

Dipartimento
di Impresa e Management

Cattedra Economia Aziendale

La Corporate governance e la performance aziendale: Analisi Ferrovie dello Stato Italiane SPA

Prof. Giovanni Fiori

RELATORE

Alessandro Di Pietro Matr.234061

CANDIDATO

Anno Accademico 2020/2021

Sommario

Introduzione	4
CAP.1 - Corporate governance in Italia e performance aziendale	5
1.1 Regolamentazione normativa italiana	5
1.1.1 Hard law: Legge Draghi, Riforma del 2003 e Legge sul Risparmio	6
1.1.2 Soft law: Introduzione e attuazione del Codice Preda.....	10
1.1.3 Il Codice di autodisciplina nelle società quotate	11
1.2 Il Consiglio di Amministrazione.....	15
1.2.1 Composizione, struttura e funzionamento del Consiglio di amministrazione	17
1.2.2 Consiglio di Amministrazione in Italia: Prima e dopo l'introduzione del Codice di Autodisciplina	20
1.2.3 Composizione del Consiglio di Amministrazione delle società italiane e Consiglio di Amministrazione delle società internazionali	23
1.3 Quali variabili sono legate alla performance aziendale?	24
1.3.1 Consiglio di Amministrazione e performance aziendale	25
1.3.2 Remunerazione del management e performance aziendale	27
1.3.3 Management turnover e performance	27
CAP.2 – Principali indici di performance aziendale	30
2.1 Concetto di performance aziendale	30
2.2 Gli indici di performance aziendale	31
2.2.1 Misurazioni di matrice contabile	31
2.2.2 EVA e MVA.....	34
2.2.3 Valori di mercato: Multipli di borsa e Q di Tobin	35
2.3 Correlazione tra questi indici e le variabili di governance	38
2.4 Misurazione dell'eccellenza di corporate governance: Indice di qualità	40
2.4.1 Creazione di un indice di qualità	40
2.4.2 Correlazione di tale indice alle performance aziendali	43
CAP.3 – Analisi del Gruppo Ferrovie dello Stato Italiane SPA.....	45
3.1 Il Gruppo	45
3.2 La Corporate governance.....	46
3.2.1 Consiglio di Amministrazione	46
3.2.2 Comitati	47
3.2.2 Collegio sindacale	48
3.3 Sistema controllo interno e gestione del rischio.....	49
3.3.1 Applicazione del modello 231	50
3.4 Analisi della performance	50
3.4.1 Analisi di performance del bilancio consolidato	54

3.5 Risultato emerso dall'analisi: correlazione tra Corporate governance e performance aziendale.....	57
Conclusione.....	58
Bibliografia	59
Sitografia.....	59

Introduzione

Gli studi che analizzano la Corporate governance rivestono una particolare importanza, essendo sempre un argomento contemporaneo, soprattutto da quando, inizi anni 2000 circa, vari scandali hanno travolto il mondo della gestione d'azienda e più in generale dell'economia. Purtroppo, o per fortuna, le società sono composte da vari soggetti, e chi più chi meno, ha degli interessi legati ad esse, la difficoltà sta proprio nel raccordare le diverse esigenze dei soggetti facenti capo ad un'azienda. In questa trattazione ci occuperemo dapprima di seguire quali sono stati i cambiamenti normativi in tema di corporate governance in Italia, analizzandone le fasi principali, le *hard law*, le *soft law* e la nascita del codice di autodisciplina, quale contenitore di raccomandazioni e *best practices* che dovrebbero garantire, se applicate nel modo corretto, una gestione sana e prudente dell'impresa. Seguirà successivamente un approfondimento di quello che è l'organo più importante di un'impresa, l'organo che decide il destino di essa, ovvero il Consiglio di Amministrazione, quale organo deputato alla direzione dell'impresa, e degli organi che hanno controllo su di esso, evidenziando quali sono le variabili di governance che potrebbero avere una correlazione con le principali variabili di performance. Il secondo capitolo ha lo scopo di definire cosa sia la performance aziendale, nonché quali siano i diversi indici esistenti che permettano di definire l'andamento di una società, da quelli di matrice contabile a quelli di mercato. Successivamente analizzeremo gli studi che hanno tentato di dare prova a un reale collegamento tra gli indici spiegati e le variabili nel primo capitolo analizzate ed un breve excursus su cosa sia un indice di qualità e quali siano i suoi utilizzi, definendo quali siano i risultati ottenuti da tale ricerca. Nel terzo ed ultimo capitolo della trattazione, si analizzerà la Corporate governance di un'importante società italiana, quale Ferrovie dello Stato Italiane SPA, una delle più grandi imprese di trasporto del nostro paese, analizzandone infine i bilanci relativi all'anno 2020, calcolando i principali indici di redditività del bilancio e giungendo poi alla conclusione, nella quale si tenterà di dare prova o meno dell'esistenza di un collegamento tra ciò che riguarda la governance e la performance.

CAP.1 - Corporate governance in Italia e performance aziendale

1.1 Regolamentazione normativa italiana

A differenza di altri paesi internazionali ed europei, l'Italia ha presentato nel corso della sua storia caratteristiche di corporate significativamente diverse¹. Importanti fatti storici, come, ad esempio, l'unificazione italiana, avvenuta più tardi rispetto agli altri paesi, hanno indotto gli imprenditori a colmare un divario economico competitivo internazionale non poco significativo. Inizialmente, per gli imprenditori non fu affatto facile in quel contesto avviare e poter gestire in modo efficiente una società di grandi dimensioni senza far ricorso all'indebitamento, e proprio per questo motivo, la normalità fu la nascita di una serie di realtà piccole o medie. Successivamente, per ovviare a tali problematiche, venne l'idea di sviluppare un tipo di società con il modello delle holding, ovvero di grandi gruppi facenti capo a più famiglie, con l'obiettivo di facilitare le richieste di credito bancario. Il mercato bancario era l'unica fonte di credito per le nasciture aziende del panorama italiano fino alla legge 216/74 che modificò la situazione istituendo la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, organo preposto al controllo e all'organizzazione del mercato borsistico. All'alba della privatizzazione avvenuta negli anni '90, l'assetto italiano rimase ancora legato alla presenza di imprese controllate dallo stato, di un'elevata concentrazione di potere nelle mani di alcune famiglie, gruppi piramidali, scarsissimi casi di scalate ostili e scarsissimi casi di separazione tra la proprietà e il controllo. In materia di proprietà con l'introduzione in dottrina dei patti parasociali, non fu possibile aumentare la contendibilità della proprietà e garantire un'evoluzione sull'assetto delle public company per le imprese italiane, molto diffuse negli Stati Uniti. In Italia, tali problematiche hanno continuato a persistere fino alla fine degli anni Novanta, quando ancora l'inesistenza di standard di riferimento o di *best practice* non permise la creazione di nuovi modelli di corporate governance.

¹ Come evidenziato da Mazzotta R., *La Corporate Governance e le Performance Aziendali*, Franco Angeli, Milano, 2017.

1.1.1 Hard law: Legge Draghi, Riforma del 2003 e Legge sul Risparmio

Relativamente alla normativa, venne introdotta per il tramite della complicazione dell'ambiente esterno e per la volontà dell'Unione Europea di rendere più competitivo il sistema delle imprese italiane. La riforma nel contesto italiano è avvenuta in due fasi: nella prima fase con l'introduzione della Legge Draghi in cui ci si è limitati a regolamentare le società quotate in borsa, nella seconda fase tutte gli altri tipi di società. I tre pilastri della normativa sono: Legge Draghi (o Testo Unico Finanza), i vari decreti legislativi 5 e 6 del 17 gennaio del 2003 e la Legge sul Risparmio².

La Legge Draghi

La legge Draghi è stata varata per la risoluzione dei problemi di limitato apporto di capitale, per via della bassa tutela favorita agli azionisti di minoranza e l'assenza di regolamentazione del mercato finanziario, causa di una scarsa competitività delle imprese italiane rispetto a quelle estere. Le principali innovazioni che sono state introdotte in questo corpus normativo sono³:

- Una tutela verso gli azionisti di minoranza, allo scopo di favorire una loro partecipazione nel processo decisionale delle imprese;
- I patti parasociali, e tutto ciò che riguarda la pubblicità e la loro regolamentazione nelle società quotate negli artt. 122-123 del TUF;
- La regolamentazione delle OPA (Offerte Pubbliche di Acquisto).

In merito alla tutela degli azionisti di minoranza e all'evoluzione della corporate governance viene rafforzato il controllo sulla gestione per il tramite della:

- Riqualficazione del Collegio Sindacale, attribuendo ad esso nuovi e più penetranti poteri di controllo sull'operato del CDA (artt.150-151-155) nonché i poteri di reazioni del Collegio causati da gravi irregolarità riscontrate nell'esercizio delle proprie funzioni (art.153);
- La previsione di un controllo interno, ovvero si stabilisce che il Collegio Sindacale debba vigilare "sull'adeguatezza della struttura organizzativa della società per gli aspetti di competenza, del sistema di controllo interno e del sistema amministrativo-contabile nonché sull'affidabilità di quest'ultimo nel rappresentare correttamente i fatti di gestione" (art. 149

² Mazzotta R., *La Corporate Governance e le Performance Aziendali*, Franco Angeli, Milano, 2017, pp.56

³ Ibidem

comma 1) e si prevede l'obbligo di riferire tempestivamente al Collegio Sindacale su richiesta di un sindaco o di propria iniziativa fatti rilevanti da coloro che sono preposti al controllo interno (art.150 comma 4);

- L'attribuzione alla CONSOB di poteri di vigilanza e intervento sull'operato del Collegio Sindacale, da quelli informativi "Il Collegio Sindacale comunica senza indugio alla CONSOB le irregolarità riscontrate nell'attività di vigilanza e trasmette i relativi verbali delle riunioni e degli accertamenti svolti e ogni altra utile documentazione" (art.143 comma 3) a quelli di denuncia al tribunale per tali gravi irregolarità (art. 152 comma 2).

