ethics. Seppure ancora oggi non sembra esistere ancora una vera e propria “*Corporate Governance theory*”.

Ma in realtà fu Adam Smith nel 1838 il primo a porre la questione della separazione in *The wealth of the Nations*¹⁰.

Tra le teorie che sono state studiate nel tempo per spiegare i meccanismi di *Corporate Governance* sono tante, fra quelle più importanti abbiamo:

- *la agency theory*;
- *la transaction cost economics theory*;
- *la stewardship theory*;
- *la stakeholder theory*.

Vediamo quali sono stati i contributi più rilevanti apportati da queste teorie alla “*Corporate Governance*”.

La agency theory

Una delle problematiche relative allo studio della “*Corporate Governance*” riguarda certamente quelli che sono i conflitti di interesse all’interno del board

¹⁰ Smith A., *The wealth of the Nations* (1838)

aziendale, quindi fra management e stakeholder, più nota come, problematica della separazione tra proprietà e controllo.

Quest'ultima rappresenta una delle principali questioni a cui è legata la letteratura in materia di *Governance*, come si può leggere nel lavoro di Jensen M. C. Meckling W. H., *Theory of the firm* (1976) *“Since the relationship between the stockholders and the managers of a corporation fits the definition of a pure agency relationship, it should come as no surprise to discover that the issues associated with the “separation of ownership and control” in the modern diffuse ownership corporation are intimately associated with the general problem of agency”*.

Secondo gli studi di Jensen e Meckling l'agency theory si sviluppa su due filoni il primo positivista e il secondo chiamato principal agent tutti e due però hanno in comune lo studio del contratto tra agente e principale ed entrambi i filoni risultano avere molte caratteristiche complementari.

Il filone dei positivisti parte dai contributi di Jensen e Meckling (1976) e di Fama e Jensen (1983). Mentre a sostegno del filone relativo al rapporto agent principal in cui si guarda più al rapporto tra gli *stakeholder* quali impiegati datori di lavoro clienti e venditori c'è un contributo del 1989 di Eisenhardt.

Il conflitto di interesse di cui tanto si scrive può essere riconducibile ad un fattore primo fra tutti che è il comportamento opportunistico delle parti, che tendono a massimizzare la propria utilità. L'opportunismo è innato nella natura dell'uomo, tale comportamento opportunistico non è eliminabile, ma può essere tuttavia limitato. In particolare vi possono essere due tipi di opportunismo:

- *selezione avversa* (opportunismo ex-ante) quando l'agente fornisce al principale informazioni erranee o incomplete sulle proprie capacità e competenze per farsi assumere.
- *azzardo morale* (opportunismo ex-post), costituito dal comportamento scorretto che l'agente mette in atto in presenza di asimmetrie informative e per via dell'incompletezza del contratto (specie nel caso in cui non sia verificabile se le parti hanno effettivamente adempiuto in modo corretto agli obblighi del contratto).

Sono inoltre presenti delle asimmetrie informative a favore dell'agente, in quanto esso è sicuramente a conoscenza di un maggior numero di informazioni rispetto al principale sul ruolo da svolgere, e può sfruttare queste asimmetrie informative tenendo comportamenti opportunistici. La relazione tra agente-principale è definita da Michael Jensen e William H. Meckling (1976) come “un contratto in base al quale una o più persone (principale) obbliga un'altra persona (agente) a ricoprire per suo conto una data mansione, che implica una delega di potere all'agente”. Questa come definizione è molto generale, e comprende qualsiasi relazione tra due individui, in cui uno dei due delega parte del proprio potere all'altro.

Jensen e Meckling ipotizzano inoltre anche un comportamento razionale delle parti, per cui se da un lato gli azionisti tenderanno alla massimizzazione del profitto dall'altro lato i *managers* rincorreranno benefici diversi, quindi come già detto risulterà complicato se non quasi impossibile arrivare in contemporanea al soddisfacimento degli obiettivi di entrambe le parti. I due autori suggeriscono delle soluzioni che il principale può adottare per limitare le

divergenze, cioè attraverso degli incentivi agli agenti, ma con il sostenimento di costi di agenzia dovuto al monitoraggio di questi comportamenti.

La teoria dell'agenzia suppone quindi, che i comportamenti opportunistici dell'agente non siano eliminabili, e che è praticamente impossibile che esso operi nell'interesse del principale; questo genera dei costi detti "*costi di agenzia*":

- costi di sorveglianza ed incentivazione necessari per orientare il comportamento dell'agente;
- costi di obbligazione che l'agente deve sostenere per assicurare il principale che non adotterà comportamenti opportunistici che lo possano danneggiare, ed eventualmente indennizzarlo;
- parte residua che è rappresentata dalla differenza tra l'utilità derivante dal comportamento effettivo dell'agente e l'utilità derivante dal comportamento che avrebbe dovuto tenere l'agente è auspicabile che attraverso il sostenimento dei costi si riesca anche ad allineare quelli che sono gli interessi dei manager con quelli degli azionisti.

Questi costi che sinteticamente vengono sostenuti per il monitoraggio dei comportamenti dei manager è auspicabile che siano anche utili ad allineare gli obiettivi di entrambe le parti.

Le attività relative al controllo dei comportamenti dei manager sono dette attività "*bonding*", nella fattispecie di garanzie contrattuali si bilanci, inquadrando la questione come una sorta di sistema di incentivi utili a deviare i comportamenti opportunistici.

Jensen e Meckling analizzano la questione della separazione tra proprietà e controllo e le differenti tipologie di azionariato. Lo scenario quando l'azionista

manager possiede il 100% del capitale della propria impresa rispetto a quando lo stesso manager azionista non ne detiene la totalità delle azioni relative a quell'impresa impresa,.

Nel primo caso di perfetta coincidenza tra azionista e manager non esistono problemi di agenzia, si lavorerà per soddisfare obiettivi economici e non.

Nel secondo caso entrano in gioco possibili costi di sorveglianza in quanto vi è la presenza di azionisti di minoranza dovuta al fatto che l'azionista manager non possiede la totalità delle azioni, e maggiore sarà la partecipazione al capitale dell'impresa da parte degli azionisti di minoranza, maggiore sarà la necessità di sostenere questi costi.

Detta così, la scelta di aprirsi al mercato dei capitali potrebbe sembrare ingenua e senza giustificazione, la separazione tra proprietà e controllo. Principalmente questo tipo di impostazione trova giustificazione nell'utilità che deriva all'azionista manager dovuta possibilità di investire in risorse diverse da quelle personali e con rendimenti più alti e di conseguenza maggiori rispetto ai costi di monitoraggio da sostenere. Anche Fama nel 1980 dà una giustificazione alla separazione tra proprietà e controllo spiegando che attraverso questa separazione si può rappresentare una forma di impresa efficiente se si guarda alla visione contrattualistica dell'impresa.

“Separation ownership and control can be explained as an efficient form economic organization with in the set of contract perspective”¹¹

La presenza sul mercato dei capitali diventa esso stesso un meccanismo di monitoraggio in quanto gli azionisti possono diversificare il loro rischio di impresa investendo in più imprese. E come per gli azionisti è importante il mercato dei capitali diventa estremamente importante per i manager il mercato

11 Fama 1980

del lavoro. In particolare si tratta del mercato dei potenziali nuovi manager, quest'ultimi, infatti, possono essere sostituiti in caso di performance aziendali che non soddisfano le aspettative degli azionisti.

Per i manager il meccanismo di valutazione del loro lavoro è importantissimo; come lo sono i meccanismi di valutazione dovrebbero essere direttamente collegati alla remunerazione ed agli incentivi. Infatti, quando il sistema di incentivi non è basato sulle performance, o non risponde in maniera efficace alla performance, l'impresa rischia di perdere i manager migliori, poiché essi saranno interessati a cercare un'altra impresa che, al contrario, valorizzi a pieno il loro lavoro.

“The outside managerial labor market exerts many direct pressures on the firm to sort and compensate managers according to performance. One form of pressure comes from the fact that an ongoing firm is always in the market for new managers. Potential new managers are concerned with the mechanics by which their performance will be judged, and they seek information about the responsiveness of the system in rewarding performance. Moreover, given a competitive managerial labor market, when the firm's reward system is not responsive to performance the firm loses managers, and the best are the first to leave”. Fama E. F. (1980).

Sempre seguendo la tesi di Fama anche all'interno del management stesso possiamo trovare un meccanismo di controllo. Abbiamo il *“topdown”* e il *“bottom-up”*.

Il *“topdown”* è il meccanismo di monitoraggio sull'operato dei manager di livello inferiore da parte dei top manager e viceversa il *“bottom-up”*.

I possibili contrasti tra i top manager possono essere invece risolti con l'inclusione di una figura l'amministratore indipendente che ne controlla la competizione

Quello che emerge è che affinché la vita aziendale sia positiva tutto deve partire da una buona composizione della base ovvero del "board", che affronteremo più avanti nello specifico.

Inoltre sempre Fama e Jensen affrontano il discorso relativo ai contratti fra principal e agent, che attribuiscono ai diversi agenti una funzione nel processo decisionale dell'impresa, definendo anche chi sono i cosiddetti "*residual claimant*" e stabilendo meccanismi di controllo del processo decisionale.

Il *residual claimant* è, riferibile tipicamente agli azionisti, ovvero chi sopporta il rischio d'impresa o *residual risk*, definito come il rischio che ci possano essere delle differenze tra le risorse possedute e le risorse dovute ai diversi stakeholder. In altri termini sono coloro che hanno diritto ai cosiddetti *free cash flow*, per meglio spiegarsi sono i flussi di cassa in eccesso generati dall'impresa rispetto a quelli necessari per finanziare investimenti con VAN positivo.

Il *decision process* è fatto di quattro fasi:

- *inizio*, delle proposte sull'utilizzo delle risorse;
- *ratifica*, che indica le proposte da accettate;
- *implementazione*, ovvero la fase di esecuzione delle proposte accettate;
- *monitoraggio*, misurazione delle performance.

Inizio e implementazione sono in generalmente attuate dallo stesso agente quindi la loro unione è definita come "*decision management*". Il "decision

control” è invece utilizzato per definire la combinazione delle fasi di ratifica e di monitoraggio.

I problemi del controllo in una relazione di agenzia sorgono quando gli agenti ai quali sono attribuiti i poteri di *decision management* non sono i principali *residual claimant* e perciò, non sopportano la maggior parte degli effetti delle proprie decisioni.

Quindi in conclusione si capisce che per un corretto sistema di *governance* caratterizzato da una netta separazione tra proprietà e controllo le fasi di ratifica e monitoraggio devono essere tenute distinte da quelle di “*decision management*”.

La concentrazione delle tre diverse funzioni in uno o pochi agenti è una caratteristica delle piccole imprese, quindi coloro i quali detengono il potere decisionale e chi detiene il controllo sono anche principali *residual claimant*. Ne sono un caso le piccole imprese familiari nelle quali i componenti della famiglia sono sia azionisti che manager. Questa soluzione appena descritta può essere utile e comunque efficiente, nel caso di piccole imprese con un grado di complessità bassissimi che non necessitano particolari conoscenze degli agenti che sarebbero costosissimi.

Quando invece parliamo di organizzazioni di grandi dimensioni dove invece vi è la separazione tra potere decisionale e chi sopporta il rischio d’impresa, la letteratura suggerisce il controllo di eventuali problemi di agenzia attraverso l’attribuzione ad agenti differenti delle due funzioni di management, inizio ed implementazione e controllo, ratifica e monitoraggio. In questo caso entrano in gioco alcuni fattori che possono ridurre i costi di agenzia, e cioè il ruolo delle conoscenze specifiche dei diversi agenti con funzioni decisionali, e la delega

dei poteri di controllo agli agenti nel caso di un azionariato diffuso. Questi fattori influiscono sul grado di efficienza della struttura di *Governance*; infatti la separazione del potere di gestione dal potere di controllo permette di utilizzare al meglio nel processo decisionale le conoscenze specifiche dei manager, e ne consente il loro monitoraggio a tutela degli interessi degli azionisti.

Il più importante strumento per controllare l'operato del management è il consiglio di amministrazione. Jensen e Meckling definiscono il consiglio di amministrazione come un efficace strumento per la riduzione del problema di agenzia in quanto:

- l'attività di controllo viene esercitata da più persone l'intero *board*, il che garantisce la separazione del potere di gestione da quello di controllo;
- il consiglio, sebbene sovente deleghi l'attività gestionale ad alcuni dei propri membri ad esempio i consiglieri esecutivi, mantiene il controllo sui delegati;
- poiché il consiglio di amministrazione è composto anche da amministratori indipendenti, i quali hanno la funzione di far emergere possibili problemi di agenzia nel rapporto tra manager ed azionisti, ad esempio sulla determinazione della remunerazione dei manager.

La transaction cost economics theory

Successivamente nel 1937 Coase scrive un saggio che in principio fu trascurato, ma verso la fine degli anni 70 destinato a una lunga fortuna e a far nascere l'approccio neo-istituzionalista alla teoria dell'impresa, cui ha contribuito anche Oliver E. Williamson.

L'impresa di cui si parla è sempre la stessa, cambia solo la prospettiva di cui si guarda. Ancora oggi non esiste la teoria per eccellenza onnicomprensiva, in grado di spiegare tutto quello che ruota attorno all'impresa. E' un approccio completamente diverso da quello classico e neoclassico economico. Coase nella sua Teoria dei Costi di Transazione, spiega in maniera semplice e diretta "perché le imprese nascono". Le imprese nascono perché l'attività economica si compone di scambi, l'uomo fin dall'epoca primitiva ha bisogno di scambiare risorse e beni e ancora adesso la teoria economica è fatta di scambi, scambi che tecnicamente vengono effettuati nel mercato e guidati dal meccanismo dei prezzi e questa è l'ottica che caratterizza il concetto classico e neoclassico. Coase a questo punto si chiede: ma se questo funziona nel mercato perché le imprese esistono? Perché crescono? perché ci sono situazioni di fusioni? Se bastano singole e piccole imprese allora perché ci sono Large Corporation e fenomeni di crescita dimensionale negli anni venti? Le imprese dovrebbero fare solo quella data cosa, come ad esempio assemblare dei pezzi comprati da altri sul mercato. La risposta ci viene fornita da Coase: *le imprese esistono per poter gestire in maniera ottimale i costi di transazione, ossia obiettivo dell'impresa è quello di minimizzare i costi appunto di transazione.*

La novità di questo approccio è che *l'impresa viene considerata come un istituzione alternativa al mercato.* Il concetto di istituzione (a partire dal Premio Nobel North, che ha introdotto il concetto di istituzione). L'istituzione è, non l'Istituzione Stato, ma si riferisce alle regole del gioco all'interno del mercato. Il fatto che qualcuno negli anni trenta iniziasse a parlare *di impresa come istituzione alternativa al mercato* era una grossa novità, rispetto al passato. Nel mercato le regole del gioco quindi le transazioni venivano stabilite

e gestite attraverso il meccanismo dei prezzi quindi era il lo stesso meccanismo a determinare se le transazioni andavano a buon fine o meno per cui all'interno di questa istituzione alternativa non c'era più il meccanismo dei prezzi, ma le transazioni venivano gestite dal potere/autorità di comando dei manager.

La transazione era considerata come una relazione economica, non è solo transazione quella dove un bene viene scambiato dietro il corrispettivo di denaro, ma è considerata una transazione/relazione anche quella che non riguarda lo scambio di bene contro denaro da qui si evince che nel concetto di transazione non c'è solo scambio di beni per denaro, ma è un concetto più ampio. Quindi transazione intesa come relazione, scambio di informazioni, relazioni sociali ecc.

All'interno del mercato abbiamo tanti singoli soggetti, che scambiamo tra di loro, quando c'è un'impresa il meccanismo è diverso. Ad esempio nel caso in cui un individuo volesse comprare una camicia dovrebbe cercare la stoffa, il filo chi è disposto a cucirgliela chi la confeziona ecc., tutta una serie di singoli scambi e transazioni, che avvengono sul mercato e che le imprese riescono a sintetizzare, quindi anziché costringere l'individuo alla ricerca di ogni singolo soggetto economico e attivare una serie di singole transazioni, rivolgendosi direttamente all'impresa produttrice che confeziona e vende la camicia. Ecco dimostrato come le imprese riescono a minimizzare i costi di transazione, allora Coase si pone un altro problema, se abbiamo un mercato con tante transazioni e nel mercato abbiamo soggetti economici che possono essere delle imprese, che al loro interno gestiscono delle transazioni, *allora non potrebbe esserci un'unica grande impresa che costituisce tutto il mercato?* La risposta che arriva da Coase è negativa, perché in realtà le imprese tendono ad

internalizzare le transazioni, quindi a svolgere delle transazioni che si potrebbero svolgere sul mercato al loro interno, fino a quando c'è un risparmio, cioè fino a quando il costo di transazione interno ovvero svolgere quell'attività all'interno, ha un costo inferiore, rispetto a quello che si sosterebbe se la transazione fosse sostenuta all'esterno. Questo spiega perché non si ha questa grande impresa che sostituisce il mercato in quanto si arriva ad un certo punto in cui si ha dimensione ottimale massima oltre la quale non conviene andare, ci si troverà di fronte a delle transazioni che non converrà internalizzare, ma che è opportuno lasciare sul mercato, anche per questo motivo le imprese crescono.

E quindi se i presupposti nel mondo classico e neoclassico erano:

- perfetta razionalità dell'imprenditore
- identità tra proprietario e manager;
- contratti completi.

Coase invece parte da questi presupposti però spiegando che anche venendo meno a questi assunzioni il suo modello funziona lo stesso. Mentre la risposta dal mondo classico riguarderebbe problemi tecnico amministrativi, Coase la guarda al punto di vista dei costi di transazioni definendo a questo proposito le imprese come: *un insieme di potere consapevole in un oceano di cooperazione inconsapevole*. Nelle imprese identifichi chi è il tuo capo c'è un ordine gerarchico ma poi in realtà, si attivano dei processi di potere inconsapevole che garantiscono il buon funzionamento della stessa. Quindi in conclusione possiamo dire che *la teoria dei costi di transazione* spiega le scelte di *make or buy*, svantaggi e vantaggi di un'impresa nell'intraprendere una scelta di fare piuttosto che di acquisire sul mercato.

Trent'anni dopo, dalla metà-fine anni sessanta, Williamson riprende le intuizioni di Coase e ne sviluppa l'impianto analitico, proponendosi di "operazionalizzare" la teoria, e di renderla utilizzabile a fini normativi e prescrittivi. Egli offre un contributo importante alla teoria dei costi di transazione in quanto offre delle coordinate interpretative per il modello teorico. Ad esempio ai fini delle decisioni delle autorità antitrust e di tutela della concorrenza in tema di processi di integrazione verticale, o delle decisioni degli attori economico-sociali in tema di strutture organizzative e di gestione delle transazioni in genere (incluse le transazioni di lavoro).

In effetti solitamente la nascita dell'economia dei costi di transazione come abbiamo accennato prima la si fa risalire a Coase, anche se in realtà questa teoria è diventata nota negli anni ottanta per via del lavoro di Williamson. Mentre la microeconomia classica prendeva l'impresa come una scatola nera "*black box*", la teoria dei costi di transazione, assieme ad altre teorie nate già negli anni cinquanta, nasce per cercare di capire come le imprese si organizzano al loro interno, e in particolar modo si concentra sulla dualità tra gerarchia (insieme delle regole formali che definiscono procedure e meccanismi di funzionamento proprie di una qualunque istituzione anche privata come l'azienda) e mercato (libertà di iniziativa lasciata ai singoli di agire anche se spinti dall'individualismo).

Egli parte spiegando che le transazioni hanno tre caratteristiche:

- 1- Il mutuo vantaggio;
- 2- il conflitto di interessi;
- 3- l'ordine e le regole.

Il primo per spiegare che in una relazione/scambio esistono dei vantaggi che derivano da altri, il secondo per far capire che in una transazione entrambe le parti cercheranno di trarre il maggior vantaggio anche a discapito degli altri: “opportunismo”, per finire pone l’attenzione sul bisogno di ordine e regole le transazioni non possono essere libere.

Vengono definiti quindi i costi che devono essere sostenuti per realizzare uno scambio, un contratto o una transazione economica in genere ovvero i **costi d’uso del mercato**. I rapporti che gli agenti economici instaurano sul mercato sarebbero infatti a costo nullo soltanto nel caso in cui l’informazione fosse perfetta, completa, distribuita in modo simmetrico, non esistesse incertezza e i contraenti fossero perfettamente razionali. In genere, invece, gli agenti devono sostenere costi: per instaurare i rapporti (costi di ricerca del contraente e dei servizi di intermediazione), per le trattative, per la definizione e stesura dei contratti (i costi di consulenti e avvocati) e per il controllo del rispetto degli accordi (costi di monitoraggio dell’attività delle parti e di *enforcement*). L’entità di questi costi dipende dal tipo di transazioni e in particolare:

- a) dal grado di specificità del capitale fisico e umano coinvolti;
- b) dall’incertezza;
- c) dalla frequenza delle transazioni.

Questa teoria individua quindi nell’entità di tali costi un elemento fondamentale nel sancire la relativa efficienza del mercato e dell’impresa come strumenti alternativi di coordinamento dell’attività economica. Il mercato sarebbe relativamente più efficiente in condizioni di certezza, non specificità del capitale e occasionalità delle transazioni mentre l’impresa appare più adatta a gestire transazioni complesse e ripetute nel tempo in presenza di incertezza.

In quest'ultimo caso, infatti, i costi d'uso del mercato sono rilevanti e l'organizzazione gerarchica (basata su relazioni di autorità e non sulla contrattazione) è più efficiente.

I costi che considera la teoria si dividono in due categorie:

- *costi di produzione*: tutti quei costi legati allo svolgimento di un'attività;
- *costi di transazione*: tutti quei costi legati all'organizzazione di un'attività, che si dividono, a loro volta, tra costi *ex ante* (prima della transazione) e costi *ex post* (dopo la transazione).

Detto in altro modo, i costi di transazione sono quei costi, quantificabili o meno, che nascono quando nasce "l'ipotesi" di uno scambio ed indicano sia lo sforzo dei contraenti per arrivare ad un accordo, sia - una volta che l'accordo sia stato raggiunto - i costi che insorgono per fare rispettare quanto stabilito.

I costi di transazione nascono a causa di tre problemi:

- *razionalità limitata*: non è possibile prevedere tutti i possibili casi che si possono presentare e il loro esito;
- *asimmetria informativa*: i contraenti non posseggono le stesse informazioni;
- *opportunismo, azzardo morale*: i contraenti sono inclini a perseguire il proprio interesse sopra ogni cosa anche a danno della controparte.

La conclusione a cui generalmente sono giunti gli autori che si sono occupati di costi di transazione è che la tendenza di moda negli anni settanta a ricorrere al "mercato" come forma privilegiata di motivazione e controllo del comportamento nelle grandi organizzazioni aziendali private aveva, di fatto, generato perdite anziché utili dal punto di vista "corporate". In questi casi sarebbe risultato più efficiente il ricorso alle "gerarchie", cioè a forme di controllo burocratico istituzionalizzato, per garantire che i singoli operatori

tenessero sempre in adeguata considerazione il vantaggio dell'azienda nel suo complesso anziché perseguire esclusivamente il proprio personale tornaconto a scapito di operatori concorrenti all'interno dell'azienda stessa. L'aver preso coscienza di questo problema da parte delle grandi aziende private ha determinato, negli anni ottanta, una brusca retromarcia e l'introduzione massiccia di sistemi gerarchici di programmazione e controllo di gestione anche grazie all'impiego delle tecnologie informatiche. Nel contempo le aziende di minori dimensioni hanno realizzato che la concorrenza sfrenata comportava mediamente più costi che ricavi, mentre forme di cooperazione, o addirittura di aggregazione in nuove forme aziendali quali i "gruppi", avrebbero comportato vantaggi reciproci in termini di riduzione proprio dei costi di transazione.

Quindi concludendo secondo Williamson esistono delle *dimensioni critiche* delle Transazioni; quali:

- *Frequenza*, con cui ricorrono le transazioni (e durata).
- *Incertezza*, a cui sono soggette (possibilità del verificarsi di eventi esterni, o contingenze, che interferiscono nello svolgimento della transazione e possono comprometterne l'esito).
- *Asset specificity*, o specificità delle risorse investite in una determinata transazione; specificità degli investimenti effettuati per lo svolgimento di una transazione e non riutilizzabili in altre transazioni senza perdita di valore (grado di riutilizzabilità o trasferibilità delle risorse in usi alternativi, senza perdita di valore economico e produttivo).

Williamson pone la sua attenzione sulla specificità della risorsa che può essere fisica, di luogo, umana, di tempo, sostenendo che essa crea dipendenza bilaterale, la quale aumenta i rischi contrattuali ed i costi di transazione.

Infatti, se la specificità è bassa:

- Irrilevanza dell'identità dei contraenti;
- Mercato => Gerarchia nell'adattabilità (autonoma) a perturbazioni.

Se la specificità è alta:

- Importanza dell'identità dei contraenti (perché è importante la fiducia);
- Gerarchia => Mercato nell'adattabilità (di tipo coordinato).

In caso di necessità di riallineamento degli accordi tra le parti, gli incentivi ad alto potenziale del mercato sono un ostacolo all'adattamento di tipo coordinato: ciascuno è incentivato ad appropriarsi, anche con opportunismo, dei potenziali guadagni del aggiustamento.

Altro punto su cui pone l'attenzione sono i “*Meccanismi di Governo*”.

Inizialmente lo schema di Williamson è bipolare: *Mercato e Gerarchia*.

Mercato e gerarchia sono visti entrambi come forme di governo delle transazioni, di gestione delle attività economiche, che operano però secondo principi e logiche diverse.

In effetti:

- *il Mercato*: opera in base al principio dello scambio tra attori indipendenti;
- *la Gerarchia o organizzazione interna*: opera in base al principio di autorità, al potere di comando.

Poi viene aggiunto un terzo meccanismo, quello degli Ibridi, che in verità non è qualitativamente innovativo, in quanto opera combinando la logica di entrambi i meccanismi precedenti, in forma attenuata. Il contributo di *Williamson* cerca

di offrire delle coordinate per capire quando una transazione è così importante da portare all'interno e quando invece è importante che rimanga all'esterno sotto il meccanismo dei prezzi.

La *stewardship theory*

La *stewardship theory*, come si può comprendere dal nome spiega come il *management* agisca come *steward* dell'*investitor* degli *asset* aziendali.

A differenza della prospettiva dell'agenzia il ruolo degli organi direttivi costituiti da rappresentanti della proprietà è di salvaguardare gli interessi dei soci, di esercitare la supervisione del management e di verificare la conformità della gestione all'identità cooperativa, nella *stewardship theory* gli organi direttivi si presuppongono formati da esperti; in un contesto di condivisione degli interessi con i manager, la loro funzione è di stimolare l'avanzamento della performance, partecipando con il management al miglioramento delle decisioni fondamentali e supportando il management stesso nelle azioni attuative,¹² (Giuseppe Marcon 2002).

Quindi *stewardship theory* esalta il ruolo della struttura di *Governance* dell'impresa come meccanismo per assicurare che il comportamento dei manager si traduca con in elevate performance. Rilevante fu il contributo di Donaldson e Davis del 1991, in cui si studia un approccio alternativo alla teoria dell'agenzia.

Donaldson e Davis indicano una separazione tra il ruolo del CEO (*chief executive officer*) più comunemente chiamato Amministratore Delegato e quello del presidente del *board* (*chairman*).

¹² Giuseppe Marcon LA GOVERNANCE DELL'IMPRESA COOPERATIVA 2002

Questo affinché, si implementasse un meccanismo di controllo interno al management, attraverso il quale il presidente del *board*, scelto spesso fra i consiglieri indipendenti e non esecutivi, vigilasse sull'operato dei manager esecutivi. Sostenendo al contrario la necessità di una struttura di *Governance* definita e chiara, nella quale non vi possano essere ambiguità nei ruoli, Donaldson e Davis (1991) dimostrano che il fatto di accentrare la carica di CEO e di presidente del *board* in un'unica persona può favorire l'ottenimento di migliori performance aziendali, poiché garantisce l'unità direzionale ed un più forte esercizio del potere di gestione e di controllo.

La stakeholder teory

I primi contributi in materia di teoria degli *stakeholder* si devono a Edward Freeman, quando nel 1984 fornisce una definizione di *stakeholder*¹³, ovvero i paratori di interesse che ruotano attorno alla vita aziendale. Chi sono quindi questi *stakeholder*?

Freeman nel suo lavoro spiega che non è molto importante la definizione stessa di *stakeholder* ma quello che bisogna principalmente capire è la questione legata al processo di creazione di valore.

Stakeholder è diventato un termine molto usato anche nel linguaggio italiano sempre ad opera di Freeman vediamo di capire chi sono:

- *clienti*: chi acquista prodotti o i servizi realizzati dal business;
- *fornitori*: chi fornisce le risorse, i materiali o i servizi non disponibili internamente;

¹³ FREEMAN R.E., Strategic management A stakeholder approach, Boston, Pitman Publishing, 1984

- *collaboratori*: chi lavora sotto la diretta supervisione del business (impiegati, operai, dirigenti, freelance);
- *comunità*: chi viene a contatto con le persone e le infrastrutture del business;
- *finanziatori*: chi investe denaro e rischia capitale.

Secondo tale teoria, un business per funzionare in modo efficace, deve creare valore per tutte queste cinque categorie di portatori di interesse, appena elencati.

A differenza della teoria dell'agenzia, *la stakeholder theory* considera infatti un più ampio ventaglio di soggetti in relazione con l'impresa. Infatti *l'agency theory* pone la sua attenzione maggiormente sugli azionisti quindi induce alla ricerca del mantenimento o dell'incremento del valore per questi ultimi, nel momento in cui ci si apre all'attenzione di un più ampio giro di attori che ruotano intorno alla vita aziendale gli *stakeholders*, per cui a l'obiettivo di rendere massima l'utilità per gli azionisti si aggiunge la conseguente massimizzazione del valore dell'impresa per tutti gli *stakeholders*. L'obiettivo aziendale si allarga quindi a nuove grandezze che non riguardano soltanto la creazione di valore per gli azionisti. La teoria degli *stakeholder* ha un forte impatto sulla *Governance* in quanto nasce una prospettiva in cui si tiene conto sono molteplici relazioni fra tutti i partecipanti alla vita aziendale. Questa teoria quindi sorpassa la creazione del valore dei soli azionisti in favore della creazione di valore per tutti gli *stakeholder*. E' il caso ad esempio della presenza degli ammaestratori che fanno parte dei *board* volti al controllo degli azionisti e che tutti gli *stakeholder* vedano risolte eventuali problematiche.

La scelta fra i due orientamenti che provengono dalla teoria dell'agenzia e degli *stakeholder* può favorire l'adozione di diverse strutture di *Corporate*

Governance con annessi meccanismi per il controllo dell'operato. La preferenza per un approccio piuttosto che l'altro deve essere perciò letta congiuntamente al sistema legale ed allo sviluppo del mercato dei capitali di ciascun Paese.

1.4 Caratteristiche di Governance

Le caratteristiche che distinguono i vari sistemi di “*Corporate Governance*” sono sempre legate al contesto del sistema capitalistico in cui nascono, anche se negli ultimi anni stiamo assistendo ad un processo di omogeneizzazione verso il modello anglosassone.

In letteratura è presente una classificazione dei modelli di “*Governance*,” costruito in base al diverso modo di concepire la separazione tra proprietà e controllo¹⁴. In questa ottica si distinguono: i modelli di *insider system* e *outsider system*. Nel modello di *insider system* la proprietà è nelle mani di un limitato numero di azionisti in genere famiglie o banche, che rappresentano il forte potere decisionale. Nel modello *outsider system*, la proprietà, è divisa nelle mani di un maggiore numero di azionisti, garantendo, maggiore attenzione e difesa dei diritti degli azionisti di minoranza, e lo sviluppo di un più efficiente mercato per il controllo.

Il sistema italiano, è più assimilabile al modello di *insider system*; in quanto è caratterizzato dalla presenza di aziende familiari o a partecipazione statale, che ricorrono più normalmente al finanziamento bancario, che al mercato del capitale di rischio¹⁵.

¹⁴ Fiori G. e Tiscini R. “Le peculiarità della corporate governance italiana e la sua evoluzione”, Franco Angeli. (2005).

¹⁵ Fasan M. Corporate Governance nelle quotazioni italiane, (2012).

In letteratura, gli Stati Uniti, sono classificati come paesi a “manager forti ma a proprietà debole” mentre il sistema italiano è visto come un paese a: “manager deboli, azionisti di maggioranza forti e azionisti di minoranza non tutelati”. Le caratteristiche del sistema italiano, sono la fonte di alcune problematiche, come ad esempio la scarsa fiducia degli investitori nel mercato finanziario, il cui buon funzionamento è indice di sviluppo economico.

Molti sono stati gli interventi volti a correggere i limiti del sistema italiano, degli ultimi vent’anni e si sono ispirati a sistemi di *Governance* anglosassoni. Tra le più importanti si può citare: Legge Draghi, (Decreto legislativo n.58 del 1998), (Decreto legislativo n.6 del 2003), la Legge sul Risparmio del 2005, il Codice di Autodisciplina della Borsa Italiana S.p.a.

Gli obiettivi per la quale sono nate queste riforme, sono rivolti a: dare maggiore spazio all’autonomia privata; all’ampliamento della gamma di scelte, di modelli di *Governance* adottabili; all’aumento della comunicazione fra gli azionisti di minoranza, e alla promozione dell’attivismo da parte degli investitori istituzionali.

Nella letteratura economica, il problema della proprietà e del governo societario è stato molto dibattuto, ma risulta ancora di difficile inquadramento, probabilmente per due ragioni diverse, seppure complementari.

In primo luogo perché, è incerta la sua collocazione, non consueta nell’ambiente della macroeconomia keynesiana, e problematica nell’analisi di equilibrio economico generale, spesso basata sulle ipotesi di completezza contrattuale e di agenti rappresentativi. Inoltre, perché le chiavi interpretative utilizzate sono troppe: teorie dell’informazione, dei contratti, dell’agenzia, nuove teorie dell’impresa, ed è difficile una loro ricomposizione in un modello

generale unificante. Questa difficile ricomposizione nasce, almeno in parte, dalla presenza di due diverse problematiche già descritte nelle teoria elencate sopra. Nel 1932, in *The Modern Corporation and Private Property*, Berle e Means, individuano nella distinzione tra proprietà (diffusa tra numerosi azionisti) e controllo (nelle mani di pochi *managers*) il potenziale conflitto interno all'impresa. Ma quasi negli stessi anni in cui Berle e Means sollevano il problema di un vuoto di potere interno all'impresa, Coase, intuisce che è proprio un principio di autorità, a rendere rilevante la distinzione tra impresa come istituzione, in qualsiasi configurazione essa si presenti.

Coase, coglie infatti la natura dell'impresa nel sistema di ordini, che sostituisce al sistema dei prezzi, come meccanismo di coordinamento dell'attività produttiva. E' quindi un principio di autorità, rappresentato dall'ordine impartito al dipendente, l'elemento che qualifica l'impresa rispetto al mercato.

Nei decenni successivi, la letteratura empirica sul tema della "*Corporate Governance*", si sviluppa sul piano dell'interpretazione teorica, su due filoni principali, che prendono vita parallelamente, e sincronicamente. Quello dell'impresa, vista al suo interno, ed individuata come rapporto di agenzia, frutto di una diretta filiazione del contributo di Berle e Means, e quello dell'impresa esaminata nei suoi confini esterni, come principio di autorità, nella natura colta da Coase e poi sviluppata nella teoria dei costi di transazione e dei diritti di proprietà.

L'apertura di quella scatola nera, così come era stata concepita nell'analisi neoclassica l'impresa, aveva portato Berle e Means, come si è detto, a individuare due soggetti distinti, proprietario e manager. E', come noto, l'avvio dell'uso del rapporto di agenzia tra un principale (il proprietario) e il suo

agente (il manager) che caratterizzerà in modo pervasivo la letteratura sulla “*Corporate Governance*” dei trenta anni successivi e che porrà la questione dell’equilibrio riferito non solo al mercato, ma alla stessa impresa. Un’impresa che, oltre a perdere un’identità individuale, non può essere più concepita come semplice profilo di piani di produzione e relativi costi produttivi, perché il rapporto di agenzia genera tre nuove tipologie di costi: quelli di controllo (i *monitoring costs* del principale sull’eventuale azione sleale del suo agente), di cauzione (i *bonding costs*, tramite i quali l’agente offre garanzie e rassicura il principale che non si comporterà slealmente) ed, infine, la perdita residua (*residual loss*), definita come “perdita del valore dell’impresa che sopporta il principale e che deriva dalla delega data all’agente.” In questo quadro, le asimmetrie informative, relative sia alle azioni che alle informazioni in possesso dei manager (*Moral Hazard* e selezione avversa), determinano l’allontanamento da soluzioni concorrenziali di massimizzazione del valore dell’impresa.

Nel dibattito accademico nazionale e internazionale, i problemi di *Governance* non sono ancora stati affrontati in maniera soddisfacente da una prospettiva empirica, questo a causa della mancanza di database completi sulla “*Corporate Governance*” italiana, quindi, a causa anche della difficoltà nel reperire i dati stessi.

Esiste un ricco filone di letteratura empirica anglosassone, che studia gli effetti delle caratteristiche della *Corporate*, in termini di: (composizione del consiglio d’amministrazione (Cda), numerosità del consiglio, eterogeneità, remunerazione dell’amministratore delegato ecc.), sulle performance aziendali.

I risultati che si riscontrano dagli studi anglosassoni, però sono difficilmente estendibili al contesto italiano, a causa delle differenti peculiarità del capitalismo italiano, che rende difficile un approccio “*cross country*”, ad esempio la teoria dell’agenzia nel contesto anglosassone studia principalmente il conflitto tra azionisti e manager, nella letteratura italiana, invece il conflitto più rilevante è quello tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza.

Il tema relativo alla relazione tra “*Corporate Governance*”, “dimensione e composizione del CdA” e “performance aziendali” è uno dei temi che è stato ed è molto discusso nel dibattito internazionale e nazionale, molti sono gli studiosi che hanno cercato di individuare e spiegare il legame tra gli assetti di governo societario e le performance registrate dalle aziende

In particolare è possibile individuare tre filoni di ricerca in questo ambito:

- il primo filone, che è considerato anche quello più ampio, compara i modelli di *Governance* predominanti (*public company*, impresa consociativa, impresa familiare) e gli effetti sulla ricchezza prodotta dall’impresa considerando anche la distribuzione di questa agli *stakeholder*;
- il secondo filone, pone l’attenzione su quali fossero gli effetti in termini di valore a seguito dell’introduzione dei codici di autodisciplina, o di norme, aventi lo scopo di regolamentare il comportamento dei manager, la composizione e le funzioni degli organi di governo e di controllo;
- Il terzo e ultimo filone, studia le relazioni tra i singoli organi, meccanismi di *Governance* e gli effetti sulle performance aziendali.

Nell’ambito dell’ultimo filone di studi, si possono individuare tre approcci differenti:

- Il primo comprende, gli studi aventi lo scopo di stabilire una relazione tra la dimensione del Consiglio di amministrazione e le performance;
- il secondo, indaga sulla relazione tra composizione del Consiglio d'Amministrazione e performance; in particolare l'attenzione si pone, su aspetti quali, la presenza di amministratori esecutivi, non esecutivi e indipendenti;
- il terzo si pone il fine di condurre un'analisi, circa la relazione tra struttura di leadership, strutture interne, funzionamento e performance.

1.5 Best Practices

L'importante interesse per lo studio delle pratiche relative alla “*Corporate Governance*” e l'acceso dibattito in materia, hanno spinto i legislatori a vere e proprie riforme del diritto societario, volte anche a tutelare chi investe. Da questa fase di revisione che ha caratterizzato l'ultimo decennio sono nate le *best practices* in materia di “*Corporate Governance*”. Sono stati introdotti dei veri e propri codici di condotta in cui sono state riassunte le *best practices* al fine provare a colmare delle lacune e portare gli investitori in un sistema più tutelato e trasparente. Questi codici contengono informazioni relative al funzionamento degli organi amministrativi ed altri meccanismi di *Governance*. Come già accennato la “*Corporate Governance*”, trova applicazione differente a seconda del contesto legale alla quale si riferisce e riflette le differenze fra i vari Paesi in tema di cultura, assetti proprietari, ecc.

Il forte interesse verso questo tema aggiunto al forte processo di globalizzazione ha fatto sì che i diversi paesi si impegnassero per migliorare il quadro normativo sul governo aziendale.

In Italia prevale un sistema definito *civil law* per cui si tende a privilegiare un approccio di tipo legale, non come accade per la maggior parte dei paesi dove prevale un approccio di tipo *common law* in cui la legge detta solo i principi fondamentali e lascia il compito di codificazione agli usi e alle consuetudini.

Naturalmente le differenze con i paesi anglosassoni non sono poche, in Italia ha giocato un ruolo importantissimo in materia di *Governance* il c.d. Progetto di “*Corporate Governance*” del 1995, ad opera di *Coopers & Lybrand* in collaborazione con un comitato scientifico.

Quello che è accaduto nello scenario italiano in materia di regole di *Governance* è stato considerato come una vera e propria riforma del diritto societario.

Si è cercato di riservare un più ampio spazio all'autonomia statutaria, affinché ogni impresa identificasse il proprio meccanismo di *Governance* in base in base alle proprie dimensioni al suo assetto proprietario. Questa tendenza è stata attuata nel Testo Unico della Finanza D. LGS. 58/98 riferita alle società quotate.

Il legislatore con l'introduzione del TUF del 1998 ha cercato di incrementare regole di trasparenza nell'apertura dei mercati finanziari

Nel 1999 invece viene introdotto il Codice di Autoregolamentazione per Borsa Italiana più comunemente conosciuto come “Codice Preda”.

Chiamato Codice Preda in quanto fu proprio Stefano Preda che dalla necessità di avere un comitato di “*Corporate Governance*” nel 1999 ne fece un vero e proprio codice di autodisciplina.

Il codice Preda rappresenta la *best practice* in materia di *Governance* per le società quotate italiane e segue il principio del “*Comply or Explain*” con cui è

consentito di spiegare il mancato adeguamento alle raccomandazioni del codice, essendo la sua applicazione volontaria.

Il Codice Preda è formato da dieci articoli, che riguardano:

ruolo e composizione del Cda, gli amministratori indipendenti la presenza il funzionamento di comitati interni al Cda, nomina e remunerazioni degli amministratori, sindaci controllo interno e gestione dei rischi, rapporti con gli azionisti e questioni relative al sistema monistico e dualistico.

Il Codice Preda nasce con lo spirito di garantire un chiaro inquadramento dei ruoli dei processi e della responsabilità ad essi attribuite.

Non contiene vincoli, l'unico obbligo è relativo alla pubblicazione delle Relazioni di *Governance* in occasione dell'approvazione del bilanci, previsto dall'art. 124-bis del TUF sugli "Obblighi di informazione relativi ai codici di comportamento e dal Regolamento dei mercato Organizzati e Gestiti da Borsa Italiana S.p.a.

Scopo di questi codici è stato quello di incoraggiare investimenti fatti con oculatazza e consapevolezza affinché si avesse un mercato efficiente capace di diffondere degli standard di *Governance* riconosciuti al livello internazionale caratterizzati da trasparenza e correttezza.

1.6 I modelli di Governance

All'art. 2380 del Codice Civile è stabilito che, se lo Statuto non dispone diversamente, l'amministrazione e il controllo della società sono regolati dal modello di *Governance* Tradizionale, ma dal primo Gennaio 2004 la legge stabilisce che le imprese hanno la possibilità di scegliere tra diversi modelli di

Governance, quindi a quello tradizionale si aggiungono quello *monistico* di matrice anglosassone e quello *dualistico* di matrice tedesca.