Per ciò che a noi interessa in questa trattazione, la Legge Draghi ha introdotto molte novità per garantire l'adequatezza della struttura organizzativa e la corretta amministrazione, ma ha lasciato molti spazi colmati successivamente dalla normativa secondaria.

D.lgs. 6/2003 e il D.lgs. 5/2003

Nel 2003, un'altra importante riforma nel diritto societario ha stabilito la possibilità per gli imprenditori di scegliere un diverso assetto per la propria società per azioni⁴. Il nostro ordinamento non prevede che i singoli possano creare un tipo di società diverso da quelli espressamente disciplinati dal Codice civile, secondo l'art.2380 c.c. dal 2004 (anno di applicazione della normativa) i diversi assetti tra cui poter scegliere sono: il sistema tradizionale, il sistema dualistico e il sistema monistico⁵.

Il sistema tradizionale, prevede che ci siano:

- un Consiglio di Amministrazione;
- un Collegio Sindacale;
- un Revisore contabile o Società di revisione;
- l'Assemblea degli azionisti.

Secondo l'art.2380 c.c., al Consiglio di Amministrazione spetta in via esclusiva il compito di amministrare la società al fine del raggiungimento dell'obiettivo dell'impresa. Inoltre, spetta a tale consiglio il compito di definire l'organo di controllo. Nelle società per azioni tale organo può essere

⁴ Associazione Disiano Preite, *Il diritto delle società*, quarta edizione, Il Mulino, Bologna, 2018, p.160

⁵ Codice Civile

assunto anche dall'amministratore Unico, se vi è una pluralità di amministratori allora essi si congiungeranno nel Consiglio di Amministrazione. Il Collegio Sindacale è l'organo di controllo a cui viene attribuito il potere di vigilare sul rispetto della legge e dello statuto, in particolare concentrandosi sull'adeguatezza del sistema amministrativo, contabile e organizzativo. L'Assemblea rappresenta gli azionisti della società, nomina il CDA e il Collegio Sindacale. I principali problemi di tale assetto sono quelli che riguardano la nomina dei componenti del CDA e di quelli di controllo⁶.

Il modello dualistico è composto da:

- un Consiglio di Gestione;
- un Consiglio di Sorveglianza;
- un Società di revisione contabile;
- l'Assemblea degli azionisti.

Il Consiglio di Gestione equivale al CDA del modello tradizionale, la principale differenza è che non può essere composto da meno di due consiglieri, i quali sono nominati dal Consiglio di Sorveglianza. Quest'ultimo assolve le funzioni del Collegio Sindacale, di verifica della legalità della legge e dello statuto delle operazioni svolte dal Consiglio di Gestione, i consiglieri sono nominati dall'assemblea, il numero non può essere inferiori a tre per quelli effettivi e almeno uno deve rispettare i requisiti di professionalità, ovvero essere iscritto nel libro dei revisori contabili. A differenza del modello tradizionale, nel sistema dualistico l'Assemblea perde significativi poteri che sono attribuiti al Consiglio di Sorveglianza. Tale modello è quello che più evidenzia la separazione dalla proprietà e il controllo⁷.

Il modello monistico è composto da:

- un Consiglio di Amministrazione;
- un Comitato sul controllo della gestione;
- un revisore o una Società di revisione contabile;
- l'Assemblea degli azionisti.

Come negli altri due modelli, anche in questo l'amministrazione della società viene attribuita al consiglio, quest'ultimo si occupa di nominare il comitato sulla gestione interna. Rispetto agli altri due, per tale modello si presuppone un controllo più rigido. Secondo la legge il Consiglio di Amministrazione deve essere composto da amministratori che rispettino i requisiti di indipendenza e

⁶ Mazzotta R., *La corporate governance e le performance aziendali*, Franco Angeli, Milano, 2017, pp.59-63

⁷ Ibidem

i comitati al suo interno devono essere composti totalmente o in maggioranza da amministratori indipendenti. Il Comitato sul controllo della gestione ha gli stessi poteri del Collegio Sindacale, ovvero il compito di vigilare sulla legalità e il rispetto dello statuto nelle scelte del CDA, a questo vengono inoltre richieste ulteriori verifiche, difatti dovrà vigilare sull'adeguatezza della struttura organizzativa della società, del sistema di controllo interno e del sistema amministrativo contabile. Quest'ultimo è nominato all'interno del CDA, e deve essere composto solo da amministratori di cui onorabilità e professionalità definiti all'interno dello statuto e indipendenza, possano essere verificabili. Il numero di componenti minimi in tale comitato non può essere inferiore a tre. La principale differenza di tale comitato rispetto al consiglio di sorveglianza è che in tale struttura societaria il comitato sulla gestione partecipa attivamente alla gestione della società. La Società di revisione si occupa di garantire la correttezza nell'applicazione di regole di corporate nel rispetto degli interessi degli stakeholder. Quest'ultimo modello messo a disposizione da parte del legislatore, è di ottimale applicazione per tutte quelle imprese di gestione della pubblica utilità, e per quelle imprese che operano in mercati internazionali. In Italia le società quotate hanno scelto di adottare ancora un modello prevalentemente tradizionale, è difficile difatti che le imprese italiane ad esempio quelle familiari, possano adottare un modello dualistico, attribuendo una grande varietà di ruoli al Consiglio di Sorveglianza che, come visto, prima sarebbe indipendente dal Consiglio di gestione⁸.

La Legge sul Risparmio

La Legge sul Risparmio va a completare la normativa in tema di governance per il tramite della legge 282 del 28 dicembre 2005. In questo caso ciò che interessa è la tutela delle minoranze sia dal punto di vista della governance aziendale sia altri interventi di tutela quali ad esempio il voto per delega e il voto a distanza. Gli aspetti più interessanti in cui si interviene sono:

- L'organo amministrativo;
- L'organo di controllo;
- Pubblicità e informativa di governance.

Per quanto concerne il primo punto, i nuovi apporti si trovano nell'aggiunta nel TUF della sezione IV bis, in cui ci si preoccupa della nomina e della composizione del CDA, in particolare nell'art.147. In cui si legge che gli amministratori sono eletti da una lista di candidati presentati dai soci che

⁸ Ibidem

rappresentano una quota stabilita dallo statuto, comunque non superiore al 2,5% del capitale sociale. Ai sensi dello stesso articolo ma nel comma 4, viene invece stabilito che almeno un soggetto amministratore debba essere eletto dalle minoranze, e se il CDA fosse composto da più di sette membri almeno uno deve rispettare i requisiti di indipendenza. A proposito del secondo punto, ci si concentra sulle modifiche del Collegio Sindacale, sia dal punto di vista della tutela delle minoranze, ma anche per garantire a tale organo una maggiore indipendenza possibile a causa della sua importanza nell'assicurare un corretto rispetto della legge, dello statuto e del principio di corretta amministrazione. Il TUF prevede solamente un numero minimo di tre componenti, mentre lascia libertà di limite massimo allo statuto, inoltre almeno uno dei membri effettivi deve essere eletto dai soci di minoranza. Per quanto riguarda l'indipendenza di tale organo la normativa pone dei limiti alla cumulabilità degli incarichi che possono essere intrapresi dai soggetti legati ad esso, e introduce delle nuove situazioni di incompatibilità con tale incarico⁹.

1.1.2 Soft law: Introduzione e attuazione del Codice Preda

Come prima accennato alla fine degli anni Novanta si sentì fortemente l'esigenza di introdurre di un codice delle *best practice*. Nel 1996 furono definiti ruoli, responsabilità e processi attraverso il Progetto Corporate Governance per l'Italia. Sulla base di uno studio di Stefano Preda alla guida di un Comitato composto tra rappresentanti di banche, industrie, assicurazioni e associazioni degli investitori, venne elaborato il codice di comportamento, che vide la luce nel 1999, conosciuto come Codice Preda. Lo scopo di tale Codice è stato quello di dimostrare l'esistenza nelle società quotate di un'adeguata ripartizione di responsabilità e poteri e un corretto equilibrio fra gestione e controllo. Nelle varie parti di tale Codice si rinviene la volontà di risolvere i conflitti di interesse tra i vari soggetti all'interno dell'impresa, principalmente tra gli azionisti di maggioranza e quelli di minoranza, specificando che il Consiglio di Amministrazione, organo a cui appartiene in via esclusiva la gestione della società, debba appunto gestire quest'ultima nell'ottica di una massimizzazione dello *shareholder value*. Emerge, inoltre, che gli amministratori non esecutivi hanno una notevole importanza in tutte quelle occasioni in cui vi siano interessi discordanti tra amministratori esecutivi e azionisti. Inoltre, la *soft law* di cui stiamo parlando, si occupa di raccomandare la composizione ottimale del CDA, la procedura di nomina degli amministratori, la loro remunerazione, l'istituzione di altri comitati e le relazioni con investitori istituzionali e altri soci. Dopo la sua introduzione Borsa

⁹ Mazzotta R., *La corporate governance e le performance aziendali*, Franco Angeli, Milano, 2017, p.65