Il modello di *Governance Tradizionale*, è caratterizzato per la presenza di un importante controllo dell'Assemblea sul Consiglio di Amministrazione, e una netta separazione tra attività amministrativa e di controllo.

Tale sistema prevede che la nomina degli amministratori spetti all'Assemblea Ordinaria, come anche la revoca degli amministratori, salve le due ipotesi di revoca disposta dal Tribunale in presenza di gravissime irregolarità e di revoca disposta dallo Stato o da enti pubblici per gli amministratori da essi nominati (articolo 2449 c. 2 c.c.).

Il sistema tradizione è detto anche, *sistema ordinario* e l'organo amministrativo, può avere una struttura individuale, *Amministratore Unico*, o collegiale, il *Consiglio di Amministrazione*, ha il compito di gestire la società, nei limiti e nel rispetto dell'oggetto sociale e il compito di rappresentare la società stessa nei confronti dei terzi.

In mancanza di diversa scelta statutaria, viene applicato il sistema di sistema amministrazione e controllo di tipo tradizionale

Il sistema Dualistico

Il sistema dualistico è caratterizzato dalla presenza di due organi importantissimi: un *Consiglio di Sorveglianza* di nomina assembleare e di un *Consiglio di Gestione*, nominato dal Consiglio di Sorveglianza. È proprio dalla presenza di questi due nomi che viene fuori il nome dualistico. La presenza di due organi ricorda molto il sistema tradizionale, ma le funzioni sono molto differenti rispetto a quelle attribuite al il Consiglio di amministrazione e al *Collegio sindacale*.

La gestione aziendale è dunque affidata ad un Consiglio di Gestione che ha l'esclusiva responsabilità della gestione dell'impresa, e compie tutte le operazioni necessarie all'attuazione dell'oggetto sociale. Il Consiglio di Gestione è composto da un numero di soci e non soci, non inferiore a due . i primi componenti sono nominati nell'atto costitutivo, successivamente sono nominati dal Consiglio di sorveglianza, naturalmente dovranno essere diversi dai membri dell'organo di sorveglianza stesso.

L'organo di controllo è il Consiglio di Sorveglianza, elemento critico di questo modello è proprio la questione della nomina del Consiglio di Gestione nominato dall'organo controllore ovvero il Consiglio di Sorveglianza. La coincidenza dei poteri in capo a questo organo lasciano qualche dubbio sull'efficacia del controllo stesso

I componenti del Consiglio di Gestione restano in carica per un periodo non superiore a tre esercizi fino alla data della riunione del consiglio di sorveglianza, che viene convocato per l'approvazione del bilancio relativo all'ultimo esercizio della loro carica. Possono essere rieletti, sempre che lo statuto non preveda diversamente.

Il Consiglio di Sorveglianza assomma i poteri dell'organo di controllo e, per certi versi, dell'assemblea ordinaria, inoltre approva il bilancio consolidato e vigila sull'osservanza della legge e dello statuto, sul rispetto dei principi di corretta amministrazione e in particolare sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile adottato dalla società e sul suo concreto funzionamento. Al Consiglio di Sorveglianza spetta se previsto da apposite clausole la delibera alle operazioni strategiche e ai piani industriali e

finanziari predisposti dal Controllo di Gestione, e ancora ha poteri e diritti di informazione simili a quelli del Collegio Sindacale.

Il controllo contabile invece nel sistema dualistico è affidato ad una società di revisione o un revisore che affianca i due organi. A conclusione potremmo dire che il Consiglio di Sorveglianza è considerato come una “*stakeholder room*”¹⁶ in cui si dibattono diversi interessi e questioni relative alle attività sociali.

Il sistema Monistico

Il sistema Monistico rappresenta il terzo modello di amministrazione e controllo previsto dalla disciplina del Codice Civile. Quello che lo caratterizza è la concentrazione in un unico organo delle funzioni di amministrazione e controllo, affidate non a soggetti estranei all'organo amministrativo, come avviene nel modello tradizionale e in quello dualistico, ma ad un comitato, il Comitato per il Controllo sulla gestione, che è nominato dallo stesso consiglio di amministrazione al suo interno.

Il modello monistico è di derivazione anglosassone e si ricollega a una delle peculiarità che connotano le grandi società statunitensi e inglesi, nelle quali il ruolo principale del consiglio di amministrazione (*board of directors*) è individuato non tanto nella gestione della società, quanto piuttosto nella sorveglianza sull'operato degli amministratori investiti di funzioni esecutive (*executives*) e dell'alta dirigenza. Tale controllo sulla gestione viene esercitato da consiglieri non esecutivi, avvalendosi di un comitato interno (audit committee) a cui sono delegate essenzialmente le funzioni di monitoraggio sul sistema di controlli interni e di vigilanza sui revisori. Il sistema monistico si

¹⁶ G.Ferrarini il sole 24 ore

presenta come un modello di *Governance* più semplice e flessibile, che tende a privilegiare la circolazione delle informazioni tra amministratori e controllori, conseguendo risparmi di tempo e di costi e un'elevata trasparenza tra i soggetti a cui è affidata l'amministrazione della società e quelli chiamati ad esercitare le funzioni di controllo. Nonostante sia meno distante dal modello ordinario rispetto al sistema dualistico, per la sostanziale corrispondenza delle competenze dell'assemblea e dell'organo amministrativo, il sistema monistico presenta comunque alcuni tratti tipici che lo differenziano in maniera originale. La prima e più evidente differenza rispetto al sistema tradizionale è costituita dall'eliminazione del collegio sindacale, sostituito dal comitato per il controllo sulla gestione. Un secondo elemento differenziale del sistema monistico rispetto a quello tradizionale, e comune invece al sistema dualistico, è rappresentato dal necessario assoggettamento di tutte le società che adottano tale modello, senza possibili eccezioni, al controllo contabile di un revisore (persona fisica o società di revisione) iscritto nel registro istituito presso il ministero della Giustizia. In terzo luogo, è importante evidenziare il carattere necessariamente collegiale dell'organo amministrativo, e dunque l'impossibilità di affidare l'amministrazione ad un amministratore unico. Infine, un'ultima differenza è rappresentata dalla pluralità degli amministratori, che costituisce la premessa per poter realizzare quella articolazione interna del consiglio di amministrazione che connota il modello in esame. Il sistema monistico è infatti caratterizzato da un rigido e necessario riparto di competenze tra l'organo amministrativo nel suo complesso, al quale spetta la gestione dell'impresa in via esclusiva (art. 2409-septiesdecies, comma 1 c.c.), e il comitato, nominato dallo stesso consiglio al suo interno, chiamato ad

esercitare le funzioni di controllo sulla gestione ad esso riservate dalla legge (art. 2409- octiesdecies, penultimo comma c.c.).

1.7 Il consiglio di Amministrazione e composizione del Board

Il Consiglio di Amministrazione anche conosciuto come Cda o *Board of directors*, è l'organo massimo di governo dell'impresa. Naturalmente ogni organizzazione per svilupparsi ha bisogno di soggetto che contribuiscano con risorse e competenze, questi soggetti costituiscono il c.d. soggetto economico. Naturalmente affinché ogni soggetto possa apportare il proprio contributo con le proprie risorse è necessario stabilire delle regole e questo avviene attraverso la costituzione di organi c.d. di governo, che rappresenteranno gli interessi dei membri del soggetto economico.

Nella sua natura collegiale il Cda assume le decisioni fondamentali che riguardano l'assetto istituzionale dell'impresa e la sua strategia¹⁷.

Per la composizione ci si dovrebbe ispirare ad un principio detto di contemperanza degli interessi, secondo il quale le strutture e i processi decisionali di livello istituzionale dovrebbero seguire la logica dell'inclusione e del confronto tra tutti i portatori di interessi che ruotano attorno alla vita aziendale che siano essi sia portatori di contributi che di interessi critici. Con questa logica si riducono gli sprechi di risorse assorbite dalla gestione di conflitti e nello stesso tempo si alimentano atteggiamenti positivi innovativi e vantaggi che derivano dalla collaborazione.

Il Consiglio di amministrazione è composto da gli esponenti principali della gerarchia manageriale vale a dire Amministratore Delegato e i vari top

¹⁷ Zona F. Corporate Governance.

manager, nonché tutti i principali esponenti che provengono dal mondo esterno e che rappresentano gli azionisti.

Attraverso lo studio del Cda si può chiarire l'ampiezza e gli ambiti della discrezionalità dell'amministratore delegato e dei manager e quindi i margini a disposizione per eventuali comportamenti che potrebbero danneggiare gli interessi degli azionisti.

Il Consiglio d'amministrazione ha tre fondamentali funzioni:

- Funzione strategica;
- Funzione di controllo;
- Funzione di gestione dell'ambiente.

La prima funzione indica che ha il compito di definire le strategie da adottare e gli obiettivi da perseguire; la seconda funzione indica appunto il controllo dell'efficienza e dell'efficacia con cui gli obiettivi saranno perseguiti; la terza ed ultima funzione indica la possibilità di riuscire ad ottenere competenze e conoscenze attraverso l'inclusione di soggetti rappresentati esterni volti al successo duraturo dell'impresa.

Il Cda è un organo collegiale quindi le decisioni sono prese collegialmente dall'insieme dei suoi membri, al disciplina della "*Corpoarte Governance*" evidenzia come le scelte siano decisioni di gruppo di valutazioni e contributi dei membri del Cda.

È nominato dall'assemblea degli azionisti come prevede l'art. 2380 bis del Codice Civile, *la gestione dell'impresa spetta esclusivamente agli amministratori, i quali compiono le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale.*

Al terzo comma dell'articolo 2381 è chiarito invece che: *il consiglio di amministrazione determina il contenuto, i limiti e le eventuali modalità di esercizio della delega; può sempre impartire direttive agli organi delegati e avocare a sé operazioni rientranti nella delega. Sulla base delle informazioni ricevute valuta l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società; quando elaborati, esamina i piani strategici, industriali e finanziari della società; valuta, sulla base della relazione degli organi delegati, il generale andamento della gestione.*

È invece il Codice di Autodisciplina ha stabilito quello che concerne il controllo interno, il Cda previo parere del comitato controllo e rischi definisce le linee di indirizzo del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi in modo che i principali rischi risultino correttamente identificati, misurati, gestiti e monitorati.

Borsa Italiana prevede invece che il Cda valuti ogni anno l'efficacia del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi in base alle caratteristiche dell'impresa e al profilo di rischio assunto, inserendone anche nella relazione di Governance una descrizione delle principali caratteristiche.

Fra gli altri compiti il Cda deve:

- approvare il piano di lavoro predisposto dal responsabile della funzione di *internal audit* dopo aver sentito il collegio sindacale e l'amministratore incaricato al controllo interno e dei gestione dei rischi;
- valutare i risultati che emergono dalla relazione di revisione sempre previa consultazione del parere del Collegio Sindacale,
- controllare che il top management persegua obiettivi di massimizzazione del valore azionario, quindi anche valutazione del loro comportamento in un'ottica

relativa all'interesse di tutti gli stakeholder, ed ha anche la possibilità di sanzionare eventuali comportamenti non coerenti alla realizzazione dei degli obiettivi aziendali;

- nei casi più gravi ha anche il potere di licenziamento dell' amministratore delegato.

La composizione del baord è sempre stata al centro di un dibattito nell'ambito della ricerca economica e non solo, ancora ad oggi questa tematica interessa anche imprenditori top manager policy maker ecc.

Il Consiglio di Amministrazione è così composto:

- Amministratore Delegato anche conosciuto come CEO Chief Executive Officer;
- Il presidente del Consiglio di Amministrazione o Presidente dell'Assemblea degli Azionisti;
- Gli amministratori esecutivi (*Inside Directors*) e quelli non esecutivi (*Outside Directors*);
- Il *Lead Independent Director* solo nel caso di *Ceo Duality*.

La figura dell' Amministratore Delegato è disciplinata dall'art. 2831 del Codice Civile contenuto nel Libro V, Titolo V, Capo V, sezione IV bis. Rappresenta la figura centrale all'interno del consiglio e funge da collegamento Cda e *managers*.

Per quanto riguarda il presidente del Consiglio di Amministrazione la sua funzione è principalmente quella di vigilare sul corretto funzionamento dell'organo di cui è presidente.

Sono organi dirigenziali e hanno funzione operativa ed esecutiva invece gli amministratori interni alle dipendenze dirette dell'AD, gli amministratori esterni invece hanno il compito di garantire una corretta indipendenza del Consiglio di amministrazione da una eventuale egemonia dei *managers*.

Quando la figura di Amministratore Delegato e Presidente del Cda coincide il Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana prevede l'intervento del *Lead Independent Director*. Punto di incontro, coordinamento e riferimento delle istanze e dei contributi dei consiglieri non esecutivi e, in particolare, di quelli indipendenti e collabora per un ottimale svolgimento dei lavori consiliari».

Questa appena citata è una definizione condivisa di "*Lead Independent Director*", figura ancora troppo poco considerata nell'ordinamento italiano¹⁸.

Il Lid, ha origine anglosassone con funzione di collegamento fra gli azionisti alternativo a un canale diretto con il presidente, l'amministratore delegato o il direttore finanziario.

Il motivo della sua nascita è dato dall'assenza negli Usa (come, invece, avviene in Regno Unito e come da Raccomandazione della Commissione europea del 15 febbraio 2005 "sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi") di una richiesta di separazione formale tra le cariche di presidente e *Chief Executive Officer*. La creazione di una forte concentrazione di potere viene allora bilanciata dall'individuazione di *Lead Director Independent* per natura, perché la grandissima maggioranza dei consiglieri in amministrazioni Usa è formata da indipendenti. Da alcuni anni questa figura è stata recepita anche dal codice di Borsa Italiana, che ne raccomanda la presenza nel caso in cui si presenti la sovrapposizione delle cariche di presidente e amministratore delegato. In realtà è una figura che probabilmente si rende utile anche in

¹⁸ www.vedogreen.it a cura di Felice Meoli

assenza di tale sovrapposizione. Una multinazionale italiana, tra le prime a introdurlo, definisce così i suoi compiti.

Il Lead Independent Director:

- collabora con il presidente del consiglio di amministrazione per il miglior funzionamento del consiglio stesso;
- ha la facoltà di convocare, autonomamente o su richiesta di altri consiglieri, riunioni, anche informali, dei soli amministratori indipendenti su tematiche inerenti al funzionamento del consiglio di amministrazione in particolare e al sistema di governo societario più in generale, con la possibilità, altresì, di invitare esponenti del management;
- collabora con il presidente del consiglio di amministrazione al fine di garantire che gli amministratori siano destinatari di flussi informativi completi e tempestivi.

Si tratta di un rappresentante delle istanze dei consiglieri non esecutivi, che con una guida diventano un soggetto più influente capace di fare da “governo ombra” alla normale amministrazione in nome della buona gestione.

Borsa Italiana prevede due tipologie di LID, la prima se il presidente del Cda è il principale responsabile della gestione dell'impresa CEO, la seconda quando la carica di presidente è ricoperta dalla persona che controlla l'emittente.

Per poter essere candidati alla posizione di LID è necessario avere dei requisiti quali ad esempio: non avere legami di parentela con azionisti che hanno particolare rilievo, o con qualche *top managers* sia dell'impresa in questione che per altre imprese che fanno parte del gruppo. Non aver avuto rapporti di

lavoro con l'impresa e non essere titolari direttamente o indirettamente di partecipazioni.

Questo ci fa comprendere l'importanza della presenza sia di consiglieri interni che di consiglieri esterni per poter garantire l'indipendenza del giudizio espresso. È chiaro che un amministratore esterno è più obiettivo verso un probabile giudizio negativo relativo alle pratiche dei consiglieri esecutivi.

La questione relativa ad una perfetta composizione del *board* è sempre aperta anche in letteratura su tutte le varie sfaccettature in ogni caso si ritiene tralasciando tutte le altre considerazioni che un *board* indipendente deve essere composto dalla maggior parte di consiglieri esterni.

CAPITOLO II

BOARD DIVERSITY:

2.1 Board diversity: un'analisi della letteratura.

Uno degli aspetti molto rilevanti nel mondo della ricerca, nell'ambito degli studi sulla composizione del CdA, è la diversità che esso stesso può contenere: *board diversity*.

Per procedere per gradi e poter sviluppare l'obiettivo del lavoro partiremo analizzando proprio il tanto famoso *board*. Oggi il *board aziendale* è visto come un insieme di persone con diversi pregiudizi il cui comportamento è influenzato dal peso del potere e da vincoli di tipo sociale. Tra le diverse branche che studiano la composizione del *board* spicca senz'altro l'approccio di tipo manageriale, ma la ricerca presenta interesse anche per quella che è la composizione, riferendosi allo status degli amministratori aziendali quali *insider* e *outsider*¹⁹ (Raheja C.2005). In letteratura sono presenti un numero consistente di contributi che studiano la composizione in riferimento allo status di amministratore dipendente e indipendente seguendo prospettive empiriche e approcci di tipo economico, che considerano lo status come la maggiore fonte di eterogeneità²⁰ (Adams Hermalin e Wisbach 2010).

Quello che studieremo nel nostro lavoro riguarda la composizione intesa non più solo nella forma tradizionale (incentrata cioè sulla questione della presenza di amministratori indipendenti nel CdA) ma in una forma più innovativa avente

¹⁹ Raheja C. (2005) Determinates of board size and composition: a theory of corporate boards.

²⁰ Hermalin B.E. Wisbach M.S. (1998)

cioè lo scopo di indagare sulle caratteristiche demografiche degli amministratori in termini di età, razza e soprattutto di genere.

La tesi si concentra principalmente sulla gender diversità di genere, con l'obiettivo di approfondire e studiare la relazione tra composizione del Cda e performance aziendali.

Prima di procedere con una *review* della letteratura, relativa al tema della *board diversity* e in particolare negli aspetti riguardanti la *Gender Diversity*.

C'è da sottolineare che, quel che riguarda invece la composizione del Consiglio d'Amministrazione, gli aspetti considerati negli studi economico-aziendali sono tre:

- composizione in termini numerici cioè, quante persone vi partecipano;
- rapporto tra consiglieri interni e consiglieri esterni;
- un insieme di conoscenze e competenze ottimali che si vuole costituire all'interno del CdA.

La letteratura relativa alla composizione del Consiglio d'amministrazione, risulta essere davvero ricca e consistente. Negli studi di *Board Diversity*, la letteratura mostra le diverse concezioni come già accennato, ad esempio se guardiamo il nostro oggetto di studio da una prospettiva prettamente economica considereremo il nostro board esclusivamente per la sua funzione di controllo, nella prospettiva, degli studi di management, invece, il ruolo ricoperto dagli amministratori, viene considerato di importanza cruciale per via delle risorse che gli stessi apportano alle imprese. In questo contesto, in cui gli amministratori vengono concepiti come soggetti che apportano risorse, la diversità assume un grado di importanza superiore: si lascia da parte per un attimo la problematica dello status degli amministratori (indipendenza e non

indipendenza) e si prendono in considerazione altre e varie caratteristiche legate alla persona dell'amministratore, ad esempio la diversità, in termini di esperienza professionale, *background*, relazioni con l'ambiente esterno.

Fra gli approcci di spicco allo studio della *board diversity* spicca la prospettiva "*resource dependence*" dove al centro dell'attenzione vi è il ruolo degli amministratori che sono al centro dell'attenzione in quanto gli stessi apportano risorse alle imprese. I lavori più originali nell'ambito di questa branca della ricerca sono tutti riconducibili ad un approccio "*resource dependence*", che quindi prescindono dallo status di indipendenza.

Da tutti le prospettive dalla quale si studia la questione quello che appare è che la scelta degli amministratori dovrebbe essere effettuata sulla base delle loro caratteristiche, pensando realmente a quali sono i vantaggi e gli vantaggi legati a questa diversità.

Ma che cosa è questa *board diversity* e cosa descrive?

la *board diversity* si riferisce al grado di eterogeneità all'interno del consiglio per alcune caratteristiche informative o demografiche (Levrau, Van den Berghe 2007) quali conoscenze, capacità e competenze.

Per *Board diversity*, si intende, la diversità dei consigli di amministrazione, rispetto a molteplici fattori, (quali genere, età, nazionalità, formazione ed esperienza professionale) e da valutarsi come elemento in grado di migliorare la qualità del governo societario²¹.

In letteratura esistono una serie di vantaggi e svantaggi legati alla *board diversity*, noi ne studieremo solo qualcuno.

Le ragioni che potrebbero giustificare la relazione positiva sono diverse:

²¹Ciavarella A. Linciano N, Board diversity e governo societario: alcuni indicatori per le società quotate italiane a fine 2012 ,(2016).

- migliore conoscenza e comprensione del mercato, migliore capacità di *problem solving* in modo particolare riferendosi alle donne,
- migliori relazioni globali facendo riferimento alla presenza nel consiglio di stranieri
- creatività; esperienze lavorative e formative diverse combinate per la realizzazione degli obiettivi da raggiungere. La diversità di bagaglio sia culturale che lavorativo porta gli individui interessati a comportarsi e approcciarsi alle cose in maniera differente. Vi è una più ampia gamma di scelta delle idee del confronto e quindi di stimoli;
- Possibilità di accesso a risorse non disponibili, con un *board* diversificato si aprono contatti su mondi diversi che non fanno parte del nostro quotidiano. Ad esempio si possono sfruttare risorse politiche e finanziarie che non erano state considerate all'interno del *board*.
- Credibilità, ottenere benefici dalla presenza di persone qualificate, e anche capacità di conformarsi alle aspettative provenienti dall'esterno grazie alla relazione con gli investitori.