Italiana, attenendosi a quest'ultimo, decise di citarlo nei propri regolamenti, aggiungendo l'obbligo di fornire le informazioni richieste dal Codice Preda all'interno della relazione di corporate governance, che doveva essere redatta almeno una volta l'anno. Nel 2002, vi è stata una modifica del Codice Preda, successiva ad un comunicato da parte della Consob, che sottolineava come nel codice vi fosse la mancanza di una chiara e precisa spiegazione delle operazioni con parti correlate. A tal punto occorre ricordare che in Italia era di larga diffusione il fenomeno delle c.d. "scatole cinesi", meccanismo per il quale si riesce a controllare più società attraverso il modello delle holding, che venne risolto introducendo nuove indicazioni sul comitato interno e sul comitato per il controllo e con un intervento nei confronti degli amministratori indipendenti. Nel 2006 vi sono state ulteriori modifiche, che rispecchiano le raccomandazioni della commissione del 14 dicembre 2004 e del 15 febbraio del 2005, per quanto concerne la remunerazione degli amministratori delle società quotate, sul ruolo degli amministratori non esecutivi o dei componenti del Collegio Sindacale e sui diversi comitati del CDA e del Consiglio di Sorveglianza. La versione del 2006 definisce quindi il CDA, rafforzandone le responsabilità, spostando l'attenzione sulle sue competenze e sul suo funzionamento, con l'introduzione di un limite al cumulo di incarichi e l'obbligo di trasparenza a cui viene sottoposta la relazione sulla gestione sull'effettivo funzionamento e la partecipazione dei consiglieri alle riunioni dell'assemblea del Consiglio e dei comitati. Inoltre, viene data rilevanza agli amministratori indipendenti e viene introdotta la figura del Lead Independent Director. Infine, occorre ricordare che trattandosi di una soft law al suo interno è raccolta una serie di raccomandazioni, che non devono essere seguite obbligatoriamente, a cui le società hanno deciso di sottostare per non perdere la c.d. "reputazione di mercato", ovvero quel premio fornito dal mercato alle società che hanno adottato un'efficace organizzazione societaria. Le raccomandazioni seguite devono essere inserite nella relazione di corporate annuale citandone il motivo e anche le modalità di attuazione.

1.1.3 Il Codice di autodisciplina nelle società quotate

Il Codice di autodisciplina nella versione del 2006 ha introdotto 12 nuovi temi particolarmente legati al Consiglio di Amministrazione, superando le antecedenti versioni in cui i principi e i criteri applicativi erano stati inseriti in modo confusionario. Ora i diversi temi sono divisi in principi ordinati.

Il ruolo del CDA

Per quanto concerne il ruolo del Consiglio di Amministrazione, è chiaro come tale consiglio stia al centro di tutto il sistema di governance a causa del suo ruolo di direzione e gestione delle società. Il Consiglio di Amministrazione deve svolgere correttamente cinque attività di fondamentale importanza¹⁰:

- Pianificare e organizzare: deve definire la strategia aziendale da seguire per il raggiungimento degli obiettivi pianificati.
- Controllare: deve naturalmente avere un occhio di riguardo nei confronti dei manager nelle loro decisioni e successivamente in relazione ai loro comportamenti, e gestirne il rischio aziendale.
- Coordinare: coordinare l'attività dei vari comitati, come ad esempio quella dell'Amministratore delegato e del gruppo dei manager.
- Guidare: deve adottare delle misure che sono volte a conformare le varie azioni nel rispetto della normativa e delle diverse raccomandazioni, ed in particolare fare in modo che le operazioni svolte con parti correlate siano compiute in modo chiaro e trasparente e favorire la partecipazione dei soci alle assemblee.

Per quanto riguarda la nomina degli amministratori, essi sono nominati dall'Assemblea dei soci attraverso il Comitato per le proposte delle nomine. Rispetto alla vecchia versione del Codice questo Comitato deve essere composto da almeno tre componenti ed in maggioranza da amministratori indipendenti. La funzione di tale comitato è quella di individuare dei soggetti che possano essere nominati tenendo conto della professionalità e delle caratteristiche personali. Il Presidente del CDA, presiede tale consiglio, e a tal fine si preferisce che sia nominato tra gli amministratori non esecutivi. Tale presidente deve garantire la gestione ottimale dell'impresa e coordinare il lavoro del CDA. L'Amministratore Delegato è nominato come organo endoconsiliare del CDA, per effetto delle deleghe ricevute nel corso del suo incarico, deve orientare le scelte in base all'obiettivo da raggiungere ed i comportamenti del management nel ricercare una soddisfacente performance aziendale. Il Codice di Autodisciplina a questo punto raccomanda di effettuare una leadership disgiunta, ovvero affidare il ruolo di Presidente e di Amministratore Delegato a due persone differenti, ma nel caso in cui comunque non venga seguita questa raccomandazione il Codice Preda ha previsto che debba essere nominato un amministratore indipendente ovvero il *Lead Independent*

¹⁰ Mazzotta R., *La corporate governance e le performance aziendali*, Franco Angeli, Milano, 2017, pp.76-83

Director. I vari Comitati interni che sono raccomandati dal Codice al Consiglio di Amministrazione sono: il Comitato per la remunerazione e il Comitato per il controllo interno. A proposito del primo, si deve occupare della remunerazione degli amministratori, di fondamentale importanza, poiché solo una retribuzione giusta ed adeguata permette ad esempio agli amministratori delegati di allineare i propri interessi con quelli degli azionisti. Anche qui vi sono delle differenze con la prima versione del Codice, in questo caso viene raccomandato che il Comitato per la remunerazione sia composto nella sua totalità da amministratori non esecutivi e nella maggioranza da amministratori indipendenti. In merito al Comitato per il controllo interno, esso si occupa del controllo interno della società. È articolato in una serie di regole e strutture che hanno lo scopo di garantire una gestione corretta e sana per il raggiungimento degli obiettivi prefissati. Con la revisione del 2006, tale Comitato è stato sostanzialmente modificato stabilendo che esso dovrà essere composto da amministratori non esecutivi per la maggioranza indipendenti e che almeno uno di questi deve possedere delle competenze in materia di contabilità e finanza. Questo Comitato si interfaccia direttamente con il Presidente del Collegio Sindacale, si occupa di definire l'indirizzo del controllo interno; individua un amministratore esecutivo; valuta con cadenza annuale l'adeguatezza e l'efficacia del controllo interno; descrive nella relazione sul governo societario gli elementi essenziali e la propria valutazione sull'adeguatezza¹¹.

Il Collegio sindacale

Il Collegio Sindacale ha un ruolo centrale nella governance di un'impresa, la sua importanza discende dal fatto di dover controllare in tutto e per tutto l'operato del Consiglio di Amministrazione. La nuova versione del Codice prevede che a tale organo vengano attribuiti poteri ampliati rispetto al passato. I sindaci, secondo la nuova versione debbono essere nominati dall'Assemblea dei soci in modo del tutto trasparente. Inoltre, per il tramite delle funzioni al Collegio attribuite, tale organo deve essere del tutto indipendente dall'organo amministrativo della società e da coloro che li hanno nominati, difatti proprio nell'argomento quattro del Codice di Autodisciplina, nella parte del "trattamento delle informazioni societarie", viene specificato che i Sindaci devono tenere nascosti documenti e informazioni che sono state acquisite nello svolgimento della loro funzione. Per far in

¹¹ Ibidem

modo che i Sindaci nello svolgimento delle proprie funzioni non siano distratti da altri incarichi, è stato inserito, per il tramite di altre modifiche, il limite di cumulabilità degli incarichi da essi svolte¹².

Attuazione del Codice di Autodisciplina nei modelli alternativi al tradizionale

Data la possibilità dal 2003 di poter scegliere tra diversi modelli, il Codice di Autodisciplina ha dovuto adattarsi. Per quanto riguarda le società che operano una scelta diversa dal modello tradizionale, le raccomandazioni di tale Codice rimangono valide, sia per quanto riguarda il Consiglio di gestione, sia per il Consiglio di sorveglianza¹³.

La funzione della relazione di corporate governance

Il Codice di Autodisciplina prevede che le imprese debbano redigere la relazione di corporate governance, che rappresenta il funzionamento di governance interno delle società. Questo documento permette agli investitori di capire più agilmente i meccanismi di governance, le principali caratteristiche e le motivazioni per disallineamenti dalle raccomandazioni di tale Codice. Tale documento è diviso in due sezioni¹⁴:

- la prima sezione è quella che riguarda la descrizione della governance e si occupa di sintetizzare la composizione e la funzione degli organi societari e informare sulla composizione della compagine azionaria, e inoltre stabilisce la necessità di specificare chi esercita l'attività di direzione e coordinamento, in caso di appartenenza della società ad un gruppo;
- La seconda sezione è più specifica, e fa riferimento ad un approfondimento della prima parte, dando informazioni su: le varie ripartizioni delle deleghe e le diverse competenze, la frequenza delle riunioni del CDA e dei diversi comitati e sulla partecipazione a tali assemblee, il mancato rispetto delle raccomandazioni ed il metodo elettivo di amministratori e sindaci. Nell'appendice invece vengono inserite tre tabelle di sintesi per favorirne la lettura e la comprensione.

¹² Mazzotta R., *La corporate governance e le performance aziendali*, Franco Angeli, Milano, 2017, pp.83-87

¹³ Ibidem

¹⁴ Ibidem

1.2 Il Consiglio di Amministrazione

Prima di spostare l'attenzione sulla relazione che intercorre tra governance e performance, è necessario soffermarsi su un'analisi più specifica del Consiglio di Amministrazione, valutando successivamente le diverse modifiche che si sono ottenute nel tempo per il tramite dell'introduzione della regolamentazione e del Codice di Autodisciplina. Già in precedenza sono state menzionate le principali funzioni che sono state attribuite a tale consiglio, il ruolo strategico, il ruolo di controllo e quello di networking. Il consiglio naturalmente dovrà operare utilizzando tutte queste attribuzioni, però vi sono diversi tipi che sono strettamente connessi a seconda del prevalere di una determinata funzione¹⁵:

- Il pilota: Il consiglio è molto attivo e si occupa della raccolta di informazioni e della strategia dell'impresa.
- Il supervisore: Il consiglio si occupa di analizzare e di dare un giudizio successivamente sulla performance.
- Il fiduciario: In questo ultimo caso, il Consiglio di Amministrazione si deve occupare di non far disperdere la gestione aziendale, anzi deve cercare di aumentarla.

Gli studi che hanno analizzato il processo decisionale hanno dimostrato che il consiglio non deve essere considerato come l'organo che deve introdurre piani di medio-lungo termine, lasciando invece tale funzione al management. Le imprese operano in un ambiente incerto, in cui la razionalità limitata la fa da padrone, inoltre il processo di sviluppo strategico dell'impresa è guidato anche da diversi interessi. Quindi la strategia è realizzata attraverso di una serie di iterazioni tra il livello del vertice aziendale e ai vari livelli organizzativi. Per questi motivi il CDA non è completamente colpevole di una strategia andata male ma comunque non può neanche ritenersi corretto che tale consiglio abbia un ruolo solamente passivo, difatti dovrà delineare il contesto, definire missione e visione ed esplicitare gli obiettivi di medio-lungo termine¹⁶. Un'altra importante funzione in questo contesto è il controllo sull'operato del manager, il quale, sempre per le motivazioni di interessi divergenti, potrebbe seguire le proprie linee guida e discostarsi da quanto formulato dallo stesso consiglio, e selezionare soltanto le operazioni del management che abbiano effettivamente un nesso con le proprie. Il consiglio utilizza le variabili di performance per capire se quella che si sta percorrendo è la strada giusta, e in caso di risposta negativa allora dovrà cercare di orientare i

¹⁵ Zattoni A., *Corporate Governance*, Egea, Milano, 2015, p.320

¹⁶ Ibidem

comportamenti del management verso diversi obiettivi. Tale procedimento avviene attraverso un diverso organo, al quale il CDA attribuisce tale funzione, istituito all'interno delle imprese, ovvero il comitato di audit strategico. Quest'ultimo si dovrebbe comporre principalmente di soggetti esterni che si incontrano con una cadenza di 2/3 anni, e stabilisce se la strategia scelta sia quella più corretta possibile. Va citata l'importanza del CDA di poter influenzare la scelta dell'amministratore delegato, questa scelta ha non poca rilevanza all'interno del contesto aziendale, poiché egli sarà proprio colui che dirigerà il top management aziendale, per tale motivo il consiglio dovrà indicare la persona più adatta i cui obiettivi siano in linea con quelli della strategia aziendale¹⁷.

Come già osservato, il consiglio deve occuparsi della buona condotta del top management, ovvero che i suoi interessi non divergano da quello che ci si è prefissato. In questo caso il CDA si deve occupare di controllare il management affinché esso abbia come suo unico obiettivo quello della massimizzazione azionaria dell'impresa nell'ottica di lungo periodo, e quindi non solo per la durata del suo incarico, e inoltre nell'ottica in cui tutti gli stakeholder ne possano giovare. In questo caso il consiglio potrebbe delegare al *decision management* le scelte riguardanti la strategia e tenere di sua competenza il controllo di tali scelte nel *decision control*. Per quanto concerne il potere di controllo esso si articola in tre diverse attività: il controllo interno, la valutazione del management e il controllo sul rispetto della legalità delle azioni intraprese. In merito al controllo interno ci si focalizza sui sistemi che permettano di capire se l'impresa stia ottenendo una performance soddisfacente. Tali sistemi si dividono in due classi, la prima relativa al controllo operativo che si occupa di analizzare la bontà della performance mensile o trimestrale e le diverse aree di business, la seconda relativa al controllo strategico che non ha per oggetto di verifica la performance ma una visione più orientata all'analisi del raggiungimento degli obiettivi che erano stati predisposti. In merito al controllo sul manager il consiglio deve controllarne l'operato sia attraverso l'informazione sul comportamento dei dirigenti, sia attraverso evoluzione dell'ambiente esterno. Tale consiglio può cercare comunque di far combaciare gli interessi dei manager con gli interessi degli azionisti e creare dei piani di incentivazione azionaria proprio per tale scopo, e per ultimo nel caso in cui il management non tenga dei comportamenti idonei, sanzionarlo. Infine, il CDA si fa carico di controllare la legalità e la correttezza della gestione aziendale in modo tale che non vada contro la legge e i regolamenti aziendali, per cui dovrà interfacciarsi con *l'internal auditing*, con la CONSOB e con il Collegio Sindacale¹⁸.

¹⁷ Zattoni A., *Corporate Governance*, Egea, Milano, 2015, p.323-324

¹⁸ Ibidem

Un'ultima funzione è quella di dover creare un network, ovvero la gestione della relazione che intercorre con i vari stakeholder. In prima battuta dovrà occuparsi della gestione delle risorse che sono critiche per il raggiungimento dei propri obiettivi. Un aspetto al quale deve prestare particolare attenzione è il rapporto con la compagine azionaria, attraverso le assemblee. Gli azionisti però, soprattutto quelli di minoranza, non sono molto presenti nelle assemblee; quindi, il CDA si preoccupa di costruire relazioni di fiducia con tutti loro. Inoltre, gli azionisti possono con il loro peso prendere provvedimenti nei confronti del manager in caso di performance non soddisfacente. Il consiglio però non dovrà tenere conto solo degli azionisti, ma anche di tutti gli altri stakeholder, e, in questo caso, potrebbe decidere di nominare dei rappresentanti degli stakeholder oppure di facilitare la creazione di diversi comitati.

1.2.1 Composizione, struttura e funzionamento del Consiglio di amministrazione

Negli anni, varie ricerche empiriche hanno dimostrato come la progettazione e la composizione del Consiglio di Amministrazione siano di rilevante importanza ai fini del raggiungimento di una performance aziendale soddisfacente. Il risultato delle ricerche, unite ai vari dibattiti che hanno inondato il mondo dell'economia aziendale negli anni '90, ha portato ad una serie di principi e di regole per rendere più efficace il lavoro di tale organo, e quindi alla nascita di caratteristiche che hanno come scopo quello della costruzione di un CDA efficace. Vengono prese in considerazione dagli studiosi una serie di caratteristiche del consiglio, che sono¹⁹:

- La composizione;
- La struttura;
- Il funzionamento.

In merito alla prima caratteristica, ciò che importa è la dimensione in termini di persone che ne fanno parte, il numero dei soggetti deputati al ruolo di consiglieri esecutivi, non esecutivi e indipendenti, e le varie esperienze dei consiglieri. Una regola generale è quella della dimensione aziendale, ovvero maggiore sarà la grandezza dell'impresa, maggiori dovranno essere i consiglieri deputati nell'organo amministrativo, tale numero comunque non dovrebbe essere minore di 7 e maggiore di 15²⁰. Un numero minore di consiglieri potrebbe portare a una minore varietà di profili e di competenze mentre un numero maggiore potrebbe aumentare il problema del c.d.

¹⁹ Zattoni A., *Corporate Governance*, Egea, Milano, 2015, p.331

²⁰ Zattoni A., *Corporate Governance*, Egea, Milano, 2015, p.333-346

Groupthinking, ovvero il fenomeno in cui un gruppo formato da tante persone evita di promuovere ulteriori punti di vista, senza riuscire a trovare una soluzione che metta d'accordo tra tutte le varie personalità. Occorre ricordare inoltre che il Consiglio di Amministrazione è formato anche da amministratori esecutivi e non. Mentre i consiglieri esecutivi sono coloro che hanno cariche manageriali, ovvero i *top manager*, i consiglieri non esecutivi non sono tenuti a esercitare tali cariche. Questi ultimi inoltre sono suddivisi in due categorie a seconda della loro indipendenza. L'indipendenza viene definita nel Codice di Autodisciplina, ove per amministratori indipendenti si intendono tutti quei soggetti che a) non intrattengono o non hanno mai trattenuto dei rapporti di lavoro di tipo professionale continuativo con la società, b) coloro che non sono direttamente o indirettamente titolari di pacchetti azionari tali da avere un'influenza dominante nella società, c) non hanno legami di parentela con gli azionisti o con i top manager della società. Il rapporto tra tali figure è non poco significativo ai fini di una buona composizione del consiglio. Due scuole di pensiero guidano la composizione, la prima ritiene che il consiglio debba esercitare un'ottima funzione di controllo, prevedono la maggioranza di amministratori non esecutivi e indipendenti. La seconda posizione, invece, preferisce una maggioranza di amministratori esecutivi, poiché si ritiene che il consiglio sia l'organo il cui funzionamento è centrato nell'elaborare un'ottima strategia nel lungo periodo. In generale il numero di amministratori esecutivi non dovrebbe essere superiore a tre: un numero così limitato è dato dal fatto che essi devono trovarsi sempre d'accordo per affrontare i problemi relativi alla performance. Nei processi di nomina dei consiglieri si deve tenere conto delle loro competenze, per cercare di colmare i vuoti all'interno del consiglio. Il comitato di nomina, è il comitato che si occupa di selezionare i componenti del Consiglio di Amministrazione, ed è quindi responsabile di trovare il giusto mix di competenze. Una regola non molto recente è quella della nomina di componenti di sesso femminile all'interno del consiglio, in molti Codici difatti viene raccomandato di nominare una percentuale che varia dal 30-40% di componenti femminili. Come già sottolineato in precedenza, il presidente del CDA potrebbe avere anche il ruolo di amministratore delegato. In passato era molto comune sovrapporre le due cariche in capo ad un singolo. Per una migliore efficacia di tutto il consiglio, i Codici di Autodisciplina raccomandano di tenere separate le due figure e quindi di nominare un *Lead Independent Director*, inoltre suggeriscono di creare dei comitati come ad esempio: il comitato nomine, il comitato di controllo e il comitato sulla remunerazione, che devono essere composti da amministratori non esecutivi in maggioranza indipendenti. La nomina del *Lead Independent Director* permette di separare il Consiglio di Amministrazione dal *Top management*, e ne garantisce quindi la sua indipendenza. Occorre distinguere bene i due ruoli, il Presidente del CDA si occupa di gestire e coordinare il lavoro all'interno del consiglio, l'Amministratore delegato si