Per quanto concerne gli svantaggi, molto spesso in situazioni dove è presente una mole non indifferente di individui con un certo spessore la prima problematica che si registra è quella legata alla possibilità di avere dei contrasti. Quindi il primo svantaggio legato alla presenza di diversità in un consiglio è proprio: la presenza di conflitti, molti studiosi si sono occupati proprio di questa problematica, lo studio di Lau e Murnighan del 1998 spiega come la troppa diversità demografica porta alla riduzione di comunicazione fra gli individui, quindi questa assenza di comunicazione potrebbe minare la

coesione aziendale²². Ma anche la diversità di provenienza e di studi potrebbero causare dei problemi. Elemento di particolare attenzione in questa fase è il rapporto tra amministratori esecutivi e non, in quanto sono i primi a corrispondere informazioni relative all'impresa che difficilmente si otterrebbero.

Un *board* diversificato è nel mirino continuo di amministratori che mirano più alla realizzane degli interessi personali che a quelli aziendali. Il problema dei conflitti legato alla diversità apre un grande interrogativo sul mondo della ricerca che trova ancora pareri contrastanti e interrogativi non ancora risolti.

Il padre degli studi relativi alla *board diversity* è considerarti Pfeffer già nel 1972²³ con il lavoro “*Size e composition of corporate boards of directors*”. Pfeffer ipotizza che la diversa composizione del *board* dipenda dall'esigenza di riuscire a creare dei rapporti e delle sinergie con l'esterno, per cui caratteristiche e provenienza, numero di consiglieri interni ed esterno saranno dettati anche dalle esigenze del momento. Su quest'ultimo concetto che vede il *board* come uno strumento che mette in contatto l'azienda con l'ambiente esterno sono costruiti la maggior parte degli studi sulla *board diversity* presenti in letteratura.

Goldman Rocholl e So nel 2009 spiegano l'esistenza del collegamento con l'ambiente politico circostante, e questo collegamento influenza il valore d'impresa legata agli appalti politici. Per cui si propenderà verso la nomina di amministratori con background politico se l'esigenza riguarda la politica degli appalti. Un filone importantissimo di ricerche sulla *board diversity* è riconducibile al contributo di Whestphal in numerosi lavori. In uno studio del

²² Lau e Murnighan del 1998

²³ Pfeffer J. 1972 Size e composition of corporate boards of directors.

1995 Whestphal e Zajac dimostrano come l'amministratore delegato preferisca amministratori con caratteristiche demografiche simili alle sue, e come lo stesso contribuisca alla nomina di amministratori con tali caratteristiche.

Nel lavoro è stata dimostrata una correlazione positiva tra amministratori demograficamente simili al amministratore delegato e compensi più alti dello stesso. Sempre Whestphal in un lavoro con Milton nel 2000 dimostrano che l'influenza degli amministratori di minoranza nel consiglio è maggiore se hanno già avuto cariche di minoranza, e se fanno parte anche ad altri *board* in cui in cui sono presenti amministratori di maggioranza. I risultati invece mostrati da Whestphal nel lavoro con Bednar nel 2005 dimostrano che amministratori con elementi omogenei quali provenienza istruzione e genere porta ad una più elevata partecipazione degli stessi alle riunioni in modo attivo. La letteratura mostra che esiste una relazione positiva tra eterogeneità del Cda e performance economica delle aziende (Erhardt et al 2003, e Hillman et al, 2007).

Lo studio della diversità è veramente affascinante la letteratura è in continuo aggiornamento. Studiare tutte le caratteristiche della è interessante ma in questa sede diventerebbe molto condensato ragion per cui la diversità di cui ci occuperemo in questo lavoro è solo quella di genere.

2.2 Gender diversity

Un argomento di grande attualità e di grande interesse nel mondo della ricerca, inizialmente legato alla valutazione delle performance aziendali, ma che trova collocazione in ambiti relativi a problemi morali ed etici che si concentra sull'iniquità sociale per identificare pratiche discriminatorie sul posto di lavoro verso le donne o le minoranze etniche; e successivamente altri studi

considerano la diversificazione da un punto di vista organizzativo ed economico esaminandone gli effetti sull'attività di un'impresa (Levrau, Van den Berghe 2007).

In genere gli studi si riferivano principalmente all'eterogeneità in termini di provenienza, nazionalità, età, genere dei membri del Cda.

Come già detto la letteratura mostra una relazione positiva tra eterogeneità del Cda e performance economica delle aziende (Erhardt et al 2003, e Hillman et al, 2007). Ma esistono anche studi contrastanti il risultato positivo (Rose 2007) dove questa relazione positiva non è dimostrata.

L'eterogeneità guardata dal punto di vista delle donne più comunemente conosciuta come *Gender Diversity*, è quella che, da quello che appare dagli studi in presenti in letteratura ha ricevuto più attenzione. Questo argomento è stato affrontato a diversi livelli, suscitando l'interesse non solo all'interno del mondo accademico, ma anche all'interno di società di consulenza (ad esempio McKinsey & Company) ed organizzazioni no-profit (ad esempio Catalyst).

Ci si interroga se la presenza di donne all'interno del Cda possa avere delle ripercussioni sulle performance aziendali che siano esse positive negative o inesistenti. La recente meta-analisi ad opera di Byron e Post del 2016 ha evidenziato una relazione positiva tra performance aziendali e donne nel board.

Il concetto di *Gender Diversity* si focalizza sull'analisi delle diversità e delle specificità di donne e uomini: differenti strutture biologiche, diversi background culturali nonché modalità necessariamente diverse di gestire il proprio tempo e il proprio work life balance, rendono indispensabile pensare a peculiari percorsi di accesso e di crescita nell'attuale tessuto sociale e produttivo.

Per parlare di “*Gender Diversity*” di analisi della letteratura è buona pratica partire dal principio quindi dalla storia del genere femminile. Per molti secoli la “donna” era solo una buona moglie e una buona madre. La maternità ed il lavoro domestico non erano una scelta, ma un obbligo delle donne. E’ vero con l’avvento dell’industria, le donne poterono finalmente entrare nel mercato del lavoro, ma sempre a condizioni peggiori rispetto a quelle dell’altro sesso. Molto spesso l’assenteismo dovuto alla maternità ed al lavoro domestico, la poca propensione agli straordinari hanno fatto sì che venissero ritenute una risorsa di riserva, non alla pari degli uomini.

Per poter parlare di considerazione ed di una possibile uguaglianza ci vorrà il secondo dopoguerra, quando fattori come la diminuzione dei tassi di natalità, l’introduzione degli elettrodomestici, che hanno alleggerito il lavoro in casa, e la necessità di contribuire al reddito familiare hanno favorito un incremento dell’offerta di lavoro per le donne.

In Italia invece per parlare di rivendicazioni sociali, economiche e politiche bisogna attendere gli anni 70. In questo periodo un serie di avvenimenti hanno spinto la questione donne verso l’alto, come ad esempio il referendum sul divorzio, la regolamentazione dell’aborto e la lotta per la liberazione sessuale hanno contribuito ad aprire una soglia verso un auspicabile uguaglianza.

“*Gender diversity*” non significa raggiungere l’uguaglianza tra i sessi come se fosse un obiettivo, quindi ad esempio cercando di riuscire ad omologare 10 uomini e donne sulla base dei valori e della cultura aziendale, ma significa valorizzare le caratteristiche di ciascun genere in modo tale che l’impresa ne possa trarre vantaggio. Infatti è stato riscontrato che uomini e donne presentano un approccio differente a determinate questioni, ma nello stesso tempo anche

complementare nei confronti della realtà e dei problemi, consentendo così all'impresa di avere una visione ad ampio spettro degli stessi.

L'organizzazione, infatti, avendo un quadro più sfaccettato e complesso dell'ambiente con cui deve rapportarsi, può prendere decisioni migliori più consone che le consentono di mantenere o raggiungere una posizione competitiva. Molti sono infatti i vantaggi derivanti da una leadership gender-balance o ancora meglio una leadership tutta al femminile.

2.3 Review della letteratura

Nella letteratura italiana, tra i lavori più importanti sulle quotate italiane troviamo: quello di (Schwizer et al 2012²⁴); il lavoro si concentra sia sulla diversità di genere che sulla diversità di nazionalità in riferimento alle performance operative del consiglio di amministrazione di società quotate in Italia dal 2007/2009 con un campione di 237 aziende. Per testare la presenza di una relazione tra diversity e performance finanziarie, nel caso italiano, si valuta inoltre l'impatto della presenza di componenti femminili e di diversa nazionalità nei board e il costo del capitale delle imprese. In merito al legame tra diversità di nazionalità e performance economico-finanziarie, e indagini empiriche sembrano maggiormente concordi, nell'affermare la presenza di una relazione positiva. In definitiva, se da un lato vi sono dubbi sulla relazione tra presenza femminile e performance finanziarie, dall'altro la board diversity sembra incidere in misura determinante sulle performance operative del consiglio e contribuisce a migliorare la qualità percepita del modello di *Governance* adottato dall'impresa. Altro lavoro presente in letteratura italiana,

²⁴ (Schwizer, Soana Cucinelli) vantaggi della board Diversity: un'analisi empirica sul mercato italiano, (2012).

è quello di (Bianco et al. 2012) incentrato sull'analisi del ruolo delle donne nei Cda italiani. Alcuni studi che vengono citati nella letteratura hanno rilevato una relazione positiva tra *diversity e performance*, (Carter et al., 2003) studiano il legame tra diversità di genere all'interno del consiglio di amministrazione e il valore aziendale sulla base del modello di Fama e Jensen Principal Agent, spiegando che vi è una correlazione positiva della "*Gender diversity*" con le performance aziendali in termini di *Tobin q*.

Il lavoro di Carter et al del 2003 utilizza un campione di 1000 imprese statunitensi. Erchard et al.,2003 suggerivano anche loro un impatto positivo in termini di ROE e ROA; Carson et al. 2004; Roberson e Park, 2007). Singh et al. (2001) dimostrano che i consigli in cui sono presenti componenti di genere femminile sono associati a performance reddituali superiori. Studi quindi che dimostrano tutti una relazione positiva tra performance e donne nei board

Ancora Canyon e He (2016) con un campione di 2000 imprese statunitensi mostrano che la diversità di genere ancora una volta, ha degli impatti positivi sulle performance sempre in termini di *Tobin'Q*.

Francoeur et al. (2008), Miguez-Verà et al. (2010) e Darmadi (2011) mettono invece in luce l'esistenza di una relazione negativa tra numero di donne nei board e performance finanziarie.

Nel 1997 Shrader et al, nel loro lavoro *Women In Management And Firm Financial Performance: An Exploratory Study* non individuano nessun collegamento positivo tra risultati finanziari e presenza femminile nel consiglio, ma un effetto negativo, quello che si riscontra dall'analisi è comunque il fatto che sono molto di meno i lavoro che restituiscono un impatto

di carattere negativo al collegamento tra diversity e valore d'impresa che non positivo²⁵.

Adams R. B., Ferreira D. (2009) Aheren e Dittmar (2012), dimostrano con uno studio empirico che riguardava la capacità delle donne di migliorare l'efficienza nel *board*, un'evidenza negativa misurata sulla base della variabile *Tobin q*. La giustificazione alla base dei loro risultati va ricercata nel fatto che un eccessivo monitoraggio potrebbe ridurre il valore d'impresa. Per cui le donne potrebbero essere delle valide consigliere nei *board* caratterizzate da una "Governance debole".

Ma nel 2008 Adams R.B., Ferreira D.²⁶, trovano che la diversità ha un impatto positivo sulle prestazioni nelle imprese, ma il vero rapporto tra diversità di genere e prestazioni sembra essere molto complesso, nel loro lavoro si evidenziano problemi di endogeneità, relativi alla composizione del board, nel contributo presentano inoltre interessanti evidenze. Una di queste mette in evidenza la correlazione positiva tra la presenza di donne all'interno del board, e l'efficacia dell'organo, relazione che può essere paragonata all'impatto positivo che la presenza in un CdA di amministratori indipendenti, genera in termini di efficacia. Se consideriamo il problema delle riunioni, gli autori mostrano che, con consiglieri donne vi sono minori probabilità che si verificano disguidi relativi alla frequenza, dimostrano inoltre che la frequenza da parte degli individui di sesso maschile migliora quando il *board* è caratterizzato da una maggiore presenza femminile. Questa evidenza porta ad

²⁵Tenuta P. Cambrea Domenico Rocco Consiglio d'amministrazione e valore d'impresa

²⁶ADAMS R.B., FERREIRA D. (2008), "Women in the Boardroom and Their impact on Governance and Performance", Working Paper Series (7),CEI - Centre for Economic Institutions.

affermare che l'aumento del numero di donne all'interno del board modifica il comportamento di tutti i membri del *board* stesso.

Altro lavoro sulla “*Corporate Governance*” nelle quotate italiane, che conduce, un'analisi empirica degli Amministratori e dei Consigli di Amministrazione è quello di (M. Fasan 2012); partendo sempre dalla constatazione che, il dibattito accademico nazionale ed internazionale non ha ancora affrontato in maniera esaustiva lo studio della Corporate Governance italiana, da una prospettiva empirica, a causa della difficoltà di reperimento dei dati (mancano database completi sulla *Corporate Governance* Italiana) e del generale disinteresse da parte dei giornali accademici internazionali e statunitensi allo studio del contesto europeo e italiano. Sulla situazione del contesto anglosassone esiste, invece, un nutrito filone di letteratura empirica con risultati difficilmente estendibili al contesto italiano, nel lavoro di Fasan viene sottolineata la situazione delle donne, in relazione alle performance aziendali misurate con dati di bilancio. In ogni caso dalla revisione della letteratura si capisce che non è semplice dedurre relazioni causali tra la rappresentanza femminile e le performance delle imprese sulla base di analisi di correlazione, i cui risultati complessivi rischiano generalmente di essere guidati da fattori non osservabili. In questo contesto, una recente ricerca empirica sugli effetti delle legge norvegese, come già accennato prima, ha tenuto conto per la prima volta, degli aspetti di endogeneità già incontrati con (Adam E Ferreira 2008) ovvero, è la presenza delle donne ai vertici che porta risultati migliori o sono le imprese più performanti a nominare donne ai vertici?, permettendo di identificare gli effetti causali delle quote di genere sulle performance aziendali, (Profeta et al 2014).

Fra gli studi le cui evidenze risultano essere vi è lo studio di Rose 2007²⁷, come già detto sopra, che non si riscontra nessuna evidenza positiva tra performance e gender, Rose costruisce il suo campione in questo studio con dati relativi alla Borsa Valori di Copenaghen durante il periodo 1998-2001, dove considera come indice di misura delle performance aziendali la *Q di Tobin*. L'autore formula una serie di ipotesi, tutte relative al collegamento positivo tra performance e gender. Le ipotesi vengono testate, concentrandosi soprattutto sulla variabile di genere, formulando quindi la seguente ipotesi: «*A higher degree of women represented in corporate boards impacts financial performance positively*» i risultati di Rose lo spingono a commentare in conclusione che la diversità non sembra essere fondamentale per le performance finanziarie ottenute dalle imprese e misurate con la Q di Tobin. Rose commenta così i suoi risultati, individuando una ragione in particolare a sostegno del suo risultato: i membri dei *board*, anche se sono caratterizzati da fattori distintivi non tradizionali potrebbero decidere di uniformarsi all'ambiente in cui operano mitigando le loro peculiarità.

Smith (2006) e Ritz e Henrekson (2000) hanno studiato quello che stava accadendo nelle aziende svedesi e danesi con risultati non abbastanza significativi per potersi pronunciare sulla presenza di un legame positivo tra donne e performance.

Randoy et al (2006), hanno compiuto uno studio sulla "*Gender Diversity*" analizzando un campione di 500 aziende norvegesi danesi e svedesi dove si riscontrò nell'immediato, una grande omogeneità dei *board*, ma un dato che

²⁷ ROSE C.(2007) Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence. Corporate Governance: An international Review.

sorprese vista la sensibilizzazione di questi paesi alla questione, tradotta in un'ampia partecipazione lavorativa al femminile. Il dato sorprendente fu quello relativo alle aziende danesi che sbilanciava i dati con una bassa percentuale di donne nei Cda rispetto ai *board* di Svezia e Norvegia, nonostante la percezione altissima delle quote rosa.

Da questo studio oltre il dato eccezionale della Danimarca emerge che la diversità nei *board* non è significativamente correlata alle performance aziendali in termini di redditività (ROA). Sempre nello stesso lavoro si legge però anche che una maggiore diversità all'interno dei *board* di imprese scandinave non porta assolutamente a performance peggiori, questo suggeriva che una maggiore diversificazione sia che sia imposta dalla legge o libera può esistere senza apportare effetti negativi alle imprese e agli azionisti.

Quello che emerge dagli studi effettuati sulla Norvegia che sappiamo è considerata la culla della "*Gender Diversity*", fu una relazione negativa molto forte tra numero di donne e performance misurate con la *Q di Tobin*. Sempre al contesto norvegese si ispirò Bohren che non trovò nessuna relazione e nessun effetto su indici come il ROE e ROA.

Luckerath-Rovers (2011), attraverso lo studio di 99 società olandesi, ha riscontrato un impatto positivo della presenza delle donne nel top management. Secondo l'autore la presenza delle donne nei Cda è collegata direttamente con molti aspetti della *Governance*. L'impatto sulle decisioni che siano di tipo organizzativo o finanziario è difficile da misurare, in quanto sono troppi i fattori che influenzano le prestazioni di una società, per cui l'incrocio rende tutto molto difficile da misurare.

Comunque un dato molto rilevante nello studio di Luckerath è un ROE coerente e statisticamente significativo che si trova nelle aziende dove esistono delle amministratrici donne rispetto a quelle con la sola presenza di uomini.

È importante chiarire come spiega l'autore che nei Paesi Bassi le amministratrici donne non sono esecutive e spesso i *board* non contengono più di una donna. Inoltre le misure di performance non sono tutte con correlazione positiva. Per cui la conclusione a cui si giunge è che la presenza delle donne nei *board* è considerata più come una conseguenza logica di adattarsi ad una società moderna sempre però con l'obiettivo di migliori performance.

Anche se molti studi hanno cercato di esaminare gli effetti della leadership femminile sulla performance aziendale, esistono poche prove delle implicazioni sui risultati economici di quote che possono essere considerate giuridicamente vincolanti.

Fra gli studi più recenti vi è quello di Torchia et al. del 2011, nel lavoro gli autori focalizzano la loro attenzione su un campione di 317 aziende norvegesi nella quale sono state analizzate i diversi impatti sulle diverse dimensioni del gruppo di minoranza (una due o tre donne) sulle società in termini di innovazione. La scelta della Norvegia è un po' ardua in quanto è praticamente impossibile trovare Cda con meno di una donna essendo i Norvegesi i precursori delle quote rosa.

Il lavoro mostra come una o due donne non cambino i risultati a livello di performance ma mostrano come l'ingresso di una terza donna possa produrre risultati empiricamente misurabili tradotte in decisioni qualitativamente migliori.

A sostegno delle tesi contrarie alla diversità di genere all'interno dell'organizzazione, alcune ricerche accademiche ritengono che le figure degli amministratori si trovino più a loro agio con le persone del loro stesso sesso e delle loro stesse opinioni. La questione peggiora negli ambienti in cui la competitività si basa sul tempo in quanto è necessaria una capacità di reazione al mercato repentina, maggiormente presente nei gruppi omogeni, (Williams e O' Reilly 1998).

Mahadeo e Soobaroyen (2012), hanno analizzato la *diversity* dei Cda dei paesi in via di sviluppo, il loro campione era fatto da 39 aziende quotate delle isole Mauritius e circa 370 amministratori. Dallo studio emerse una scarsa se non nulla presenza di componenti femminili solo 12 aziende avevano nel Cda una sola donna.

Il risultato empirico riscontrato fu comunque interessante, tanto da spingere alla conclusione che la sola rappresentanza femminile è già di per se sufficiente per apportare cambiamenti essenziali che si ripercuotono con prestazioni migliori.

Per quel che concerne il contesto italiano, (Smith 2014), le leggi sulle quote rosa sono un fenomeno troppo recente per stabilirne gli effetti a lungo termine sulla performance economica aziendale.

Emerge dalla studio della letteratura sul tema, che le evidenze sulla *board diversity* e in particolare sulle quote di genere non sono ancora definitive.

L'analisi della letteratura spinge fortemente a delle conclusioni:

i risultati non sono univoci non sappiamo ancora oggi se l'impatto della tanto discussa board diversity sulle performance sia positivo o negativa. Di particolare rilevanza sarebbero alcune considerazioni: bisogna capire:

- a. a quale contesto ci stiamo riferendo;

- b. a quale tipologie (settore, quotate o non ecc..) di aziende;
- c. quale metro di misurazione stiamo usando e a quali performance ci stiamo riferendo.

Questa diversità di risultati che la letteratura ci restituisce potrebbe essere dovuta alle differenti modalità con cui le analisi sono state seguite, quindi anche ai diversi ambiti nazionali che il lavoro prende in esame.

Per completare il lavoro di *review* della letteratura si è pensato di esporre sinteticamente tutti gli interventi in una breve tabella in maniera cronologica.

Tabella 1: Review della letteratura

Author(s), Year	Performance Measure	Database	Gender Diversity	Results
Siciliano (1996)	Performance sociali, Ricavi Totali e Donazioni	240YMCA (1989)	Numero di Donne (%)	Nessun impatto con ricavi totali; impatto positivo con i social performance e impatto negativo con donazioni
Shrader et al (1997)	ROS, ROA, ROI, ROE	200 Imprese Americane (1992); Wall Street Journal	Numero di Donne (%)	Impatto negative
Erhardt et al (2003)	ROA, ROI	112 Imprese Americane (1998); Fortune 1000	Numero di Donne (%)	Impatto positive
Carter et al (2003)	ROA Tobin's Q	638 Imprese Americane (1997); Fortune 1000	Numero di Donne (%); (Var. Dummy)	Impatto positivo
Smith et al (2006)	Education	2500 Imprese Danesi (1993-2001)	Numero di Donne (%)	Impatto Positivo in relazione alla variabile Education
Randoi et al (2006)	ROA, e variabili di mercato	154 Imprese Danesi; 144 Imprese Norvegesi; 161 Imprese Svedesi; (2005)	Numero di Donne (%)	Nessun Impatto
Rose (2007)	Tobin's Q	Più di 100 Imprese Danesi Quotate (Copenhagen); (1998-2001)	Numero di Donne (%)	Nessun Impatto;
Campbell e Minguez-Vera (2008)	Tobin's Q	68 Imprese Spagnole; (1995-2000)	Numero di Donne (%); (Var. Dummy); (Blau e Shannon Index)	Impatto Positivo o Negativo in relazione alla variabile
Adams e Ferreira (2008)	ROA Tobin's Q	1939 Imprese Americane; (1996-2003); (IIRC)	Numero di Donne (%); (Var. Dummy);	Impatto Negativo
Miller and del Carmen Tirana (2009)	ROI, ROS;	326 Imprese Americane; (2003); Fortune 500	(Blau Index);	Nessun Impatto
Bohren e Strom (2010)	ROA Tobin's Q, ROS	203 Imprese Norvegesi Quotate;(1989-2002)	Numero di Donne (%); (Var. Dummy);	Impatto Negativo

Haslam et al (2010)	ROE, ROA, Tobin's Q	126 Imprese Inglesi; (2001-2005); FTSE100 Index	Numero di Donne (%); (Var. Dummy);	Nessun Impatto con ROA e ROA; Impatto negativo con almeno una donna nel Board con indice Tobin's Q
Ali et al (2011)	Produttività dei dipendenti	150 Imprese Australiane	Blau's Index	Gender Diverity Positiva da un livello basso a uno medio; Impatto negativo dal medio all'alto
Luckerath-Rovers (2011)	ROE, ROS, ROIC	99 Imprese Tedesche; (2005-2007)	Numero di Donne (%);	Impatto positivo con il ROE
Torchia et al (2011)	Innovazione	317 Imprese Norvegesi (2005-2006)	Numero di Donne	Il numero di donne più alto di tre è positivamente correlato all'innovazione
He et Huang (2011)	ROA	530 Imprese Manifatturiere Americane; (2001-2007)	Blau's Index	Impatto Negativo
Ahern e Dittmar (2012)	Tobin's Q	248 Imprese Norvegesi; (2001-2009)	Numero di Donne (%);	Impatto Negativo
Joecks et al (2012)	ROE	151 Imprese Tedesche; (2000-2005)	Numero di Donne (%);	Il numero di donne più alto di tre è positivamente correlato al ROE
Mahadeo et al (2012)	ROA	371 Imprese Quotate delle Isole Mauritius; (2007)	Numero di Donne (%)	Impatto Positivo
Boulouta (2013)	ROE	126 Imprese Americane (1999-2003)	Numero di Donne (%);	Impatto Positivo
Wang e Kelan (2013)	Nomina delle donne	87 Imprese Norvegesi; (2001-2010)	Numero di Donne (%);	Probabilità di nomina

Staccandoci dal mondo accademico possiamo citare i lavori di Catalyst, che è un'organizzazione no-profit, che promuove il processo di inclusione delle donne nel mondo del lavoro, considerata leader in questo settore, produce periodicamente una serie di rapporti, allo scopo di evidenziare che esiste una correlazione tra donne nei *board* e la variabile “prestazioni contabili delle imprese”. Da queste relazioni quasi sempre si legge un'evidenza positiva e nonostante vengano accompagnati dalla dicitura che “la correlazione non implica causalità”, l'uso di tali relazioni suggerisce implicitamente che la presenza delle donne nei *board* migliori le performance finanziarie delle società. Catalyst, studia la “*Gender diversity*” .all'interno dei *board* delle società, che fanno parte del Fortune 500 (classifica annuale dalla rivista

Fortune in cui vengono presentati i risultati in termini di fatturato delle maggiori società statunitensi), in relazione alle performance contabili. Nel rapporto Catalyst del 2007 si studia la relazione tra la presenza di donne all'interno del CdA di un campione di 520 società americane e le performance finanziarie delle stesse società. Il campione si riferisce agli anni 2001-2003, lo studio confronta le prestazioni finanziarie (in termini di ROE, redditività del capitale proprio; ROS, ritorno sulle vendite; ROIC, remunerazione del capitale investito). Dai report di Catalyst, si deducono risultati migliori per le società con maggiore presenza femminile, i risultati sono frutto di semplici correlazioni, prive di causalità, che non tengono conto di altre possibili variabili che potrebbero determinare delle performance finanziarie, inoltre non essendo ricerche prodotte a livello accademico, non trovano spazio all'interno di pubblicazioni scientifiche, ma esiste una parte della letteratura accademica che supporta tali risultati.

Un altro importante contributo arriva dallo studio effettuato da McKinsey & Company nel 2007, *Woman Matter. Gender Diversity, a corporate performance driver*.²⁸ McKinsey è una società di consulenza che opera a livello internazionale. *Women Matter* dimostra che le aziende a forte rappresentanza femminile più forte nei consigli di amministrazione o nell'alta dirigenza hanno rendimenti migliori, sia dal punto di vista organizzativo che finanziario. Il lavoro di ricerca condotto in questo ambito segue due linee di orientamento, la prima linea è uno studio di tipo qualitativo che come obiettivo quello di indagare l'eccellenza organizzativa di un gruppo di società pubbliche private ed anti non profit.

²⁸ McKinsey & Company (2007), *Woman matter. Gender diversity, a corporate performance driver*,

McKinsey utilizza uno strumento diagnostico di misurazione da loro brevettato (Profilo di Performance Organizzativa) che consente di misurare l'andamento delle aziende rispetto a ben nove criteri: leadership, direzione, responsabilità, coordinamento e controllo, innovazione, orientamento esterno, competenza, motivazione, ambiente lavorativo e valori.

Con questo strumento, gli esperti di McKinsey hanno raccolto e studiato valutazioni da 115.000 lavoratori di 231 aziende pubbliche e private, e anche associazioni no profit. Si è così scoperta una correlazione tra eccellenza in queste nove dimensioni organizzative e rendimento finanziario. Le imprese con valutazioni maggiori rispetto ai nove criteri tendevano ad avere margini operativi e capitalizzazione doppi rispetto alle altre.

L'indagine si è poi diretta su 101 aziende, ovvero quelle che avevano pubblicato la composizione dei loro Cda. Si trattava di grandi aziende in Europa, America e Asia in diversi settori, dalla distribuzione, alle istituzioni finanziarie. Hanno così ottenuto dei risultati mettendo a raffronto i risultati delle risposte di queste aziende in base alla presenza femminile nei consigli di amministrazione. Ne è emerso che, mediamente le aziende con tre o più donne nell'alta dirigenza presentano, rispetto ad ognuno dei criteri, una valutazione superiore alle aziende che non hanno donne ai vertici. Prestazioni volte all'aumento in modo consistente quando la proporzione di donne raggiungeva almeno un criterio di tre in un'unità di dieci lavoratori. Di sicuro la correlazione non indica che la presenza femminile ne sia la causa, ma la correlazione tra un'eccellenza organizzativa e la partecipazione femminile ai livelli manageriali è decisamente importante.

La seconda linea della ricerca verifica una possibile relazione tra donne che occupano ruoli dirigenziali e migliore redditività. Questa seconda linea è stata realizzata in collaborazione con Amazone Euro Fund, che ha selezionato le 89 aziende europee quotate in borsa che presentavano la più alta rappresentanza di *Gender Diversity* in posizioni dirigenziali. Le società sono state selezionate tra quelle che presentavano un valore di mercato azionario di almeno 150 milioni di euro, secondo i seguenti criteri: il numero e la proporzione di donne presenti nell'esecutivo, la loro funzione (l'amministratore delegato, o il capo delle finanze hanno infatti maggiore peso nelle decisioni aziendali di un direttore delle comunicazioni)

Lo studio ha dimensioni statistiche rilevanti e dimostra come le aziende con maggior numero di donne nei gruppi di alta dirigenza siano anche quelle che offrono i migliori risultati. Seppure non si dimostri un nesso causale diretto, i dati di fatto emersi vanno a pieno sostegno della tesi della redditività dell'uguaglianza tra uomo e donna. *Women Matter* identifica infine negli ambienti lavorativi e le aspirazioni personali i più grossi ostacoli ad una più ampia rappresentanza femminile nei corpi dirigenziali. Basandosi su buone pratiche, suggerisce percorsi volti ad aumentare la rappresentanza femminile sia nel mondo degli affari che nelle massime posizioni dirigenziali.

2.4 La questione Gender

Il percorso della parità e dell'uguaglianza di opportunità tra donne e uomini riguarda diversi ambiti:

lavoro, l'impresa, la carriera, la rappresentanza amministrativa e politica, oltretutto la vita civile e l'accesso e il godimento dei diritti sociali.

Si tratta di un processo fortemente dinamico, che è andato sviluppandosi nel XX secolo su più ambiti (concettuale, normativo, strategico, attuativo) e per tappe successive, che, nei tempi più recenti, hanno condotto a riconoscere la differenza di genere come elemento da valorizzare, consentendo, alle donne di avere paritariamente a propria disposizione tutti gli strumenti per acquisire sviluppare capacità e opportunità di scelta e di gestione in ogni ambito della vita e del lavoro.

Sulla questione del Gender, volta all'incremento della presenza delle donne nei *board* aziendali, oggetto del nostro studio, numerosi sono stati gli interventi volti alla sua diffusione.

Studieremo quello che è accaduto nel panorama internazionale, dove vengono considerate le donne attive protagoniste dello sviluppo, e tutti gli interventi a livello nazionale ed europeo.

A livello nazionale, gli interventi hanno cercato di valorizzare la cultura di parità come principio trasversale delle politiche e come parte delle strategie di sviluppo che interessano tutta la società. La prospettiva europea ha giudicato le politiche di genere come vitali per la crescita economica e la competitività di tutta l'Unione Europea.

Porre attenzione al valore delle risorse umane rappresenta una sfida importante, in cui la dimensione gender rappresenta l'elemento di speciale arricchimento, poiché indica l'introduzione nel lavoro, nella realtà imprenditoriale, nella *Governance* aziendale di un contributo proveniente dal mondo femminile caratterizzato da una più ampia sensibilità; quindi non solo l'esperienza personale di ciascuna donna ma anche dall'evoluzione della storia delle donne.

Rafforzare il concetto del “Gender” significa agire sull’*empowerment*, affinché si riesca ad infrangere quel “*Cristal Roof*” che ancora oggi esiste, senza bisogno di contrapposizione con gli uomini, bensì con un percorso caratterizzato da riconoscimento e di valorizzazione delle loro capacità, (Kramer, Porter, 2011).

Le donne, sono quindi considerate soggetti chiave, a cui viene attribuita la responsabilità e la possibilità di decisione, riconoscendone le loro capacità, e sollecitandole ad accrescere la propria autostima.

Si parte dall’assunto che il “potere delle donne”, ovvero la possibilità di avere autonomia e voce in qualsiasi ambito, costituisce un valore in se stesso e, insieme è strumento indispensabile per realizzare uno sviluppo economico e sociale più competitivo oltreché più equo: *l’empowerment* diventa allora strumento di marketing, giacché tutte le azioni mirate a perseguirlo, rappresentano occasioni per creare consenso e dare visibilità a quel soggetto (impresa, economia, territorio) che pone in atto strategie positive di parità.

Principalmente possiamo racchiudere gli interventi volti a favorire le donne nella vita aziendale in due macro aree, che possiamo identificare talvolta come iniziative volontarie riferite ad un alto grado di flessibilità e volontarietà, alcuni esempi sono i Codici di *Corporate Governance*, dei Paesi come l’Austria, il Belgio, la Danimarca, la Finlandia, la Francia, la Germania, il Lussemburgo, i codici nazionali di Corporate che spingono all’inclusione della diversità di genere nei Cda, altre volte sostenute da misure legislative, come la legge Golfo-Mosca in Itali.

2.5 Legislazione sulle Quote Rosa in Europa

Per studiare la questione Quota Rosa in Europa e capire come la stessa sia arrivata a domandare ai paesi membri l'adozione di normative che favoriscono l'ingresso delle donne nel mondo degli affari è necessario ripercorrere un excursus sull'evoluzione della normativa Europea avente ad oggetto la questione genere;

“la parità tra uomini e donne è uno degli obiettivi dell'Unione Europea. Negli anni la legislazione, la giurisprudenza e le modifiche dei trattati hanno contribuito a rafforzare questo principio e la sua applicazione all'interno dell'Unione Europea. Il Parlamento Europeo è sempre stato un difensore attivo del principio della parità tra uomini e donne”²⁹, questo è quanto si legge in una Nota Sintetica dell'Unione Europea.

La Comunità Europea nei primi anni ha posto la sua attenzione verso interventi rivolti principalmente alla tutela della parità di retribuzione. Obiettivo di questo primo intervento non era tanto la parità retributiva tra uomini e donne, quanto il raggiungimento di un trattamento economico uguale, che evitasse il “*Dumping*” sociale nel mercato intracomunitario.

Dobbiamo arrivare agli anni settanta per poter trovare la parità di genere all'interno della politica Europea: la sentenza “*Defrenne II*”, dell'8 Aprile 1976, momento in cui la Corte di Giustizia Europea ha stabilito l'effetto diretto del principio della parità di distribuzione tra uomini e donne valido non solo per le pubbliche autorità ma per tutte le attività che caratterizzano in modo collettivo il lavoro subordinato.

²⁹ www.europa.eu

Le prime direttive Europee sul *Gender* vengono emanate negli anni tra il 1975 ed 1979, e sancirono l'obbligo per tutti gli stati membri relativi al miglioramento del principio generale della parità di genere, quindi di porre in essere gli obiettivi prefissati all'interno delle direttive stesse entro un termine stabilito. Nonostante gli interventi in materia di genere fino agli anni novanta furono scarsi furono comunque raggiunti importanti traguardi. Siamo negli anni novanta quando viene stilato un importante protocollo, relativo alla politica sociale allegato al Trattato di Maastricht. Tale protocollo fissava delle regole di base sulle pari opportunità tra uomini e donne nell'ambito lavorativo. Successivamente alla ratifica del trattato di Maastricht sono state adottate nuove Direttive e Raccomandazioni che contenevano tematiche di svolta relative alle questioni femminili ad esempio lavoro a tempo parziale, congedi parentali, partecipazione delle donne in ambiti decisionali. Esistono due fattori che hanno accompagnato l'attività Europea sulla questione pari opportunità: il primo riguarda l'ingresso all'interno della Comunità Europea di quei paesi considerati *women friendly*, ovvero promotori delle pari opportunità come ad esempio Svezia, Finlandia ed Austria; il secondo fattore è rappresentato da un aumento di associazioni e organismi caratterizzati dall'obiettivo di tutelare i diritti delle donne.

Nel 1996 la Commissione con una Comunicazione intitolata "*Incorporating Equal Opportunities for Women and Men into All Community Policies and Activities*", si vincola alla promozione dell'uguaglianza di genere in tutti i settori chiave all'interno delle quali la legislazione Comunitaria deve costantemente considerare le differenze, sia in termini di esigenza che di condizioni, tra uomini e donne.

Nel trattato di Amsterdam del 1997 si consacra il concetto di *Mainstreaming*, “ovvero una strategia antidiscriminatoria, il cui perseguimento del principio di non discriminazione non viene più visto come un obiettivo isolato da raggiungere di per sé, come fosse una specifica area di intervento, ma piuttosto come un principio che si integra con tutti i possibili settori di intervento pubblico: dall’occupazione all’istruzione” (Strazzari D., 2008).

Tale strategia impone alle autorità pubbliche un controllo volto ad evitare conseguenze negative e rispetto delle pari opportunità.

Con il trattato di Amsterdam quindi si rafforzano le competenze dell’UE relative alle pari opportunità agli articoli 2 e 3 dello stesso trattato vengono stabiliti come obiettivi fondamentali dell’Unione Europea, l’eliminazione dell’ineguaglianza e la sensibilizzazione delle pari opportunità tra Uomini e Donne ed in quanto obiettivi fondamentali devono essere raggiunti all’interno di tutte le politiche dell’UE.

Tra le direttive più importanti degli anni 2000 è necessario ricordare la numero 73/2002 attraverso il quale il legislatore comunitario, invita tutti gli Stati Membri a tenere bene in considerazione l’obiettivo della parità tra i sessi quando opera, per poter formulare ed attuare leggi e regolamenti politiche ed atti amministrativi adeguati.

Ma il concetto di parità di *Gender mainstreaming* diventa un dei valori fondamentali dell’Unione Europea con il Trattato di Lisbona, la lotta alla discriminazione diventa uno degli obiettivi cruciali da raggiungere.

Gli interventi del legislatore non si riferiscono esclusivamente a Direttive e alla produzione di Trattati, esistono altre tipologie di provvedimenti come ad esempio piani di finanziamento.

Per quanto riguarda invece le iniziative di legge, si parte, dall'intervento della Commissione Europea, che negli ultimi dieci anni ha fissato fra gli altri obiettivi da raggiungere, quello di rilanciare la tanto discussa questione delle pari opportunità. Uno dei documenti più importanti della Commissione Europea è stata, la *Carta della Donne*, attraverso la quale la commissione intende impegnarsi in maniera più forte a favore della parità di genere, entro l'anno 2015. La carta è formata di 5 obiettivi specifici.

- *indipendenza economica*, da raggiungere attraverso la lotta alla discriminazione tra uomo e donna, quindi parità di retribuzioni;
- *presenza delle donne*, in posizioni di potere e ambiti decisionali;
- *parità di salario*, tra uomini e donne;
- *rispetto e promozione della parità anche al di fuori dell'UE*;
- *rispetto dell'integrità e della dignità femminile*.

Obiettivo della Commissione è quello di dare forma e corpo all'art. 8 del *Trattato sul funzionamento comunitario dell'Unione* che prevede come obiettivo quello di eliminare le ineguaglianze, nonché promuovere la parità tra uomini e donne. L'istituzione delle Quote Rosa è considerata una degli interventi più di rilievo in tale materia.

Se fra gli altri interventi, si guarda alla prima legge relativa alla presenza di donne nei *board*, venne adottata nel Dicembre 2003, con l'obiettivo di portare al 40% la presenza di individui di sesso femminile nei board aziendali, ma non era obbligatorio aderirvi. Tuttavia a seguito di pochi riscontri, dal 1 gennaio 2006, le norme facoltative divennero obbligatorie, il campo di applicazione comprendeva tutte le società per azioni, una vasta gamma di altre società, e le società cooperative.

Nel mese di Marzo 2011, venne adottato dalla Comunità Europea il Patto Europeo per l'uguaglianza di genere per il periodo 2011-2020 in cui la parità uomo-donna è stata finalmente riconosciuta come un principio fondamentale, come la crescita economica dell'Unione.

La strategia Europa 2020 traduce i principi del Patto e della Carta in azioni volti ad eliminare il gap relativo alla disparità di presenza delle donne nei luoghi decisionali e, soprattutto alla garanzia della parità salariale.

In ragione del fatto già affermato che una rappresentazione più bilanciata di donne e uomini all'interno del *board* aziendale, consenta una maggiore produttività e migliori performance aziendali.

L'aumento delle donne nei *board* secondo la Commissione Europea stimola la crescita e la competitività a migliorare sia dal punto di vista macroeconomico in termini di una più alta e sostenibile crescita economica che dal punto di vista microeconomico ovvero delle aziende individuali.

Gli studi condotti e pubblicati dalla Commissione Europea relativi all'inclusione del genere femminile hanno dimostrato che quest'ultimo può contribuire a migliori performance, migliorare la *Corporate Governance* e migliorare la qualità delle decisioni.

Una svolta si raggiunge nel Marzo 2011 con la proposta "*Reding*" in cui la Commissione lancia una sfida a tutte le società Europee quotate in borsa: "un impegno formale per avere più donne alla guida delle imprese Europee" entro Marzo 2012.

Essendo carattere della proposta facoltativo e non obbligatorio lasciando agli Stati Membri la scelta di non adeguarsi, ne furono deluse le aspettative.

Nel settembre 2015 la Commissione Europea e l'European External Action Service hanno introdotto un nuovo *framework* per l'attività dell'UE, programma 2016-2020 in materia di *Gender*.

GEI Gender Equality Index

Il GEI è stato commissionato appositamente dall'Unione Europea, e serve a misurare l'uguaglianza tra uomini e donne nei vari paesi Europei;

Con l'ausilio del GEI Gender Equality Index si valuta l'impatto delle politiche di genere nel tempo, tra gli stati membri, e mostra una sintesi del successo e dell'insuccesso delle politiche rivolte alle eguaglianze tra genere.

È un indice statistico che su base multidimensionale e ricorrendo ad un semplice numero vuol dare l'idea di come si muove l'uguaglianza tra i generi nell'Unione Europea, sia considerata nel suo insieme, sia considerando singolarmente la posizione dei 28 Paesi che la compongono.

L'indice GEI indaga i rapporti tra i generi in sei ambiti:

- lavoro;
- denaro;
- conoscenza;
- uso del tempo;
- potere;
- salute.

È stato messo a punto, dall'European Institute for Gender Equality (EIGE), l'Istituto Europeo per l'Eguaglianza di Genere che ha sede a Vilnius.

Studiando questo indice tra il 2005 e il 2015 si sono rilevati dei miglioramenti, con un punteggio medio poco oltre la metà di quel percorso auspicabile che prevede la perfetta parità di genere.

La questione Gender Equality oggi non è più solo una questione etico morale, ma è diventata una questione di valore, la diversità genera valore.

Gli elementi che più sono collegati a quello che è il tanto descritto rapporto tra donne e performance, sono riconducibili ad aree di eccellenze dello stile di direzione femminile: l'attenzione alle persone, la gestione delle relazioni con gli interlocutori sia interni che esterni, la prevenzione e la gestione dei conflitti, la condivisione delle decisioni, la minor propensione al rischio. È evidenziato dalla letteratura sul tema che un Cda più eterogeneo sia caratterizzato da una maggiore abilità di *problem solving* e da una maggiore innovazione, elementi fondamentali per l'aumento della creatività e della creazione di valore. Le disposizioni europee sono volte a prevedere una quota di almeno il 40% di donne nei board senza incarichi esecutivi, nelle società quotate entro il 2020, entro il 2018 invece per le quotate a controllo pubblico.