occupa invece di amministrare l'azienda. In passato le imprese hanno preso sottogamba l'importanza di un'organizzazione efficace a garantire un buon funzionamento dell'organo, in particolare ponendo l'attenzione sulle informazioni, le quali erano spesso insufficienti e non erano in grado di far capire la situazione a tutti i consiglieri in modo paritario. Sono state elaborate una serie di misure in relazione all'informativa interna dei consiglieri, per far in modo che tutti i consiglieri e in particolare quelli non esecutivi sappiano esattamente la situazione e siano consapevoli dei più importanti avvenimenti all'interno dell'impresa. In particolare, ci si deve focalizzare sia sulle informazioni di routine che riguardano la performance dell'azienda e inoltre anche informare con largo anticipo gli argomenti che verranno trattati all'indomani dell'assemblea per arrivare a quest'ultima in modo preparato e poter discutere correttamente dell'argomento. Per tali ragioni ad ogni consiglio viene raccomandata la creazione di una propria *balanced scorecard*, ovvero un sistema di informativa che consente a tale organo, sia di capire la situazione finanziaria dell'impresa, sia i fini strategici e competitivi. Un'altra importante caratteristica molte volte sottovalutata riguarda l'assemblea. Gli incontri assembleari sono molto importanti e numerosi studi hanno cercato di capire quale fosse il giusto compromesso tra due diverse tipologie di assemblea, la prima in cui vi sono molte riunioni ma di durata ridotta, mentre la seconda basata su un numero minore di assemblee ma che abbiano una durata maggiore. Quest'ultima risulta la più efficiente, ma non vi sono nella realtà dati che permettano di capire quale sia la soluzione ottimale. Più che la durata di ogni singolo incontro, il *management* deve riuscire ad avere una relazione aperta e stabile con il comitato, facendo in modo che quest'ultimo abbia un ruolo più attivo nelle assemblee. Ogni anno le imprese, verificano la qualità del Consiglio. Tali verifiche come si può ben immaginare sono di difficile attuazione, dato che non possono non essere redatte dallo stesso consiglio, mentre gli stakeholder e azionisti che dispongono di ben poche informazioni devono tirarsene fuori. La valutazione riguarda la composizione del consiglio, il funzionamento e l'efficacia. I consiglieri ricevono varie informazioni, naturalmente le informazioni non devono solo essere interne all'azienda ma anche provenire dall'esterno della stessa. Oltre alla valutazione della totalità del consiglio, pratica assai comune è quella di valutare l'operato dell'amministratore delegato o dei singoli consiglieri. Per il primo, i soggetti delegati a tale valutazione sono il comitato di remunerazione e in generale tutti gli amministratori non esecutivi. La valutazione riguarda non solo la performance ottenuta nel periodo preso in considerazione ma anche gli obiettivi di lungo termine raggiunti. Si prevede inoltre un'autovalutazione da parte dello stesso amministratore circa il suo operato e sui singoli

consiglieri non esecutivi. Per quanto concerne la valutazione dei singoli consiglieri, essa è utile a identificare i soggetti che non portano contributi efficienti all'azienda²¹.

1.2.2 Consiglio di Amministrazione in Italia: Prima e dopo l'introduzione del Codice di Autodisciplina

Negli anni '90 di notevole importanza sono stati quegli studi di tipo empirico che si sono posti come obiettivo di analizzare le caratteristiche del Consiglio di Amministrazione delle principali imprese italiane. I principali studi sono stati effettuati partendo dal 1994 da Crisci e Tarizzo, da Corbetta e Tommaselli, da Molteni e Melis nel 1999, ed hanno analizzato varie imprese italiane quotate e non, e sono arrivati tutti alla medesima conclusione: penetrante presenza all'interno del Consiglio di consiglieri esecutivi e di soggetti legati a questi ultimi attraverso parentele o rapporti di tipo professionale con l'impresa, consiglieri esecutivi come immagine verso l'esterno e non con una reale influenza nel processo decisionale, basso numero di riunioni e insufficiente scambio di informazioni che vengono ricevute dai consiglieri, e il ruolo di questi ultimi non è formalizzato. Si arriva così alla conclusione che le imprese italiane sono caratterizzate da un'elevata concentrazione azionaria che è la principale causa che ha portato negli anni a quella situazione. Nel caso italiano difatti a differenza del mondo anglosassone il governo dell'impresa diventa un pupazzo guidato dagli azionisti di controllo, e il Consiglio di Amministrazione viene messo da parte. Il codice di autodisciplina ha imposto il principio del *comply or explain*, per cui qualunque impresa che non segua le raccomandazioni delle *best practice* dovrà comunicare le motivazioni ad azionisti e a Borsa Italiana. Questo tipo di decisione permette alle imprese di poter plasmare modelli di corporate governance più performanti. Il problema che ci si pone in questa particolare casistica è che le imprese potrebbero deviare da molte raccomandazioni e per questo nel codice sono inserite disposizioni che hanno l'obiettivo di proteggere l'interesse degli azionisti, specificatamente delineando nell'art.1 il ruolo del Consiglio di Amministrazione (1.P.1-2) nel quale vengono stabiliti la centralità e i poteri del consiglio attribuiti per il raggiungimento della creazione di valore per gli azionisti, e i criteri applicativi (1.C.1-2-3-5-6) nei quali vengono definite le materie di competenza del consiglio, limitate il numero di cariche cumulative e dove viene delineato il ruolo del presidente per quanto concerne la conduzione delle riunioni; nell'art.2 trattando la composizione del consiglio di amministrazione, viene dato peso al numero, alla competenza, autorevolezza e la disponibilità di tempo degli

²¹ Ibidem

amministratori non esecutivi come garanti di un peso significativo sulle decisioni consiliari (2.P.3), nonché l'evitare l'accentramento del potere al vertice per il tramite della separazione delle competenze dei ruoli del presidente e dell'amministratore delegato, informando il mercato se il presidente riceve deleghe operative oppure ancora eleggendo un Lead Independent Director nei casi in cui l'amministratore delegato sia anche il principale azionista di controllo della società; nell'art.3 si fa riferimento agli amministratori indipendenti, che devono essere in un numero adeguato e che non devono avere avuto rapporti o avranno rapporti di relazioni che possano condizionare il loro giudizio (3.P.1) e che tale indipendenza debba essere valutata dal consiglio dopo la loro nomina (3.P.2); nell'art.4 in materia di costituzione di comitati interni al consiglio, si vuole incoraggiare quest'ultimo a costituirne in un numero di uno o superiori composti da consiglieri non esecutivi e indipendenti (4.P.1); Negli altri articoli poi verranno trattati tutti i comitati interni quali quello nomine, il comitato di controllo interno e comitato per la remunerazione (artt.5-6-7); nell'art.8 trattando dei sindaci viene confermato che questi ultimi agiscano con indipendenza e autonomia (8.P.1); nell'art.9 si espone il rapporto con gli azionisti, nel quale si invita il consiglio ad avere un dialogo con questi, per favorirne la partecipazione alle assemblee e rendere agevole l'esercizio dei loro diritti (9.P.1-2); l'art.10 verte a ricordare che tali principi possono essere applicati anche al sistema monistico e a quello dualistico²².

Il consiglio di amministrazione in Italia successivamente all'introduzione dell'autodisciplina

Al fine di capire se effettivamente il codice di autodisciplina abbia dato una svolta ai consigli di amministrazione delle imprese italiane, dobbiamo soffermarci sull'analisi delle imprese italiane, e possiamo servirci degli studi empirici di Assonime. Il più recente risale a Febbraio 2021 e copre le principali 220 società italiane e fa riferimento al codice che è stato approvato a Luglio del 2018. Descriviamo in vari punti l'analisi di Assonime²³:

- Il 95% del campione analizzato aderisce all'ultima versione del codice di autodisciplina.
- Riguardo alle riunioni:
 - Cadenza delle riunioni: il numero medio è pari ad 11;

²² Codice di autodisciplina, 2015

²³ Assonime, *La Corporate governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain*

- Durata delle riunioni: la media è di poco più di due ore ma vi sono variazioni a seconda della dimensione della società
- Partecipazione alle riunioni: l'assenteismo è diminuito rispetto al passato, il 64% dei consiglieri per i quali si hanno informazioni risultano sempre presenti, il 99% ha partecipato a metà delle riunioni;
- Circolazione delle informazioni: seguendo la raccomandazione nel codice di autodisciplina (1.C.5) il comitato ha sottolineato che seppur vi sia un miglioramento rispetto al passato, questo punto rimane ancora una criticità per la governance e per tale motivo incoraggia il progressivo miglioramento.
- Riguardo alla composizione del CDA e amministratori indipendenti:
 - Numerosità: il numero medio è di 9,9 ma varia a seconda delle dimensioni delle imprese, la maggioranza deriva dal settore finanziario, non a caso il settore con le aziende più grandi;
 - Composizione: il CDA è composto in media da 2,5 amministratori esecutivi, 2,8 non esecutivi e 4,6 non esecutivi e indipendenti, dal 2010 ad oggi si riscontra un aumento degli amministratori indipendenti.
 - Il codice raccomanda la nomina di un Lead Independent Director (LID) nel caso in cui il presidente sia la stessa persona che controlla la società, nel 29% dei casi è verificabile che il cumulo di cariche sia effettivo e che il presidente sia il CEO, il caso di nomina di un LID è verificata nel 45% del totale.
 - Dove è presente il LID si verifica che nell'81,6% dei casi vi siano state le riunioni degli amministratori indipendenti, nel restante dei casi dove la figura del LID non trova spazio la percentuale diminuisce
- Indipendenza degli amministratori
 - Il 93% delle società analizzate applicano i criteri di indipendenza che sono previsti dal codice;
- Comitati
 - 146 società (il 66% dei casi analizzati) ha costituito il comitato per le nomine, leggero aumento rispetto al passato, ma continua ad essere unificato al comitato per la remunerazione nel 68% dei casi;
 - 206 società hanno costituito il comitato per le remunerazioni (il 94% dei casi analizzati);
 - 208 società hanno istituito il comitato controllo e rischi (il 95% dei casi analizzati).