I diversi stati membri hanno quindi risposto in maniera differente con diverse iniziative, normative e raccomandazione.

2.6 La Legge Golfo-Mosca N.120/2011

Da quando il tema delle pari opportunità è diventato uno degli obiettivi all'interno della società come già spiegato nei paragrafi precedenti si è assistito ad una ricca produzione di interventi. In modo particolare per quanto riguarda la donna il suo ruolo nel mondo del lavoro e le sue occupazioni

Il mercato del lavoro italiano è caratterizzato da un limitato numero di partecipazione delle donne;

le donne sembrano essere più attive nel settore istruzione sanità manifatturiero e tessile, ma quasi assenti in settori come quello industriale e in posizioni manageriali e di comando³⁰, (GORDINI E RANCATI 2017).

L'Italia è sempre stata fanalino di coda in interventi volti ad agevolare la presenza delle donne negli ambiti lavorativi, addirittura affinché questo si realizzasse si è dovuto ricorrere all'intervento del legislatore attraverso l'introduzione di una vera e propria imposizione legale, e già questo la dice lunga sui possibili commenti dei possibili risultati.

Il legislatore italiano affinché si assicurasse una parità di genere ha posto in essere delle azioni che si sono tradotte nella legge sulle "*Quote Rosa*" o meglio conosciuta come Legge Golfo-Mosca.

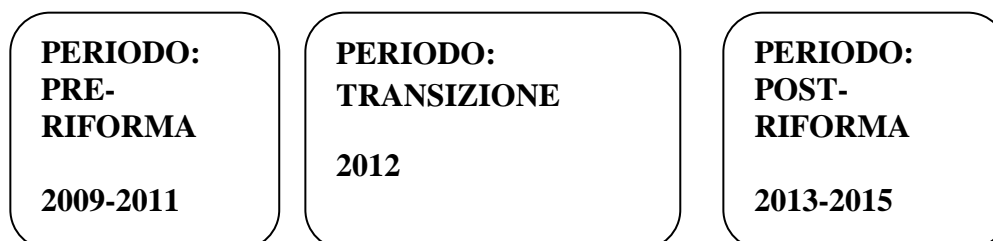
La questione parte dal punto cruciale di un approccio normativo fondato sulle pari opportunità che risiede nell'equilibrio complesso e controverso tra azioni di uguaglianza per quel che riguarda il trattamento retributivo, e interventi volti a correggere disparità di genere

La Legge Golfo-Mosca, o Legge n.120/2011, ha introdotto una disposizione in base alla quale gli statuti delle società quotate devono prevedere che il riparto degli amministratori da eleggere, sia effettuato su di un criterio che assicuri l'equilibrio fra i generi. Quindi il 12 agosto 2011, con l'entrata in vigore della legge ad opera delle Onorevoli Lella Golfo e Alessia Mosca è entrata in vigore una importante novità nell'ambito del diritto societario italiano: per le società quotate gli organi sociali in scadenza dal 12 agosto 2012, i rinnovi dovevano

³⁰ Gordini e Rancati 2017 Gender Diversity in the Italian boardroom and firm financial performance

attenersi alla legge, riservando una quota pari ad: almeno un quinto dei propri membri al genere meno rappresentato.

Tabella 2: Periodi di osservazioni Legge Golfo-Mosca



La legge non parlava di donne ma di genere meno rappresentato infatti vi erano casi di Consiglio di Amministrazione dove non vi era neanche la minima percentuale di donne.

La legge è rivolta a tutte le società quotate del mercato Italiano, ed alle società sottoposte al controllo pubblico. Un intervento un po' diverso da altri Paesi Europei dove la legge si rivolge anche alle società di capitali non quotate, che presentano una serie di requisiti dimensionali in termini di numero di dipendenti e fatturato come in Francia e Spagna. Come si legge in letteratura, nel lavoro di Calvosa e Rossi, 2013 in "Gli equilibri di genere negli organi di amministrazione e controllo"³¹ nel contesto italiano, si prende la decisione di, indirizzare la legge esclusivamente alle società quotate ed a quelle sottoposte a pubblico controllo, perché: «i possibili effetti positivi associati alla componente femminile negli organi di governo delle imprese, rilevati dagli ordinamenti che hanno adottato riforme in questo verso, hanno valenza universale, e potrebbero parimenti prodursi nella gestione di imprese diverse da quelle cui la disciplina

³¹ Calvosa e Rossi (2013) "Gli equilibri di genere negli organi di amministrazione e controllo delle imprese", il Mulino, vol. 1

in commento circoscrive le sue prescrizioni. Tuttavia, gli interventi riformatori in tema di equilibri di genere nelle organizzazioni economiche non perseguono interessi privati, ma l'interesse generale che consegue al miglioramento della qualità dei sistemi di Governance delle imprese, e pertanto obbiettivi che potremmo definire di "ordine pubblico economico", come tali rilevanti nelle realtà imprenditoriali a più elevato impatto sistemico, quali sono le società quotate nei mercati regolamentati, nonché nelle imprese in cui è investito capitale pubblico, e in grado di giustificare un vincolo alla libertà organizzativa e decisionale dei loro proprietari».

Per consentire la corretta applicazione della legge Golfo-Mosca è intervenuta la CONSOB, (con delibera n18098 dell' 08/2/12) che vigila sulle società assoggettate alla norma, ed applica le sanzioni previste, nel caso di mancato adeguamento a quanto sancito con un meccanismo sanzionatorio, (la stessa scelta effettuata anche dal Belgio e dalla Francia). La CONSOB attraverso una determinata procedura diffida le società inottemperanti alla legge concedendo loro un termine massimo di quattro mesi per poter correggere la mancata applicazione della legge.

Se dopo il termine di quattro mesi concesso si è ancora inottemperanti alla legge si interviene con una sanzione pecuniaria che può andare dai 100 mila a 1 milione di euro e contestualmente la concessione di ulteriori tre mesi per adempiere alla legge.

In fine se trascorsi anche questi tre mesi la legge risulta ancora non applicata ne consegue la decadenza dei membri del consiglio di Amministrazione.

Dopo un lungo dibattito politico sociale ed economico la legge ha modificato il diritto societario italiano introducendo con riserva in modo imperativo al

genere meno rappresentato una parte dei posti nei Cda e nel Collegio Sindacale;

- Almeno un quinto all'atto del primo rinnovo (amministratori e sindaci);
- Almeno un terzo in occasione del secondo e del terzo rinnovo.

Dopodiché è previsto l'esaurimento dell'efficacia del provvedimento nelle convinzioni che a distanza di oltre un decennio, la parità fra genere non abbia più motivo di essere imposta per legge.

Come già accennato la Legge Golfo-Mosca non è nata come intervento rivolto alle donne anche se poi tirando le somme sono state loro le principali interessate.

Le disposizioni in materia di equilibrio di genere sono estese anche al Consiglio di gestione, quando quest'ultimo è costituito da almeno tre membri; è affidato all'atto costitutivo della società di formare il tutto nel rispetto del già spiegato equilibrio di genere. Anche in quest'ultimo caso è previsto un intervento della CONSOB in caso di inadempienza.

La legge all'articolo 2 spiega che troverà attuazione al primo rinnovo degli organi societari in questione dopo la data del 12 Agosto 2012 quindi ad un anno dell'entrata in vigore della norma stessa.

Sono anche previste delle disposizioni cosiddette transitorie per il primo mandato degli organi eletti secondo le nuove prescrizioni per rendere graduale il passaggio, quindi ne basterà come dicevamo prima un quinto del genere meno rappresentato.

La Legge Golfo-Mosca è una legge temporanea si applicherà per tre mandati (quindi in teoria per nove anni ad eccezione di quale caso di rinnovo annuale),

passato questo periodo la legge decederà e gli amministratori saranno di nuovo liberi di poter scegliere sulla composizione del *board* .

Oltre al Cda al Collegio Sindacale al Consiglio di gestione delle Società quotate e a controllo pubblico le disposizioni in materia di parità di genere all'articolo 3 si applicano anche alle società controllate direttamente e indirettamente dallo Stato non quotate.

Devo rispettare tale legge anche:

- Istituti e scuole di ogni grado e ordine;
- Le aziende e le amministrazioni dello Stato a ordinamento autonomo;
- Regioni, Province e Comuni, Comunità Montane e il loro Consorzi;
- Istituzioni Universitarie ed educative.
- La Camera di Commercio e loro Associazioni;
- Tutti gli enti pubblici non economici nazionali;
- Le Amministrazioni le aziende e gli enti del SSN;
- L'ARAN Agenzia per la rappresentanza negoziale delle pubbliche amministrazioni;
- Agenzie decreto n.300 del 30/07/99.

Restano escluse dalla legge enti come:

- Università
- Enti di ricerca
- Authority
- INPS INAIL ACI ISTAT
- Fondazioni
- Consorzi tra enti.

Esiste però un regolamento per quelle tipologie di attività non obbligate dalla legge, con la finalità di poter recare una disciplina uniforme per tutte le società e tutti gli organi di amministrazione e controllo delle società pubbliche.

Con il DPR N.251/2012 si impone alle società pubbliche non quotate di prevedere modalità di nomina degli organi di amministrazione e controllo, se sono formati da organo collegiale, affinché si garantisca almeno un terzo del genere meno rappresentato in ogni organo. In questi casi chi vigila sul rispetto delle disposizioni di genere è il Presidente del Consiglio di Ministri o al Ministro delle pari opportunità, attraverso una presentazione al Parlamento in un apposita relazione.

Le Società hanno quindi l'obbligo di comunicare la composizione degli organi entro quindi giorni dalla nomina o da eventuali modifiche o sostituzioni. Ma la cosa più di rilievo è che questa comunicazione può avvenire attraverso il cosiddetto controllo diffuso assicurato dai cittadini, sarà inoltre nelle mani di associazioni ed enti che si occupano di questi temi di controllare che tutto sia regolare

Fino alla legge le statistiche del genere meno rappresentato nei Consigli d'Amministrazione come cita la legge erano praticamente chiare.

Da un'attenta analisi della letteratura, ancora oggi non sappiamo se l'impatto del gender sulle performance aziendali sia o non sia positivo. Il mondo della ricerca mostra ancora pareri contrastanti.

Secondo dato CONSOB³² alla data del 2011 la presenza dei donne nei Cda italiani delle società quotate era circa del 7% mentre per i Collegi Sindacali circa il 6%.

³² Dati di consultazione CONSOB

Naturalmente, i talenti italiani non erano tutti al maschile anzi, sempre da dati a fonte CONSOB si apprende che le donne laureate³³ in Italia superano gli uomini e addirittura completano il percorso di studi prima e con voti migliori. Nonostante questo l'Italia per molto tempo è stata fanalino di coda fra i paesi per partecipazione femminile al mercato del lavoro davanti solo a Messico e Turchia.

Le donne entrano, quindi nel mercato del lavoro meglio equipaggiate dei maschi ma questo ma questo vantaggio non si trasforma poi in opportunità di carriera. Sono pochi i casi in cui le stesse riescono ad occupare posizioni decisionali. Questo si traduce nel sottoutilizzo dei talenti femminili e compromissione della qualità dei consigli che dovrebbero selezionare i candidato di entrambi i sessi senza pregiudizi.

In ogni caso ad oggi che sia grazie all'intervento della legge i dati alla luce mostrano che la presenza delle donne nei *board* è passata dal 5,6% del 2008 al 30% del 2016.

Tabella 3 Numero di aziende che hanno destinato una quota minima alle donne (nostra elaborazione)

Percentuale Quota Rosa	Prima del 2012	Dopo il 2012
Adeguamento parziale (1/5) delle aziende 20%	17%	80%
Adeguamento Totale delle aziende (1/3) 33,3%	4%	31%

³³ Dati Almalaurea

Una legge che ha proiettato l'Italia fra le *best practice* europee accanto a Finlandia, Francia e Svezia (la Norvegia viaggia attorno al 40%, quota prevista Un'accelerazione inimmaginabile, resa possibile dalla legge Golfo che nel 2012 ha introdotto le quote di genere nella composizione dei Cda delle società quotate e partecipate.

per legge). L'obiettivo della legge italiana, quindi, è stato praticamente raggiunto.

Ben inferiore è stato, invece, l'effetto avuto sulla scelta dei vertici aziendali: se da una parte il numero delle Presidenti a Piazza Affari è salito a 21 (3,1% contro il 2,5% del 2013), quello dei CEO è salito in termini assoluti (17 contro 13), ma sceso in percentuale dal 3,2% al 2,5%. Stesso discorso si può fare per i consiglieri: le donne sono la maggior parte degli indipendenti (68,6%), mentre la percentuale è esigua fra gli executive, la fotografia emerge dagli ultimi dati Consob.

Perché più donne nel mercato del lavoro?

Alla luce di quanto appreso una ragione nella tanto cercata parità e presenza della donna all'interno degli ambiti societari va sicuramente cercata in ragioni di non discriminazione quindi in ragioni di carattere sociale, e non solo.

Nella prospettiva delle pari opportunità, si risponde ad un'esigenza di giustizia sociale tipica di sistemi politici che si badano sulla democrazia e su principi di uguaglianza e sull'equità. Molta strada è stata fatta come si può vedere dal grafico:



Figura 1: andamento Legge Golfo-Mosca
Fonte: Il Sole 24 Ore

Vi è ancora una resistenza fortissima che aleggia intorno ad esempio all'evento maternità come un vero e proprio spettro nelle biografie occupazionali delle lavoratrici e come danno economico e organizzativo alle imprese.

Ancora la parità di accesso nei consigli di amministrazione replica ad una prassi discriminatoria di tipo verticale che vede le donne muoversi con fatica lungo percorsi verticali di carriera spesso difficoltosi e incerti. Sotto un profilo politico-economico diverse ricerche hanno dimostrato come la tutela della promozione della diversità di genere nella composizione degli organi societari sia fonte di sviluppo economico e produca opportunità di crescita che vanno al di là degli interessi delle parti in gioco³⁴.

Innumerevoli ricerche che trovano spazio nelle aule accademiche hanno dimostrato un evidente vantaggio derivante dalla presenza di donne nei *board* apprezzabile in termini di minore corruzione, minore spreco, maggiore benessere organizzativo. Alcuni studi dimostrano quanto un capo del Cda donna ci tenga a preparare un consiglio veloce ed efficiente studiando prima le

³⁴ Cuomo S. Mapelli A. 2010 Un posto in Cda

carte per poi organizzarlo al meglio con una cura che non è stata riscontrata negli uomini.

In una prospettiva di studio più prettamente economico aziendale l'ingresso delle donne negli organi di governo contribuisce a performance migliori³⁵. Le donne infatti apportano conoscenze competenze ed esperienze complementari rispetto a quelle maschili, fondamentali per la sopravvivenza e lo sviluppo delle imprese. Inoltre la presenza di donne nei consigli manda, inoltre un segnale positivo agli *stakeholder* siano essi sia interni che esterni³⁶ (C. M. DAILY D. R. DALTON 2003). Se esistono delle prospettive migliori per e donne a più alti livelli gerarchici si crea un impegno *woman friendly* che incentive anche le stesse a fare bene e meglio, inoltre politiche di gender migliorano anche pratiche di reputazione. Purtroppo però la difficoltà di scalata delle donne si osservano a tutti i livelli della piramide aziendale dalla base fino ai vertici ed il fenomeno della segregazione orizzontale non è ancora risolto. Le donne in occupazione ritenute maschili scontano un caro prezzo fatto di climi aziendali complessi e poco *friendly*.

Sarebbe però scorretto dire che nulla è cambiato ma di sicuro non ci siamo ancora con gli obiettivi da raggiungere il tanto raccontato Soffitto di cristallo si è spostato verso piani più alti tra le giovani generazioni.

Per aiutare le aziende nella ricerca delle professioniste più adatte ci sono stati degli interventi che ne favoriscono la ricerca, fra gli altri possiamo citare *Aidda* associazione che organizza dei corsi di aggiornamento per donne e raccoglie curriculum adatti alla nomina di consigliere e quello della *Fondazione Bellisario*, importante fondazione italiana promotrice dell'imprenditoria

³⁵ Rossi G. tempo di donne negli organi di governo della società

³⁶ C. M. Daily D. R. Dalton Woman in the boardroom: a business imperative, in a journal Business Strategy 2003

femminile, che formato un database di curricula eccellenti di donne potenzialmente candidabili a posizioni all'interno dei *board*.

Due le questioni ancora aperte per il futuro: allo scadere della legge il cambiamento all'interno dei *board* avrà efficacia nel tempo? Ma soprattutto: quali strumenti si possono mettere in atto perché sia data l'opportunità di crescere (anche in termini di carriera) ai talenti femminili all'interno delle aziende e nelle loro professioni? Senza trascinarsi l'ombra di un risultato ottenuto soltanto grazie ad una legge che ha imposto la loro partecipazione.

2.7 Critiche alla legge Golfo-Mosca

Quanto emerso in questi anni dopo l'introduzione della Legge Golfo-Mosca, mostra sicuramente un panorama di correnti di pensiero che guarda a questa legge come una svolta epocale e di forte impatto nel mondo aziendale.

Come ogni legge o cambiamento porta con sé, tantissime novità e vantaggi, le quote di genere hanno messo in discussione l'andamento dell'intero *board* aziendale, con ricadute in tutto il sistema; giustamente così come ci sono dei vantaggi la legge non è esente da debolezze. La letteratura propone limiti e criticità che elencheremo nella tabella seguente, facendo riferimento sia ai vantaggi che ai limiti;

Tabella 4: vantaggi e limiti della Legge Golfo Mosca

Vantaggi	Limiti
Performance migliori	Incostituzionalità
Modelli di <i>Governance</i> migliori	Formazione di lobby
Aumento del potere femminile	Familiarità delle imprese
Riduzione delle discriminazioni	Modificazioni dello Statuto
Solidarietà femminile	Cumulo di incarichi
Nuove tendenze culturali	Familiarità
Minore dispendio di tempo	Scorciatoia

Tra i limiti della legge al primo posto vi è sicuramente una sorta di incostituzionalità relativa alla limitazione nelle scelte. Questa criticità si è superata dando alla legge parere di costituzionalità facendola rientrare nelle azioni positive del diritto comunitario volte a eliminare le disparità di fatto di cui le donne sono oggetto nell'ambito lavorativo. Altro limite potrebbe essere la riduzione della durata dei *Board* che in Italia può variare da uno a tre anni, se la scelta ricadesse nel termine di tre anni, la legge potrebbe provocare la riduzione a un solo anno trasformando la durata della legge stessa da nove anni di applicazione a tre. Alcuni oppositori della legge sostengono la discriminazione della donna attraverso la legge stessa, considerandole come una sorta di specie protetta. Un altro limite di tale legge riguarda il merito, in

quanto vista l'imposizione legale potrebbero essere inserite nei Cda donne non in grado di ricoprire le posizioni assegnate.

Ancora oggi non esistono criteri di selezione, ma il tutto potrebbe essere legato all'imposizione legale, specialmente nelle imprese familiari, si tenga ad inserire quote rose che fanno parte della famiglia, mettendo in discussione il loro reale contributo.

Il cumulo di cariche dovuto all'assenza di un criterio che ne imponga la quantità legale, può portare alla nascita di lobby, in altre parole di un gruppo privilegiato di donne che pur non appartenendo ad un corpo legislativo esercitano la loro influenza sulla normativa stessa. È anche vero che se non ci fosse stata una legge la corrente avrebbe continuato a puntare esclusivamente sui talenti maschili negando a quelli femminili l'opportunità di crescere. Grazie a questo intervento vi è stata certamente una spinta verso la riduzione dei cosiddetti tempi necessari per la riduzione della disparità stessa. Vi è anche l'apertura verso un a solidarietà femminile che spinge gli individui di sesso femminile a imporsi obiettivi ambiziosi che prima non esistevano. Come parte della letteratura esprime vi è sicuramente un miglioramento delle performance e dei modelli di *governance*. Una *Board Diversity* che ha spinto verso un cambiamento culturale legato non solo alla composizione e al numero delle donne nei *Board*, ma la legge promuove un vero e proprio cambiamento delle consuetudini e del modo di lavorare all'interno dei consigli di amministrazione. Si è assistito ad un vero e proprio recupero dei talenti, successivamente alle prime nomine, si è subito notata la presenza di soggetti meritevoli. Nominare le donne nei ruoli di potere, inizialmente per una particolare categoria di aziende,

ovvero quelle pubbliche e quotate, ha spronato tutte le altre categorie di aziende ad una nuova ottica, dove i posti cosiddetti vertici si tingono di rosa.

CAPITOLO III

ANALISI EMPIRICA

3.1 Considerazioni iniziali

Nel presente lavoro ci si è posti l'obiettivo di studiare quello che è accaduto e sta accadendo nello scenario nazionale italiano, con l'entrata in vigore della Legge Golfo-Mosca, abbondantemente discussa nei capitoli precedenti.

Le ragioni che hanno spinto a studiare il contesto italiano sono molteplici fra le più importanti abbiamo: l'elevato interesse per gli studi di "*Gender diversity*" a livello accademico; e il contestuale gap nella letteratura sul contesto italiano, il cui tema è stato poco trattato. E per finire non ultima per importanza, un'altra ragione va sicuramente riscontrata nella sensibilità e la propensione personale a questo tipo di studi. L'obiettivo del lavoro è quello di studiare gli effetti della "*Gender diversity*" sulle performance aziendali, e secondariamente capire se ci sono stati degli effetti come conseguenza della legge sull'introduzione delle "quote rosa" nello scenario nazionale italiano ovvero, "la legge 120/2011 Golfo-Mosca".

Quello che risulta interessante studiare è se tale politica ha passato il test di mercato, ovvero se il mercato finanziario e non, ne incoraggia o scoraggia la sua attuazione³⁷ (NICCOLÒ R. RANCATI E. 2016).