In conclusione, l'adozione del codice di Autodisciplina da parte delle società ha portato all'evoluzione dei consigli di amministrazione che di conseguenza ha incentivato a ricorrere a sistemi di governance efficaci e capaci di garantire il funzionamento di tutti gli organi sociali. Effettivamente sembra evidente il miglioramento ottenuto in questi anni rispetto agli anni 90. Le principali obiezioni verso il codice sono rivolte alla reale efficacia di questi principi e raccomandazioni, che potrebbero essere solo una facciata delle imprese, che nella realtà dei fatti potrebbero continuare a svolgere il loro lavoro in modo non efficace o comunque a non dare abbastanza autonomia a tutti gli organi sociali, rimanendo comunque vincolati alla volontà adottata dai soggetti che detengono il controllo delle imprese²⁴.

1.2.3 Composizione del Consiglio di Amministrazione delle società italiane e Consiglio di Amministrazione delle società internazionali

Ogni singolo paese dotato di un codice propone costruzioni diverse del CDA, e per questo i vari paesi mostrano differenze rispetto al caso italiano. Un primo appunto è che data l'approvazione in ogni paese di un codice di autodisciplina si può arrivare facilmente alla conclusione che ciascun paese voglia indurre i vari consigli di amministrazione ad adottare misure atte ad avere una misura ottimale. Un' importante distinzione che in questo caso ci aiuterà ad analizzare nello specifico le differenze, è la diversa adozione di modelli che varia da paese a paese, nei paesi del nord Europa il modello di punta è quello dualistico, nei paesi Latini il modello tradizionale e infine quelli del mondo anglosassone adottano il sistema monistico o modello ad un solo livello. Nel modello dualistico separa i due organi principali, quello di gestione da quello di amministrazione e controllo, mentre nel modello monistico i tre organi sono inglobati in un unico organo. La principale differenza che si nota tra i vari paesi e l'Italia è il numero di incarichi degli amministratori italiani causata dalla stretta relazione di questi ultimi con gli azionisti. I paesi che utilizzano il modello monistico sono propensi alla *CEO duality*, ovvero quella pratica secondo la quale la carica di presidente è cumulata con la carica di amministratore delegato, mentre nel paese in cui viene utilizzato il modello dualistico tale pratica è inesistente, per le basi proprie su cui poggia tale modello quale la separazione tra due organi che sono indipendenti l'uno dall'altro, inoltre è vietata nei paesi anglosassoni dove vengono incoraggiate le imprese a non prendere in considerazione questa abitudine, difatti le istituzioni di un LID (*Lead Independent Director*) sono molto diffuse in questi ultimi paesi e negli USA, mentre nei

²⁴ Ibidem

pasi come l'Italia vi è ancora riluttanza alla nomina. La media di riunioni con le quali si riunisce il consiglio è maggiore nei paesi che utilizzano il modello monistico e minore in quelle che utilizzano il modello dualistico²⁵. Tutti i dati analizzati che hanno portato a queste conclusioni sono visionabili nella tab. 1.1, elaborata da SpencerStuart Italia nel 2014.

	Belgio	Francia	Germania	Italia	Spagna	Finlandia	Norvegia	UK	USA
Campione	56	40	66	100	92	25	25	150	495
dualistico/tradizionale	7/49	5/35	66/0	4/96	0/92	20/5	4/21	0/150	0/495
Numero consiglieri	10,2	14	14	12,2	11,4	8	8,3	10,5	10,8
Numero indipendenti	4,2	8,6		6,2	4,3	6,4	4,8	6,3	9,1
Età media		60	56,7	59,2	59,5	57,5	56,3	57,5	
Numero incarichi		1,5	3,2	3,9	1,1	1,9	1,6	2	2,1
CEO duality	5%	68%	0%	22%	65%	0%	4%	0%	53%
LID		70%		44%	21%			100%	90%
Media riunioni		8,3	6,1	10,5	10,4	12,1	10,6	7,6	8,1

Tab. 1.1 – Fonte: <https://www.spencerstuart.com/>, 2014.

1.3 Quali variabili sono legate alla performance aziendale?

Adesso che è stato delineato un quadro completo sulla struttura, composizione e funzionamento del consiglio di amministrazione ci avviamo verso quello che sarà il tema a cui questo trattato fa riferimento, ovvero la relazione tra la performance aziendale e le specifiche strutture aziendali e l'efficacia delle imprese come risultato della scelta di adattarsi ai vari codici sopra analizzati. Le variabili che utilizzerò per questa analisi saranno dunque quelle legate al consiglio di

²⁵ Zattoni A., *Corporate Governance*, Ege a, Milano, 2015, p.361

amministrazione, alla remunerazione del *top management* e al *management turnover*. Successivamente nel prossimo capitolo verranno analizzati i principali indici di performance e per capire meglio la correlazione tra queste variabili e calcoli numerici. La maggior parte degli studi che andrò ad analizzare ha origini straniere, essi sviluppano la loro tesi sull'analisi di imprese principalmente americane e inglesi. Successivamente si passerà all'analisi dei principali studi che riguardano le correlazioni tra la governance delle principali imprese italiane quotate e la loro performance.

1.3.1 Consiglio di Amministrazione e performance aziendale

Ci soffermeremo ora sull'analisi di varie teorie, sia quelle relative alla correlazione tra dimensione del Consiglio di Amministrazione e performance, sia relative ad una correlazione tra composizione del consiglio e la performance. Gli studi che riguardano la prima dimensione si preoccupano quindi di identificare se una maggiore o minore presenza di amministratori possa corrispondere ad una maggiore o minore efficacia del consiglio. Forbes-Milliken (1999) e Goodstein-Gausten-Boeker (1994) ritenevano che tanto alto fosse il numero degli amministratori all'interno del consiglio maggiori capacità aveva il consiglio stesso, questo perché secondo la loro visione il singolo non era nulla senza la forza del gruppo e inoltre un consiglio molto numeroso poteva più facilmente avere controllo sul management. Mentre altri come Lipton-Lorsh (1992) si opponevano a tale teoria, poiché il vantaggio di avere più controllo sul management implica effetti negativi, quali il dispendio di più risorse monetarie, un aumento dei costi, bassa velocità nei processi decisionali e difficoltà di coordinamento, fino alla visione più drastica di Hermalin-Weisbach (1991) in cui i consigli relativi all'aumentare della dimensione diventano meno efficaci e perdono ogni collegamento con il processo manageriale. Yermack (1996) afferma che proprio nelle società in cui il Consiglio di Amministrazione è formato da pochi soggetti si possono trovare le performance migliori, la motivazione alla base è che un consiglio di piccole dimensioni ovvia a tutti i problemi di un consiglio di grandi, garantendo velocità nel prendere le decisioni, un coordinamento facilitato del consiglio, lo svolgimento di riunioni in modo attivo ed evitando che l'Amministratore delegato possa sollevarsi al di sopra di tutti. Jensen ritiene che un numero ottimo di consiglieri sia di 7/8 soggetti, mentre, superata questa soglia sarebbe compromessa l'efficienza del consiglio. Una correlazione negativa che riguarda grandezza e performance si ritrova sia nell'utilizzo della Q di Tobin, sia nel calcolo del ROE, studi ancora più recenti riescono a confermare tale correlazione. Daily-Dalton (1999) affermano che vi sia una correlazione positiva, che ci sia una sensibilità maggiore per le imprese di piccole dimensioni,

utilizzando però la metanalisi, un'analisi in cui non si riescono a isolare le variabili di cause della correlazione. Gli studi non permettono di arrivare ad una conclusione esatta circa la dimensione del Consiglio di Amministrazione e la sua rilevanza sulla performance. Analizziamo il secondo caso, ovvero la composizione del Consiglio. Come visto nel codice di autodisciplina viene dedicato un articolo apposito (art.3), il quale rileva quindi la forza e l'importanza degli amministratori indipendenti come coloro che, se nominati in una certa quantità garantiscono un maggior controllo del management e cercano la massimizzazione del valore aziendale. Questa prima idea nasce dagli studi di Rosenstein-Wyatt nel 1990 e da Wiesbach (1988), e successivamente altri autori affermeranno che gli amministratori esecutivi sono soggetti passivi, e che, come tali, non sono capaci di controllare efficacemente le operazioni che vengono effettuate dal management o almeno non come gli amministratori indipendenti. Le principali cause sono:

- Mancanza di una visione d'insieme della complessità aziendale;
- Poco tempo a disposizione da dedicare a tale attività, a causa della molteplicità d'incarichi dei consiglieri;
- Ricezione delle informazioni dal top management.