All'interno di questo filone di studi si colloca tutta la letteratura che abbiamo sottoposto alla nostra attenzione al fine di comprendere se esiste un legame tra la presenza femminile negli organi di *Governance* e le *performance* aziendali. Ci siamo chiesti, infatti, se un board più diversificato in termini di genere possa

³⁷ Niccolò R. Rancati E. Gender Diversity in the italian boardroom and firm financial performance. Manageent Reserch Review (2016)

realmente influenzare i risultati economici e finanziari delle società ed abbiamo cercato di rispondere a tale interrogativo attraverso l'analisi degli studi empirici di maggior rilievo prodotti in tale ambito, enfatizzando la vasta gamma di risultati a cui si giunge in letteratura, alla luce delle differenze che intercorrono tra le metodologie utilizzate, i parametri di *performance* scelti ed i campioni sottoposti allo studio.

Da una prima analisi degli studi già effettuati, inerenti alla possibilità di trovare una relazione tra presenza di donne nei *board* e *performance* aziendali, si evince che le conclusioni sui lavori esistenti in letteratura nazionale ed internazionale mostrano risultati discordanti.

Nel contesto italiano la legge Mosca viene approvata nell'agosto 2011 ma entra in vigore nell'agosto 2012, ed è proprio per questa giovane "età" rispetto all'entrata in vigore che il dibattito è ancora aperto.

3.2 Raccolta dati e costruzione del campione

La ricerca si propone di costruire un database di aziende quotate italiane, utilizzando il sito di Borsa Italiana.

Il campione utilizzato per l'analisi comprende le quotate italiane proprio perché sono una delle tipologie di aziende a cui la legge 120/2011 è destinata, e grazie all'obbligatorietà di pubblicazione dei documenti societari è stato possibile inoltre reperire dati utili all'analisi.

Il periodo di osservazione va dall'anno 2009 all'anno 2015, questi anni sono stati scelti secondo un criterio di ripartizione, che divide gli anni osservati in due parti, prima e dopo l'avvento della legge. La legge entra in vigore

nell'anno 2012 quindi sono stati presi in considerazione i tre anni prima, anno 2009, e i tre anni dopo anno 2015.

Il campione estratto da Borsa Italiana, per gli anni osservati contava ogni anno circa 300 società da cui ogni anno sono state eliminate per ragioni di comodità di studio:

- Le società appartenenti al settore finanziario;
- Le società sportive;
- Le società che presentano un modello di amministrazione dualistico;
- Le società con sede legale all'estero;
- Le società all'asta;
- Le società di cui non è stato possibile reperire i dati.

Il campione finale quindi è composto da 179 imprese³⁸ che verranno analizzate nel periodo 2009-2015 che ci porterà ad avere circa 1500 osservazioni.

Questo al fine di testare se la *board diversity* intesa come: presenza di consigliere femminili nei *board* incide sulle performance operative e di mercato del consiglio. Per la raccolta dei dati operativi è stato utilizzato il database Orbis.

I dati sono stati oggetto di un processo di “winsorizzazione”, procedura statistica per la modifica artificiosa della distribuzione campionaria di variabili aleatorie. Essa consiste nella rimozione degli outliers, cioè di quei valori estremi, o "anomali", che si discostano notevolmente dai valori centrali della distribuzione. Gli outliers sono indesiderati nelle analisi

³⁸ www.borsaitaliana.it/borsa/azioni/settori.html

empiriche poiché hanno un impatto sulla stima dei parametri di regressione, causando una minore stabilità degli stessi.³⁹

Il campione di imprese è di tipo aperto, vale a dire che in caso di *delisting* della società si è provveduto, rispettivamente, ad eliminare o inserire l'impresa nella banca dati ⁴⁰ (CAMBREA R.D. TENUTA P.,2016).

Quindi nel periodo di riferimento si prendono anche in considerazione aziende entrate in borsa successivamente al 2009 e anche aziende che sono uscite dalla quotazione prima del 2015. Per questa ragione il campione di riferimento comr già detto non è chiuso, ma varia da anno ad anno, in quanto prende in considerazione l'ingresso e il *delisting* delle aziende quotate.

Nella tabella N.4 si può sinteticamente evincere il numero di aziende presenti ogni nel nostro *dataset*.

Tabella 5: Numero di aziende del campione di riferimento per ogni anno (elaborazione propria).

ANNO	NUMERO AZIENDE
2009	178
2010	183
2011	184
2012	188
2013	188
2014	183
2015	179

³⁹ Charles P. Winsor (1895-1951).

⁴⁰ Cambrea R.D. Tenuta P. Consigli di amministrazione e valore d'impresa (impresa progetto Electronic Journal of Management), 2016

Dopo un'attenta fase di revisione della letteratura si è cominciato ad indagare la *Governance* di ogni azienda attraverso il download delle “Relazione di *Governance*”, presenti sui siti istituzionali delle società e altri documenti ufficiali per la ricerca e raccolta dei dati, al fine di riuscire a costruire un primo database. Qualora i siti internet delle società oggetto di studio, non siano disponibili o le relazioni stesse, non sono disponibili, si può ricorrere al sito di Borsa Italiana, che ha un'apposita sezione, “*Corporate Governance*”, dove sono presenti tutte le relazioni e infine anche al sito della CONSOB⁴¹ dove si può trovare un archivio di dati e informazioni storiche delle società quotate italiane. Alla fase di raccolta dei dati ne seguirà una di omogeneizzazione, al fine di rendere le informazioni comparabili fra le diverse aziende.

Dalle *relazioni di Governance* è possibile ottenere informazioni riguardanti non solo la composizione del *board*, ma anche la numerosità del consiglio, il numero delle donne presenti, il ruolo svolto, la durata della loro carica ecc. Quando dalla *relazione di Governance* non si riusciva ad ottenere l'informazione relativa al genere dell'amministratore direttamente dal nome, (perché ad esempio erano nomi stranieri, o non tipicamente da donna), per questo tipo di informazione si è passati alla ricerca del curriculum vitae dell'amministratore interessato, che si potevano trovare sempre sui siti della società, se non era possibile anche quest'ultimo tentativo, ancora una volta si è affinata la ricerca attraverso motori di ricerca su internet.

Le statistiche descrittive investigate dalle relazioni di *Governance* comprendono

- la dimensione del board;
- la presenza di amministratori esecutivi e non;

⁴¹ www.consob.it

- la presenza di donne;
- la presenza di donne con cariche esecutive e non;
- il numero di altri incarichi;
- il numero di donne di nuova nomina;
- il numero di componenti stranieri presenti nel board;
- una variabile dummy volta ad indicare se il presidente è diverso dal CEO (amministratore delegato) naturalmente i dati si riferiscono al 31/12 di ogni anno preso in esame.

Una volta terminata la parte di raccolta dati, inerente alla Corporate Governance, si utilizzerà la banca dati Orbis per l'analisi degli aspetti finanziari del campione in questione. I dati che sono stati cercati per valutare le *performance* da studiare rappresentano le variabili più utilizzate nelle analisi presenti in letteratura:

- ROA;
- ROE;
- Q di Tobin .

Il *ROA* indice di bilancio che misura la redditività relativa al capitale investito o all'attività svolta;

il *ROE* invece è un indice di redditività del capitale proprio;

La *Tobin's Q* dal nome del premio nobel per l'economia J. Tobin, è un indice di mercato,

3.4 Reserch Question:

Con l'introduzione della legge Golfo-Mosca nel 2011, le aziende quotate si sono trovate con l'obbligo, al momento del successivo rinnovo del consiglio d'amministrazione, di nominare almeno un quinto del genere meno rappresentato, la legge non parlava quindi esplicitamente di donne, ma le conclusioni nella maggior parte dei casi erano evidenti, in alcuni casi la presenza delle donne non era solo minore, o sottorappresentata, in alcuni casi le donne erano completamente assenti.

Il presente lavoro quindi partirà da alcune ipotesi che nel corso della ricerca potrebbero anche subire variazioni e sono le seguenti:

H1 La presenza delle donne nei *board* che effetto ha sulle performance economico-finanziarie e di mercato delle aziende oggetto del nostro campione?

Negli ultimi anni, a seguito delle numerose iniziative legislative, gli studiosi hanno iniziato a studiare gli effetti delle *Female Governances*, trovando risultati spesso contrastanti. L'estensione della presenza femminile nel CdA estende il bacino di capitale umano a cui si può attingere per trovare nuovi amministratori, ma apportano anche abilità e prospettive supplementari che permettono di migliorare le strategie aziendali (Hillman et al, 2007).

Byron e Post del 2016 hanno evidenziato una relazione positiva tra performance aziendali e donne nel *board*. Alcuni studi che vengono citati nella letteratura hanno rilevato una relazione positiva tra *diversity e performance*, (Carter et al., 2003) studiano il legame tra diversità di genere all'interno del consiglio di amministrazione e il valore aziendale sulla base del modello di

Fama e Jensen Principal Agent, spiegando che vi è una correlazione positiva della “*Gender diversity*” con le performance aziendali in termini di *Tobin’s Q*. Erchard et al., 2003 suggerivano anche loro un impatto positivo in termini di ROE e ROA; Carson et al. 2004; Roberson e Park, 2007). Singh et al. (2001) dimostrano che i consigli in cui sono presenti componenti di genere femminile sono associati a performance reddituali superiori. Studi quindi che dimostrano tutti una relazione positiva tra performance e donne nei board

Ancora Canyon e He (2016) con un campione di 2000 imprese statunitensi mostrano che la diversità di genere ancora una volta, ha degli impatti positivi sulle performance sempre in termini di *Tobin’s Q*.

Francoeur et al. (2008), Miguez-Verà et al. (2010) e Darmadi (2011) mettono invece in luce l’esistenza di una relazione negativa tra numero di donne nei *board* e performance finanziarie.

Ma esistono anche studi contrastanti il risultato positivo (Rose 2007, Adams e Ferreira 2008 Shrader et al 1997), dove questa relazione positiva non è dimostrata.

H2:La presenza di donne con cariche esecutive migliora le performance aziendali delle aziende oggetto del campione?

L’analisi empirica di Liu et al (2014) esamina l’effetto della diversità di genere sulle performance aziendali per le società quotate Cinesi tra il 1999 e il 2011. Il lavoro mostra una forte relazione positiva tra la presenza di donne esecutive ed il ROA. Altri lavori presenti in letteratura mostrano un’assenza i relazione tra donne che ricoprono cariche esecutive e performance.

H3: Con la Legge Golfo-Mosca, le performance aziendali delle aziende oggetto del nostro campione sono migliorate?

Questo miglioramento è dovuto alla presenza di donne nei Consigli di Amministrazione, quindi esiste realmente un legame tra le performance reddituali delle aziende oggetto del nostro campione e la presenza di donne?

3.5 La metodologia di ricerca

Nel presentare l'analisi di ricerca verrà impiegato un modello econometrico molto utilizzato nelle analisi empiriche: il panel.

Attraverso questo modello si potranno prevedere i valori di una variabile dipendente o risposta (quantitativa) a partire dai valori di una o più variabili indipendenti o esplicative.

L'utilizzo di questo tipo di modello è dettato dal fatto che se si considerassero delle stime basate sui minimi quadrati (Ols) si potrebbero ottenere delle stime distorte, per questo per ovviare a eventuali problemi di eterogeneità si applica un "*fixed effect panel model*".

In particolare si verificherà la relazione tra presenza di donne nei *board* aziendali e performance aziendali, ovvero come la prima variabile influenza la seconda.

Dai dati presenti nei precedenti lavori della letteratura emerge che differenti sono i risultati inerenti all'argomento, e che sono tanti i fattori che potrebbero influenzare la performance.

Alcuni fattori sono relativi ad aspetti interni dell'azienda come il settore, altri a caratteristiche esterne o del mercato o contesto di riferimento, ecc.;

È necessario quindi fare molta attenzione a queste variabili e per rendere più sicura e precisa la stima, bisognerebbe inserire qualche variabile di controllo nel modello per riscontrare eventuali influenze di queste sulle performance d'impresa.

Il modello è esplicitato dalla seguente relazione:

$$Y_i = \beta_0 + \beta_1 \times 1_i + \beta_2 \times 2_i + \dots + \beta_n \times n_i + \varepsilon_i$$

i rappresenta il numero delle osservazioni, ovvero delle aziende incluse nel campione;

X_1 è l'indicatore della presenza di donne;

X_2, \dots, X_n sono le variabili di controllo;

ε è l'errore, il residuo della stima, che deve essere minimizzato, attraverso l'opportuna stima dei coefficienti β .

Nello specifico si utilizzeranno dei dati panel i quali contengono osservazioni su multiple entità, dove ciascuna entità è osservata in più momenti.

Nello specifico nel modello vengono utilizzati gli indicatori contabili **ROA** (Return on Assets), **ROE** (Return on Equity Total), e **Tobin'Q** come variabili dipendenti, le quali descrivono l'andamento economico e di mercato o meglio le performance dell'attività aziendale.

3.6 Variabili investigate

La **variabile dipendente** è quella grandezza economica, attraverso la quale viene analizzata l'esistenza di una relazione tra *performance di mercato* o economica dell'impresa e presenza di donne nel *Board*.

Dall'altro lato come **variabile indipendente** viene utilizzata la presenza di donne nel Consiglio di amministrazione delle società oggetto di studio

Infine nell'analisi empirica sono state utilizzate alcune **Variabili Di Controllo** sono inserite alcune dimensioni quali: il fatturato (net sales), il totale delle attività (size), il totale dei debiti (total debt), i dividendi (dividend), i flussi di cassa (cash flow).

Tabella 6 Descrizione Variabili

Variabile	Descrizione	Definizione
PERFORMANCE	ROA	Red.operativo/Tot.attivo%
	ROE	Red netto/Patrim netto%
	TOBIN'Q	Rapporto tra il valore di mercato degli stock di un'azienda ed il loro valore contabile
DWoman	Presenza di donne nel board; variabile dummy	
Board	Dimensione del board	
Roles	Numero di altri incarichi in altri board	
Director Female	Percentuale del numero di donne sul numero totale dei membri del board	
Female Executive	Donne con ruoli esecutivi	
Solvencyr	Solvibilità delle aziende	
Size	Logaritmo naturale del total asset	
Cash Flow	Flussi di cassa	
Debts	Come il rapporto tra debiti totali e totale dell'attivo;	
Price Cash	Disponibilità liquide	
Profit	Profitti dell'impresa	
Dividend	Dividendi pagati dalla società ai soci;	

In particolare nella costruzione del modello le variabili utilizzate per misurare le *performance* d'impresa sono i tre indicatori contabili Roa, Roe e Tobin'Q, che come discusso in precedenza, rappresentano le variabili più utilizzate nelle analisi presenti in letteratura.

Il **Roa** indice di bilancio che misura la redditività relativa al capitale investito o all'attività svolta, ci consente di capire, come un'azienda può agire in base a ciò che possiede, prescindendo dalla forma di finanziamento messa in atto. È molto utile per paragonare aziende concorrenti che fanno parte di uno stesso settore.

Il **Roe** invece è un indice di redditività del capitale proprio, viene utilizzato per verificare il tasso di remunerazione del capitale di rischio, ovvero quanto rende il capitale conferito all'azienda dai soci.

L'indicatore può essere considerato come una sintesi dell'economicità complessiva, valutando

come il management sia riuscito a gestire i mezzi propri per aumentare gli utili aziendali.

Tobin'Q indica il rapporto fra la somma dei valori di mercato di azioni e obbligazioni di un'impresa e i valori di rimpiazzo o ricostituzione degli attivi necessari al funzionamento dell'impresa stessa.

Tale valore è semplicemente il costo che l'impresa dovrebbe sostenere, per riacquistare tutte le proprie strutture e i propri impianti, ai prezzi di mercato correnti. *Tobin* individuò anche le condizioni per capire se per l'impresa fosse o meno conveniente aumentare la propria spesa per investimenti: se il valore della *Q* è maggiore di 1, infatti, lo *stock* di capitale desiderato dall'impresa è minore del capitale effettivo, e dunque, l'impresa potrebbe migliorare le sue

prestazioni aumentando la propria spesa per investimenti; al contrario, se la Q di Tobin è minore di 1, allora il capitale desiderato è maggiore del capitale effettivamente posseduto dall'impresa, e quindi l'impresa dovrebbe diminuire la propria spesa per investimenti. La scelta di usare la Tobin'Q è motivata da tante ragioni: tra le più importanti abbiamo la questione che la stessa riflette le aspettative di mercato dei futuri guadagni e quindi un riferimento adeguato per il vantaggio competitivo delle imprese; inoltre i risultati contabili sono basati su eventi che si sono già verificati e quindi si offre una visione passata mentre la Q di Tobin si concentra su aspettative di prestazioni future.

La variabile $DWoman$ (variabile dummy, che assume valore pari a 1 se almeno una donna è presente nel board delle aziende, pari a 0 altrimenti), indica la presenza di donne nel Consiglio d'Amministrazione;

la variabile $Board$ indica la composizione totale del Consiglio d'Amministrazione;

la variabile $Director Female$ indica la percentuale di donne presenti sul numero totale di componenti del *board*;

la variabile $roles$ indica il numero percentuale di altri incarichi dei componenti del *board* calcolato come il numero percentuale degli altri incarichi sul numero totale dei componenti del board;

la variabile $Female Executive$ il numero di donne esecutive;

la variabile $Dividend$ indica i dividendi pagati dalla società ai soci;

la variabile $Solvencyr$ indica il grado di solvibilità delle aziende;

la variabile $Cash Flow$ rappresenta uno strumento utilizzato per calcolare i flussi di cassa generati dalle attività;

La variabile $Price Cash$ che indica le disponibilità di cassa.

La variabile Debts che è calcolata come il rapporto tra debiti totali e totale dell'attivo;

3.7 Specificazione del modello

- $ROA = \beta_0 + \beta_1 D_{woman} + \beta_2 board + \beta_3 director_{female} + \beta_4 roles + \beta_5 female_{executive} + \beta_6 solvency + \beta_7 Size + \beta_8 cashflow + \beta_9 debts + \beta_{10} price_{cash} + \beta_{11} profit + \beta_{12} Dividend + \varepsilon$

(1)

- $ROE = \beta_0 + \beta_1 D_{woman} + \beta_2 board + \beta_3 director_{female} + \beta_4 roles + \beta_5 female_{executive} + \beta_6 solvency + \beta_7 Size + \beta_8 cashflow + \beta_9 debts + \beta_{10} price_{cash} + \beta_{11} profit + \beta_{12} Dividend + \varepsilon$

(2)

- $Tobin'Q = \beta_0 + \beta_1 D_{woman} + \beta_2 board + \beta_3 director_{female} + \beta_4 roles + \beta_5 female_{executive} + \beta_6 solvency + \beta_7 Size + \beta_8 cashflow + \beta_9 debts + \beta_{10} price_{cash} + \beta_{11} profit + \beta_{12} Dividend + \varepsilon$

(3)

- $Tobin'Q = \beta_0 + \beta_1 D_{woman} + \beta_2 board + \beta_3 director_{female} + \beta_4 roles + \beta_5 female_{executive} + \beta_6 solvency + \beta_7 Size + \beta_8 cashflow + \beta_9 debts + \beta_{10} price_{cash} + \beta_{11} profit + \beta_{12} Dividend + \varepsilon$

(4)

Le regressioni sopra indicate vengono applicate per determinare la relazione tra le *performance* dell'impresa e la presenza di donne nei Cda, considerando i valori delle variabili indipendenti.

Nello specifico in tabella 5 vengono riportate dettagliatamente attraverso breve descrizione, le variabili utilizzate nel modello quali:

- *Performance* (Roa, Roe, Tobin'Q) come variabile dipendente del modello, di cui viene descritta la modalità di calcolo. Sono stati scelti come riferimento gli indicatori tipici dell'analisi di bilancio, calcolati con un metodo standard riconducibile a specifiche voci di bilancio, in quanto ne esistono differenti metodologie di calcolo.

3.8 Analisi dei risultati verifica delle ipotesi

Ricordiamo che il periodo temporale di riferimento per la stima del modello, va dal 2009 al 2015. Questi elementi hanno fornito i dati necessari alla stima.

In questa sezione, e nello specifico nelle tabelle a seguire, vengono illustrati e descritti i risultati delle analisi.

I dati che scaturiscono dallo studio, forniscono le risposte alle ipotesi fatte precedentemente.

In particolare viene valutata l'esistenza di un impatto tra la presenza di donne nei *board* e *performance* economiche e di mercato.

Nello specifico l'analisi è stata effettuata sui tre indicatori di performance Roa, Roe e Tobin'Q.

Coerentemente con una parte della letteratura le stime relative agli indici Roa e Roe non mostrano risultati significativi (Bhagat-Black 2002; De Andreas Lopez 2055); per questa ragione si illustreranno e commenteranno solo i

risultati relativi all'indice Tobin'Q da cui scaturiscono dati statisticamente significativi.

La decisione di utilizzare un modello Panel FE è sopraggiunta per evitare di ottenere delle distorsioni nelle stime e problemi legati all'eterogeneità.

Con questo tipo di modello si è cercato di ridurre al minimo i problemi di endogeneità relativi a quelle caratteristiche innate degli individui, quindi non osservabili empiricamente.

La scelta del modello Panel risulta presente in molte analisi della letteratura sull'argomento (Adam e Ferreira, 2009, N. Gordini, E. Rancati, 2016).

Le tabelle 7, 8 e 9 mostrano i risultati della regressione

Come già detto in precedenza per i risultati delle performance illustrati in tabella 7 e 8 (Roa, Roe) non abbiamo risultati significativi; tale risultato, quindi, sembra essere in effetti in linea con quanto presente in precedenti studi allo stato dell'arte.

I risultati ottenuti per verificare gli effetti sulla performance aziendale evidenziano che non vi è alcuna relazione tra la presenza o la percentuale di donne presenti nel board con il Roa o con il Roe (Haslam, Rayan, Kulich, 2010).

Nello specifico nella tabella 9, vengono illustrati e descritti i risultati delle analisi (Tobin'Q).

I dati che scaturiscono dallo studio, forniscono le risposte alle ipotesi fatte precedentemente.

H1: La presenza delle donne nei *board* che effetto ha sulle performance economico-finanziarie e di mercato delle aziende oggetto del nostro campione?

Dai risultati delle stime presenti in tabella 9 si riesce ad avvalorare questa ipotesi.

Nello specifico i risultati mostrano che vi sono legami statisticamente significativi fra la presenza di donne nei board e le altre variabili utilizzate nel modello. In effetti la presenza di donne nei board, partendo dal presupposto che la presenza di donne è al momento molto limitata, ha effetti positivi sulle performance, così come già riscontrato in altri studi. In particolare nella colonna 1 della tabella 9, il livello di significatività statistica del Tobin'Q è (Director Female= 0,006***), quindi statisticamente significativo con effetti positivi. La variabile size misurata come il logaritmo delle attività totali indica che, con la presenza delle donne nei board vi sono maggiore stabilità patrimoniale e maggiore solvibilità senza rischi di default (Size=-0,146).

Risultano ancora statisticamente significative altre variabili come (Price Cash=0.003***), (Profit=0,032***) e (Dividend=0,117***).

Inoltre il modello è stato testato singolarmente per ogni variabile.

Per rispondere alla nostra H1, possiamo quindi concludere che: I risultati mostrano che c'è una relazione positiva tra la presenza delle donne nei board e le performance misurate dalla Tobin'Q (DWoman=0,094).

H2:La presenza di donne con cariche esecutive migliora le performance aziendali delle aziende oggetto del campione?

Dai dati scaturiti dall'analisi si evince che la presenza di donne con cariche esecutive non migliora le performance delle aziende, coerentemente con quanto studiato in letteratura, in quanto la variabile Executive female non risulta statisticamente significativa.

H3: Con la Legge Golfo-Mosca, le performance aziendali delle aziende oggetto del nostro campione sono migliorate?

Testando l'ipotesi 3 andiamo a verificare gli effetti della Legge Golfo-Mosca sulle performance aziendali.

Per lo studio della terza ipotesi, sono stati presi in considerazione esclusivamente gli anni in cui la legge era in vigore quindi, gli anni dal 2012 al 2016.

La tabella 10 mostra i seguenti risultati: dopo l'entrata in vigore della Legge Golfo-Mosca, le performance delle aziende sono migliorate ma ancora una volta non risulta significativo il ruolo esecutivo delle donne.

Risulta anche essere statisticamente significativo ($\text{solvencyr}=0.010***$) il quale indica che dopo l'entrata in vigore della legge vi è una maggiore capacità di solvibilità delle aziende, forse legata al fatto che le donne sono più avverse al rischio. Se osserviamo la variabile ($\text{size}=-0.349***$) anche essa statisticamente significativa, si comprende che dopo l'entrata in vigore della Legge, si evidenzia una maggiore stabilità patrimoniale. Per quanto riguarda la variabile ($\text{debts}=0,000***$) notiamo che essa è statisticamente significativa quindi possiamo concludere che dopo la Legge Golfo-Mosca il livello di indebitamento si riduce. Infine la variabile ($\text{price cash}=0,004***$) risulta statisticamente significativa con effetti positivi, quindi si riscontra una maggiore disponibilità di liquidità.

Altra variabile che risulta statisticamente significativa con effetti positivi è quella legata al profitto ($\text{Profit}=0,043***$). Questo dà conferma del fatto che la presenza di donne nei board favorisce maggiori profitti e performance migliori.

Concludendo possiamo dire che l'ipotesi quattro è rispettata; ovvero con la Legge Golfo-Mosca, le performance aziendali delle aziende oggetto del nostro campione sono migliorate.

Tabella 7 Risultati della Ricerca

	ROA	DWoman	Board	Director Female	Roles	Female Executive
DWoman	-0.758*	-0,218				
	0,052	0,335				
Board	0,059		0,03			
	0,419		0,694			
Director Female	0.024*			0,004		
	0,064			0,587		
Roles	0,139				0,478	
	0,842				0,81	
Female Executive	-0,057					-0,086
	0,798					0,7
Solvencyr_	0,01	0,018	0,015	0,014	0,016	0,012
	0,601	0,365	0,417	0,485	0,417	0,531
Size	-2.129***	-1.929***	-1.996***	-1.997***	-1.981***	-2.108***
	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Cash Flow_	0.0005**	0.0007**	0.0002**	0.0001**	0.0001**	0.0001**
	0,05	0,038	0,039	0,043	0,041	0,039
Debts_	0,564	0,657	0,585	0,452	0,478	0,214
	0,22	0,287	0,319	0,331	0,316	0,306
Price Cash	-0.006*	-0.006*	-0.007*	-0.007**	-0.007*	-0.008**
	0,067	0,064	0,052	0,043	0,053	0,032
Profit_	0.519***	0.511***	0.515***	0.517***	0.514***	0.509***
	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Dividend	-0,04	0,037	0,02	0,002	0,023	-0,077
	0,902	0,907	0,951	0,995	0,942	0,817
YEAR FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	637	639	639	639	637	639
F	19,586	27,609	26,624	27,303	26,716	17,833
P	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Tabella 8 Risultati della Ricerca

	ROE	DWoman	Board	Director Female	Roles	Female Executive
DWoman	-0,455	0,002				
	0,749	0,998				
Board	0,075		0,071			
	0,739		0,75			
Director Female	0,031			0,023		
	0,505			0,377		
Roles	-0.006*				-0.006*	
	0,09				0,091	
Female Executive	0,114					-0,107
	0,875					0,86
Solvencyr_	-0.198***	-0.212***	-0.190***	-0.192***	-0.193***	-0.210***
	0,002	0,000	0,003	0,003	0,002	0,000
Size	-2,585	-1.923**	-2,255	-2,106	-2,555	-2,853
	0,281	0,034	0,349	0,374	0,256	0,155
Cash Flow_	0	0	0	0	0	0
	0,22	0,678	0,194	0,209	0,207	0,197
Debts_	0.0045	0.0005**	0.0005	0.0005	0,000	0,0002
	0,38	0,012	0,454	0,474	0,384	0,467
Price Cash	-0,015	-0,023	-0,013	-0,014	-0,015	-0,016
	0,324	0,106	0,409	0,395	0,318	0,303
Profit_	1.486***	1.501***	1.483***	1.488***	1.476***	1.506***
	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Dividend	0,079	0,392	-0,078	-0,059	0,077	-0,372
	0,934	0,636	0,934	0,95	0,935	0,696
YEAR FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	637	639	639	639	637	639
F	12,97		14,835	15,208	14,719	22,036
P	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Tabella 9 Risultati della Ricerca

	Tobin Q	DWoman	Board	Director Female	Roles	Female Executive
DWoman	-0,037	0.094***				
	0,364	0,004				
Board	0,008		0,002			
	0,37		0,853			
Director Female	0.006***			0.005***		
	0,000			0,000		
Roles	0,002				-0.000**	
	0,177				0,026	
Female Executive	-0,059					-0.082**
	0,177					0,047
Solvencyr_	0.004**	0.006*	0.003*	0,004	0.006	0.003*
	0,025	0,085	0,098	0,202	0,072	0,069
Size	-0.146***	-0,091	-0.164***	-0,119	-0,101	-0.171***
	0,003	0,435	0,001	0,29	0,409	0
Cash Flow_	0.0001**	0.0002**	0.0002***	0.0001**	0.0001**	0.0001***
	0,015	0,0s34	0,004	0,038	0,038	0,004
Debts_	0.0001***	0.0003*	0.0002***	0.0001**	0.0005**	0.0002***
	0,007	0,053	0,006	0,027	0,031	0,003
Price Cash	0.003***	0.003***	0.002***	0.003***	0.003***	0.002***
	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Profit_	0.032***	0.030***	0.029***	0.032***	0.029***	0.028***
	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Dividend	0.117***	0.135***	0.071*	0.118***	0.146***	0.066*
	0,003	0,002	0,058	0,005	0,002	0,08
YEAR FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	638	640	640	640	638	640
F	19,444	8,515	23,621	10,148	9,286	24,094
P	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Tabella 10 Risultati della Ricerca

VARIABILE DIP. TOBINQ	all_tobin	DWoman	Board	Director Female	Roles	Female Executive
DWoman	0,013	0.152***				
	0,835	0,001				
Board	0,009		0,009			
	0,47		0,439			
Director Female	0.006***			0.006***		
	0,002			0,000		
Roles	0				0	
	0,773				0,819	
Female Executive	-0,092					-0.110*
	0,162					0,067
Solvencyr_	0.010***	0.011*	0.007**	0,01	0.012*	0.008***
	0,004	0,088	0,018	0,136	0,077	0,008
Size	-0.349***	-0,285	-0.441***	-0.323*	-0,277	-0.450***
	0,000	0,17	0,000	0,096	0,214	0,000
Cashflow_	0.000*	0.000*	0.000**	0.000**	0.000*	0.000**
	0,095	0,08	0,025	0,044	0,067	0,029
Debts_	0.000***	0.000**	0.000**	0.000**	0.000**	0.000***
	0,003	0,046	0,014	0,016	0,044	0,006
Price Cash	0.004***	0.004***	0.003***	0.004***	0.004***	0.003***
	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Profit	0.043***	0.042***	0.036***	0.042***	0.041***	0.036***
	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Dividend	0.130**	0.139**	0,059	0.131**	0.167**	0,063
	0,02	0,023	0,267	0,023	0,011	0,23
YEAR FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES
N	369	371	371	371	369	371
F	14,468	9,511	22,16	9,941	9,593	22,676
P	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000

Tabella 11 Matrice di Correlazione fra le Variabili.

Variabili	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
1 Tobin Q_	1,0000														
2 ROE	0,4417	1,0000													
3 ROA	0,7266	0,7595	1,0000												
4 DWoman	-0,0002	-0,1359	-0,1451	1,0000											
5 Board	-0,0348	-0,0264	-0,0604	0,1485	1,0000										
6 Director Female	0,0951	-0,0957	-0,0676	0,7245	-0,0705	1,0000									
7 Roles	0,0332	0,0503	0,0104	-0,0141	0,1198	-0,0357	1,0000								
8 Female Executive	-0,1663	-0,0894	-0,0563	0,3261	-0,0345	0,2497	-0,0591	1,0000							
9 Solvencyr	0,4227	-0,1329	0,3651	-0,0196	-0,1194	0,0456	-0,1046	0,0630	1,0000						
10 Size	-0,1585	0,0559	-0,1057	-0,0567	0,4751	-0,1262	0,1290	-0,1019	-0,2848	1,0000					
11 Cash flow	-0,0779	0,0350	0,0184	-0,1637	0,0597	-0,0798	-0,0857	-0,0960	-0,0662	0,5575	1,0000				
12 Debts	-0,0869	0,0226	0,0029	0,0605	0,0155	0,0891	0,0751	0,0976	-0,0756	0,5493	0,1705	1,0000			
13 Price Cash	0,0019	-0,2628	-0,2465	0,1081	-0,0394	0,0967	-0,0302	0,0579	0,0312	-0,1050	-0,0577	-0,0483	1,0000		
14 Profit	0,3826	0,5518	0,6007	-0,1357	0,0449	-0,1046	-0,0347	-0,0644	0,1864	0,2301	0,1283	0,0343	-0,1967	1,0000	
15 Dividend	0,3731	0,0459	0,3738	-0,0099	-0,1100	0,0469	-0,0362	0,0528	0,7080	-0,2215	-0,1278	-0,1168	-0,0228	0,2185	1,0000

CONCLUSIONI

Obiettivo della seguente analisi empirica è stato quello di verificare se la presenza di donne nei *Board* aziendali generi degli impatti positivi o negativi sulle performance (Bruke and Mattis, 2010; Vinnicombe et al., 2008), o se non generi alcun tipo di impatto, anche in virtù dell'intervento legislativo sulle quote di genere.

Il lavoro presentato si è articolato in tre parti.

Inizialmente attraverso un'attenta analisi, è stata approfondita la letteratura accademica sulla *Corporate Governance* e sulla *Gender Diversity*; approfondimenti sono stati fatti sulla Legge Golfo-Mosca entrata in vigore nel nostro Paese nell'anno 2012, proposta dalle deputate Golfo e Mosca, per l'introduzione delle quote di genere negli organi sociali delle società quotate. Successivamente è stato costruito un *dataset* di aziende italiane quotate, con dati di *Corporate*, su cui si è realizzata un'analisi empirica per verificare gli obiettivi previsti. Infine si è passati al commento dei risultati ed alle relative conclusioni.

Allo stato dell'arte si evince che, l'effetto della presenza delle donne sulle performance aziendali non sempre è positivo; dai risultati già presenti in letteratura, si vedono pareri contrastanti. In alcuni casi gli effetti riscontrati in questo tipo di relazione sono statisticamente significativi e positivi (Erchard et al., 2003), in altri negativi (Rose 2007) (Adams R. B., Ferreira D., 2009), mentre in altri ancora inesistenti. I motivi derivanti da tale diversità dei risultati potrebbero essere legati a molti fattori, quali ad esempio: diversità di modello di analisi con cui lo si studia; differenti periodi temporali presi ad esame; alcune teorie infatti sostengono che, gli effetti della presenza della donna sulle

performance, si verificherebbero solo dopo un arco temporale di cinque anni e che gli effetti positivi, si avrebbero solo quando esse sono almeno tre (Torchia et al 2011). Altri elementi da tenere in considerazione sono il Paese o la tipologia di impresa che si va a studiare e le differenti caratteristiche che l'impresa oggetto del campione presenta.

Dall'analisi effettuata in questo lavoro di tesi, attraverso la costruzione di un *dataset ex novo* e l'utilizzo di un modello statistico, quale il panel ad effetti fissi si è riscontrato che la presenza di donne nei *board* aziendali delle imprese oggetto del modello ha effetti positivi sulle performance aziendali. Punto forte di tale analisi, quale elemento innovativo, non esistente negli studi già presenti in letteratura, va riscontrato nell'arco temporale di riferimento. Il periodo temporale esaminato in questo modello, è volto a colmare quel gap di studi che abbiano ad oggetto lo studio degli effetti che la legge Golfo-Mosca potrebbe avere; ovvero in letteratura non sono presenti molti studi che hanno ad oggetto gli anni fino al 2015.

È possibile riscontrare nei risultati di tale analisi che, la presenza delle donne risulti essere elemento positivo per l'azienda; innanzitutto si ritiene che esse siano in grado di apportare prospettive differenti e nuovi elementi innovativi, modi nuovi di affrontare le situazioni e gestire la vita aziendale; si crede che esse abbiano spiccate capacità di problem solving, quindi siano in grado di migliorare le decisioni e le tempistiche del consiglio di amministrazione e di conseguenza le performance aziendali

Sulla base dei risultati raggiunti possiamo concludere che si richiede una maggiore presenza di donne, in quanto essa migliora la vita aziendale.

La Legge Golfo-Mosca ha sicuramente apportato grandi cambiamenti e novità. I risultati sono evidenti ma la norma ha una data di scadenza; i suoi effetti si manifesteranno al massimo fino all'anno 2023. Ci chiediamo quindi, cosa succederà dopo? È questo il grande interrogativo che ci si pone e l'interessante spunto per eventuali sviluppi futuri.

Al di là della letteratura esistente e dei risultati raggiunti, grazie alle leggi sulla tutela delle cosiddette quote rosa, quello che è emerso dalle più personali considerazioni è principalmente una critica al sistema italiano, a cui è servita una legge per far sì che le poltrone della società quotate si dipingessero di rosa. Non si è tenuto conto in assoluta libertà della possibile potenzialità di un individuo di sesso femminile all'interno del *board*. Altra considerazione spinge verso quell'idea che non serva lo “smalto sulle unghie” per migliorare le performance di un qualsiasi sistema, e che se si continua verso questa sorta di “discriminazione” perché è di discriminazione che si tratta, se si impone una quota minima di rosa, non si coglieranno mai i veri effetti. Quando la legge smetterà di essere legge cosa ne sarà delle “amministratrici donne”? Alla luce di tutto lo studio effettuato e delle varie esperienze raccolte, si può affermare che le capacità a fare meglio sono da ricercare nella persona stessa, nelle sue attitudini, nella sua capacità carismatica, ovvero in quelle caratteristiche che purtroppo non sempre sono osservabili, piuttosto che in un tacco 12.

BIBLIOGRAFIA

ADAMS R.B., FERREIRA D. (2008), “Women in the Boardroom and Their impact on Governance and Performance”.(Journal of Financial Economics 94).

ADAMS, R. B., & FERREIRA, D. (2007), (A theory of friendly boards. Journal of Finance 62).

BERLE A. & MEANS G. C., The Modern Corporation and Private Property.

BIANCO M. CIAVARELLA A. SIGNORETTI R. (2011), “Women on boards in Italy”, Quaderni di Finanza, CONSOB.

CALVOSA L. ROSSI S. (2013), “Gli equilibri di genere negli organi di amministrazione e controllo delle imprese”, Osservatorio del diritto civile e commerciale, Società Editrice Il Mulino.

CAMBREA R.D. TENUTA P. Consigli di amministrazione e valore d’impresa (impresa progetto Electronic Journal of Management), 2016

CAMPBELL K. MINGUEZ-VERA A. (2008) “Gender Diversity in the Boardroom and Firm Financial Performance” *Journal of Business Ethics*.

CARTER D. et al. (2003), “Corporate Governance, board diversity and firm value”. *The Financial Review*.

CASARICO A. PROFETA P. LUCA S. (2009), “Donne al vertice delle imprese e azioni positive” (Short notes series).

CATALYST .(2007), “The bottom line: Corporate performance and women’s representation on boards”, New York, Catalyst.

CALVOSA E ROSSI (2013), “Gli equilibri di genere negli organi di amministrazione e controllo delle imprese”, il Mulino, vol. 1.

COASE R. H. (1937), *The Nature of the Firm*. *Economica*, n. 16 Blackwell Publisher.

CUOMO S. MAPELLI A.(2011), “Gender diversity e Corporate Governance dopo la legge Golfo-Mosca (Il Diversity Management).

DAVID A. CARTER, FRANK D’SOUZA, BETTY J. SIMKINS, AND W. GARY SIMPSON (2010), “The Gender and Ethnic Diversity of US Boards and Board Committees and Firm Financial Performance”.

DEMARTINI, P.,GRAZIANI, P., MONNI,S. (eds) (2016), “Performance Sistemi di controllo” *Made in Italy*, RomaTre-Press.

DAHLEUP D. FREIDENVALL L.(2008), “Sistemi elettorali che prevedono quote riservate alle donne e loro applicazione in Europa”, Parlamento Europeo, Direzione generale Politiche Interne, Diritti dei cittadini e affari costituzionali.

DARMADI S. (2011), “Board diversity and firm performance: The Indonesian evidence”, Corporate Ownership and Control Journal, vol. 8.

DI FELICE V. (2012), “Quote Rosa nei Consigli di Amministrazione”, Senato della Repubblica, Servizio affari internazionali, Ufficio dei Rapporti con le Istituzioni dell’Unione europea.

FASAN M. (2012), “Corporate Governance nelle quotate italiane: un’analisi empirica degli Amministratori e dei Consigli di Amministrazione”.

HELEN K. MANDY C. AND SIDNEY J.G., (2007), “Corporate Governance and Board Composition: diversity and independence of Australian boards”.

JASMIN J. KERSTIN P. KARIN V., (2013), “Gender Diversity in the Boardroom and Firm Performance: What Exactly Constitutes a Critical Mass?”. Journal of Business Ethics, November.

LINCIANO N. – CIAVARELLA A. – SIGNORETTI R. (2015) “2015 Report on Corporate Governance of Italian listed companies”, CONSOB, Statistics and Analyses.

LÜCKERATH – ROVERS M. (2011), “Women on boards and firm performance”, *Journal of Management & Governance*.

MARCUCCI M. – VANGELISTI M. I. (2013), “L’evoluzione della normativa di genere in Italia e in Europa”, Banca d’Italia, *Questioni di Economia e finanza (Occasional Papers)*, numero 188.

MAZZOTTA R. (2013), “Eterogeneità e indipendenza dei CdA delle società quotate italiane”, in rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale.

MAZZOTTA R. (2007), “La Corporate Governance e le performance aziendali. Un’analisi sulle società italiane quotate in borsa. Franco Angeli.

MCKINSEY & COMPANY, (2013), “Women matter. Gender diversity, a corporate performance driver”, Parigi, McKinsey & Company.

MATSA D. AND AMALIA R. MILLER (2013), “A Female Style in Corporate Leadership? Evidence from Quotas”. *American Economic Journal*.

ROSE C. (2007) Does female board representation influence firm performance? The Danish evidence. *Corporate Governance: An international Review*.

ROSSELLI A. (2014), “La politica sull’uguaglianza di genere in Italia”, Direzione Generale Delle Politiche Interne, Dipartimento Tematico C: Diritti dei cittadini e affari Costituzionali, *Uguaglianza di Genere*. 2014.

SCHWIZER. P. SOANA M.G. CUCINELLI D. (2012) “I vantaggi della board diversity: un’analisi empirica sul mercato italiano”.

SMITH N., SMITH V., VERNER M. (2005), “Do Women in Top Management Affect Firm Performance? A Panel Study of 2500 Danish Firms”, Discussion paper, Centre for Industrial Economics, Department of Economics, University of Copenhagen.

TERJESEN ET AL (2009) “Women Directors on Corporate Boards: A Review and Research Agenda.

TURNER J. (1987). Rediscovering the social group: a social categorisation theory. Oxford, UK.

TURNER, J. C. (1982). Towards a cognitive construction of groups. Social Identity and Intergroup Relations. H. Tajfel. Cambridge, Cambridge University Press.

WILLIAMS, K. Y. AND C. A. O'REILLY (1998). “Demography and diversity in organizations: a review of 40 years of research.” Research in Organizational Behavior.

ZINGALES L., (1998). “The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law”.