L'intento di definire l'esistenza di una composizione ottimale dei consigli giunge ad una spiacevole conclusione, non esiste una composizione ottimale, o meglio, non esiste basandosi solo sulle variabili di percentuali di insider e outsider, poiché, come ribadito negli studi di Weisbach, sono molte le variabili che devono essere prese in considerazione. Gli studi empirici come nel caso della dimensione hanno idee contrastanti, Weisbach rileva un andamento curvilineo tra la rilevanza degli outsider director e performance, altri come Klein, Bhagat-black e Baysinger-Butler rilevano una correlazione positiva e per ultimo coloro che dimostrano una correlazione negativa e altri come Yermack che rileva una correlazione inesistente tra la composizione e la performance. Rilevanza viene data da Jensen (1983) anche alla *duality*, che, come visto in precedenza, consiste nel conferimento di una duplice carica di presidente e di CEO, secondo cui le imprese che ne usufruiscono hanno una performance peggiore, perché in questi casi vi sarà maggiore convenienza da parte dell'Amministratore Delegato a perseguire i propri interessi a discapito degli azionisti. Sulla stessa linea d'onda successivamente Yermack (1996) dimostra che le imprese che adottano una struttura separata hanno performance migliori e Daily-Dalton (1992-1998), delineano che le imprese con struttura non separata e che non hanno una quantità sufficiente di amministratori indipendenti, sono le stesse che hanno più probabilità di fallimento²⁶. Un'altra variabile che è collegata con la performance delle imprese è la presenza del gentil sesso all'interno del Consiglio di Amministrazione. Per quanto riguarda l'Italia nella legge

²⁶ Mazzotta R., *La corporate governance e le performance aziendali*, Franco Angeli, Milano, 2017, pp.118-124

n.120/2011 viene stabilita la presenza nei CDA di almeno un terzo di donne tra i componenti. In uno studio condotto dalla Consob nel 2018, viene dimostrato non solo che la legge ha avuto effetto e che quindi molte società quotate abbiano nominato consiglieri donne, ma che questo ha anche riverbero nelle performance aziendali. Sembrerebbe che nel caso in cui le donne siano in una quantità superiore al 17/20% la correlazione con la performance sarebbe positiva²⁷.

1.3.2 Remunerazione del management e performance aziendale

Un'altra importante variabile che deve essere analizzata è la remunerazione del *top management* e i relativi risvolti che potrebbe avere sulla performance aziendale. L'esistenza di piani di incentivazione fa sì che il *top management* possa fissare e cercare di arrivare a determinati obiettivi. Spesso i piani di incentivazione si basano su una remunerazione fissa e una remunerazione variabile che dipende dai risultati che si sono ottenuti durante gli incarichi. Ciò che conta è dare al manager qualcosa che sia più importante del perseguimento dei propri interessi, non conterà tanto la "conquista" di obiettivi nel breve-medio termine quanto piuttosto il raggiungimento di obiettivi nel medio-lungo termine. Il management essendosi posto degli obiettivi nel lungo e ricevendo una remunerazione per gli obiettivi raggiunti darà di più e per più tempo il proprio contributo alla società, migliorandone inevitabilmente la performance nel lungo periodo²⁸.

1.3.3 Management turnover e performance

Il CEO ha un ruolo importantissimo all'interno dell'azienda e a seconda delle sue decisioni può modificare i livelli di performance. In caso in cui la performance sperata non venga raggiunta, o la capacità di raggiungerla venga meno, si procede molto spesso alla sostituzione del CEO e del *top management*. In questo caso vi sono due tipi di interpretazioni: la prima, ovvero la *common sense theory*, in cui la sostituzione del CEO porterebbe ad una performance positiva; la seconda, la *vicious circle theory*, che vede che nella realtà dei fatti la sostituzione del CEO non basta a migliorare la performance dell'impresa, se non addirittura peggiorare la stessa. Nella teoria del capro espiatorio,

²⁷ www.consob.it, G.S.F. Bruno, A.Ciavarella, N.Linciano, *Boardroom gender diversity and performance of listed companies in Italy*, 2018

²⁸ Ibidem

viene spiegato come il *turnover* sarebbe utilizzato come operazione simbolica, però questa teoria assume alla base che il CEO non sia in grado individualmente di migliorare e poter condizionare l'andamento dell'impresa. Studiosi come Weisbach (1988) e Kaplan (1994) dimostrano nei loro studi come il turnover del management sia negativamente correlato alla performance, ovvero, nel caso in cui la società non raggiunge un determinato livello di performance allora l'amministratore delegato avrà più possibilità di essere sostituito. Franks-Mayer-Reneeboog (1995) sviluppano una teoria secondo la quale il *turnover* sarebbe più sensibile alle perdite invece che ai ritorni di mercato. A conclusione di questi studi viene evidenziata una correlazione negativa tra il turnover del management e la performance aziendale. Tale conclusione viene raggiunta sia utilizzando misure di performance di mercato, come ad esempio il prezzo azionario, ma anche utilizzando misurazioni di matrice contabile²⁹.

Studi italiani

In Italia sono pochi gli studi che si occupano di trovare correlazioni tra i modelli di governance e performance delle imprese. I principali studiosi italiani hanno preferito occuparsi di analizzare la governance delle imprese italiane e la loro volontà di adottare i principi e le raccomandazioni contenute nel codice di autodisciplina. Per quanto concerne i primi vi sono³⁰:

- Analisi di Crisci-Tarizzo (1994) nella quale furono analizzati 1500 membri del CDA di 500 imprese, in cui i principali risultati furono:
 - Scarsa quantità di amministratori indipendenti, e forte immagine meramente esteriore di questi ultimi;
 - Riunioni rare e preparate in modo insoddisfacente;
 - Rappresentazione da parte dei consiglieri degli azionisti di controllo;
 - Consiglieri non esecutivi erano cooptati da azionisti di maggioranza che avevano intrattenuto rapporti di tipo professionale con l'impresa;
 - Rilevazione di performance modeste.

²⁹ Mazzotta R., *La corporate governance e le performance aziendali*, Franco Angeli, Milano, 2017, pp.126-128

³⁰ Analizzati da Mazzotta R., *La corporate governance e le performance aziendali*, Franco Angeli, Milano, 2017, pp.130-133

- Analisi di Corbetta-Tomasello (1996) in cui fu analizzato il CDA di 1000 imprese con dimensioni ragguardevoli, in cui si arriverà alla conclusione che il Consiglio di Amministrazione ratifica le decisioni che sono prese dal CEO o dagli azionisti;
- Analisi di Molteni (1997) in cui si analizzano 60 imprese con caratteristiche dimensionali, proprietarie e con settori di appartenenza diverse. La conclusione di questo studio evidenzia l'allontanamento delle regole che favoriscono la nomina di consiglieri esterni e la presenza di un comitato esecutivo che mette in atto operazioni di competenza del Consiglio di Amministrazione;
- Analisi di Melis (1999) analizza relativa a 158 imprese quotate in borsa: evidenzia strutture di leadership separate in Italia e di assenza di deleghe ai consiglieri per quanto concerne il processo decisionale.

Spostandoci sulla conclusione degli studi del secondo tipo, come quello di Fiori-Tiscini (2005) emerge che le imprese facevano molta attenzione al processo di nomina e di composizione del CDA, ma non avevano intenzione di discostarsi dal modello tradizionale. Un'analisi simile viene sviluppata l'anno successivo da Bianchi-De Stefano-Romano, i quali giungono al risultato che le imprese in quegli anni promuovevano un'accettazione del codice di Autodisciplina meramente visiva ma non effettiva. Allegrini-Bianchi Martini (2006) nello stesso anno, ammettono la somiglianza tra il Consiglio di Amministrazione italiano e quello statunitense evidenziando la leadership separata. I pochi studi che rimangono sono quelli che più ci interessano al fine di questo trattato, ovvero quelli in cui viene comparata la governance italiana alla performance. I principali sono:

- Bianchi-Casavola: analizzando la correlazione tra performance e governance, evidenziano un non chiaro collegamento tra struttura proprietaria e risultati aziendali.
- Brunello, Graziani e Parigi (2000), si focalizzano sulla terza variabile da me analizzata in precedenza, quella del turnover del CEO e i principali effetti sulla performance. Arrivarono alla conclusione di una relazione negativa tra il turnover e la performance e che tale dipende dall'assetto proprietario dell'impresa. Nelle imprese familiari il turnover è minore, mentre nelle imprese a struttura proprietaria controllata dagli azionisti, il turnover sembra aumentare al raggiungimento di una performance insoddisfacente.
- Brunello-Graziani-Parigi (2001), successivamente al precedente studio analizzano la seconda variabile da me prima individuata, ovvero quella legata alla remunerazione del top management. Secondo la loro opinione la relazione tra remunerazione e performance esiste ed evidenziano che i manager sono più penalizzati quando i profitti diminuiscano invece che quando questi ultimi aumentino.

CAP.2 – Principali indici di performance aziendale

Il calcolo della performance è un momento cruciale per la vita aziendale; Esso, infatti, permette di capire se ciò che è stato fatto, durante il periodo preso in considerazione, ha permesso il raggiungimento degli obiettivi che sono stati prefissati precedentemente. Nel caso in cui tali obiettivi non siano stati raggiunti, oppure non nel modo sperato, consente di cercare di capirne le cause e di prendere i relativi provvedimenti a correzione di queste ultime. Come vedremo successivamente ci sono vari tipi di indici che ci permetteranno di analizzare la performance. In questa trattazione prediligeremo quelli di matrice contabile e di mercato, e focalizzeremo la nostra attenzione sullo spiegare il procedimento che porta alla creazione di indici di qualità della governance, al fine di capire in modo più evidente quali siano i collegamenti tra la performance e le variabili di governance stesse.

2.1 Concetto di performance aziendale

Parlando di performance, quest'ultima non può prescindere da un momento iniziale ben più importante, quello della scelta degli obiettivi da raggiungere per il bene dell'impresa nel suo complesso, compito che, come detto in precedenza, viene svolto dal CDA. Solo dopo aver individuato gli obiettivi da raggiungere si potrà capire quali saranno i meccanismi più coerenti per misurare la performance. Nella teoria classica il fine ultimo delle imprese era quello di ottenere un profitto, ed era la principale motivazione che spingeva l'imprenditore a fondare un'impresa. Successivamente, si è passati allo sviluppo di una teoria del valore diffuso fra innumerevoli soggetti, in base alla quale, l'impresa deve creare valore per tutti gli azionisti e il concetto di profitto è stato sostituito dal valore economico. In questo contesto, capire come l'impresa crea valore è molto semplice: l'impresa fa degli investimenti, sostenendo dei costi, e se, passato un determinato periodo di tempo, gli investimenti sono risultati efficienti e quindi hanno portato dei rendimenti superiori ai costi sostenuti per questi ultimi, allora l'impresa avrà creato valore. Naturalmente, la performance può essere calcolata in modi diversi, così come potrà essere identificata a seconda dei punti di vista. La performance calcolata attraverso delle misure quantitative, permette, attraverso l'uso di formule matematica, di arrivare a risultati numerici esatti, che permetteranno, attraverso le opportune analisi, di arrivare a determinate conclusioni. La performance dal punto di vista qualitativo, soggettivo, permette di analizzare i

risultati conseguiti, attraverso l'analisi del prodotto, della soddisfazione del cliente e dei processi di produzione³¹.

2.2 Gli indici di performance aziendale

Diversi sono gli indici e le variabili del calcolo della performance attraverso l'analisi quantitativa, quelli di matrice contabile, che utilizzano dati estrapolati dal bilancio aziendale e quelli di mercato. Ad un'analisi quantitativa, spesso viene accostata quella qualitativa, per la necessità di un calcolo che non utilizzi soltanto variabili economico-finanziarie. Diverse sono le analisi di tipo qualitativo, come ad esempio il KPI. Il KPI (*key Performance Indicator*) è composto da una serie di indici che permettono una misurazione della performance basata sui risultati aziendali raggiunti, come ad esempio la quota di mercato raggiunta, la fidelizzazione dei clienti e il livello di servizi offerti. L'obiettivo ultimo di tale modello è quello di misurare la prestazione dell'impresa lungo tutti i processi che partono dallo stoccaggio degli input arrivando alla creazione del prodotto finale, e definendo il valore di questo output per il cliente. I diversi punti di vista permettono di arrivare a diverse conclusioni, e che quindi vengono utilizzati a seconda di ciò che si deve analizzare³².

2.2.1 Misurazioni di matrice contabile

Gli indici di matrice contabile hanno come scopo ultimo quello di esprimere giudizi sugli assetti patrimoniali, finanziari e reddituali³³. Essi vengono definiti attraverso il bilancio d'esercizio. Quindi attraverso la manipolazione dei dati raccolti dal bilancio si riesce, a calcolare la redditività dell'impresa.

³¹ Fiori G., Tiscini R., *Economia Aziendale*, seconda edizione, Egea, Milano, 2017, pp.351-355

³² <http://www00.unibg.it/>, *Il sistema di misurazione delle prestazioni aziendali*

³³ "Le misurazioni di matrice contabile hanno essenzialmente l'obiettivo di esprimere un giudizio consuntivo sugli assetti patrimoniali, finanziari e reddituali." Mazzotta R., *La Corporate Governance e le Performance Aziendali*, Franco Angeli, Milano, 2017, p.146

Misure di grandezza

Le principali misure di grandezza, per calcolare la redditività di un'impresa, sono: ROI o *return on investment*, ROIC o *return on invested capital*, ROE o *return on equity*, ROA o *return on assets*, ROS o *return on sales* e Leva finanziaria ed indebitamento.

- Partendo dal ROI, esso rappresenta la redditività degli investimenti. Si ottiene dividendo l'EBIT con l'attivo dello stato patrimoniale. il ROI è molto facile da calcolare, e permette in modo rudimentale di capire se si sta facendo un buon investimento. Naturalmente verranno presi in considerazione dalle imprese soltanto le operazioni che avranno un ROI positivo, e confrontando vari investimenti, quelli con il ROI più alto. In caso di EBIT negativo, siamo di fronte ad un calcolo inutile, poiché un ROI negativo, non ha alcun senso. Il caso in cui l'EBIT sia negativo, vi è già il segnale di un'impresa che non riesce a creare valore³⁴.

$$\text{ROI} = \text{EBIT} / (\text{attivo corrente} + \text{attivo non corrente} - \text{passività correnti})$$

- Il ROIC rappresenta l'efficacia di un'azienda nell'allocazione del capitale a fronte di investimenti redditizi. In questo caso, quindi viene evidenziata la bravura dell'impresa che utilizza il capitale proprio per generare profitti. La formula che permette di ottenere il ROIC vede la divisione tra NOPAT e capitale investito. Il NOPAT è formato dai profitti ottenuti alla stregua delle tasse pagate.

$$\text{ROIC} = \text{NOPAT} / \text{capitale investito}$$

$$\text{NOPAT} = \text{reddito netto} - \text{proventi non operativi al netto delle imposte} + \text{oneri non operativi al netto delle imposte} + \text{oneri finanziari al netto delle imposte}$$

- Il ROE è definito come misura del rendimento del capitale di rischio. Esso rappresenta una misura molto importante per gli azionisti, poiché, permette loro di individuare i rendimenti che possono trarre per ogni unità di euro investita. il valore si ottiene dividendo l'utile netto per il patrimonio netto della società. Per tale indice, nella realtà dei fatti non esistono dei valori di riferimento, il suo range ottimale è quando lo stesso indice è maggiore di 0, tanto più alto sarà l'indicatore, tanto più alto sarà il suo valore. Tale indicatore permette di individuare anche la rischiosità dell'investimento.³⁵

$$\text{ROE} = \text{reddito netto} / \text{patrimonio netto società}$$

³⁴ Fazzini M., *Analisi di bilancio*, Wolters Kluwer Italia, Milano, 2020, pp.195-210

³⁵ Ibidem

- Il ROA indica quanto sia profittevole un'impresa rispetto al totale delle sue attività. Questo indicatore permette di capire quanto sia efficiente la gestione nell'usare le risorse finanziarie per generare profitto. Il ROA è calcolato dividendo l'EBIT per il totale delle attività. Un alto valore di tale indice indica una maggiore efficienza dell'impresa. Come abbiamo indicato in precedenza anche il ROE misura l'efficienza nell'utilizzo delle risorse da parte dell'azienda, la differenza principale tra ROE e ROA è che il primo misura il rendimento tralasciando le passività; invece, il secondo rappresenta anche il debito della società, quindi, a maggiori livelli di leva finanziaria ed indebitamento, maggiore sarà il ROE rispetto al ROA³⁶.

$$\text{ROA} = \text{EBIT} / \text{totale attività}$$

- Il ROS o EBIT margin misura la redditività delle vendite di un'impresa. L'indicatore permette di individuare la redditività unitaria delle vendite, ovvero quanta percentuale di ricavi si trasforma nel risultato operativo (EBIT). Più elevato sarà il suo risultato, maggiore sarà la capacità dell'impresa di tenere da parte i ricavi³⁷.

$$\text{ROS} = \text{EBIT} / \text{Ricavi delle vendite}$$

- Leva finanziaria ed indebitamento evidenziano le ripercussioni che hanno le scelte della società sulla redditività e quindi anche sul ROE. L'effetto di leva finanziaria esprime la relazione che intercorre tra il ROE, ROI e il costo dell'indebitamento. In questo caso se il Return on investment è maggiore del costo sostenuto attraverso l'acquisizione di risorse finanziarie esterne allora si avranno effetti positivi sul ROE, altrimenti negativi. Troppo indebitamento, anche se il ROI si mantenesse a livelli superiori rispetto al costo, porterebbe ad un'erosione del ROE non indifferente, così come essere indebitati a livelli alti per molto tempo, questo perché non è sicuro che il ROI possa mantenere ad un livello maggiore rispetto al costo del finanziamento per periodi lunghi.

³⁶ Ibidem

³⁷ Ibidem

Limiti delle misurazioni di matrice contabile

Gli indici di misurazione di matrice contabile seppur molto facili da calcolare e da confrontare hanno diversi limiti che dipendono proprio dal loro rapporto di dipendenza con il bilancio. Inoltre, tali indici, fanno riferimento soltanto a quest'ultimo, senza rappresentare in modo congruo le aspettative per il futuro e le reali aspettative degli azionisti. Le principali limitazioni sono tuttavia facilmente individuabili e sintetizzabili:

- Tali indicatori fanno riferimento al bilancio, secondo le convenzioni di esso;
- Fanno riferimento a bilanci passati, a dati che non possono rappresentare il futuro;
- La loro dipendenza dal bilancio, fa sì, che proprio l'amministratore possa manipolarli al fine di "migliorare" la performance ottenuta in diverse sfaccettature e creare maggiore positività tra gli azionisti;
- Non considerano il rischio intrinseco dell'azienda;
- Non tengono in considerazione delle aspettative dei singoli azionisti o della pluralità della compagine azionaria.

Per ovviare a tali limitazioni ci si dovrebbe concentrare su un tipo di analisi basata sulla valutazione del valore, più in particolare del valore economico. L'analisi del valore economico va contro la tendenza americana dell'analisi del valore di mercato, e si basa sulla solidità ed efficacia dei vantaggi competitivi che sono propri dell'impresa rispetto alle altre nel mercato, che è stata in grado di creare concentrandosi con forza su quelle risorse che sono critiche, e attraverso il connubio di tutte le risorse disponibili. Il mondo aziendale statunitense, composto principalmente da public company, si preoccupa maggiormente del valore azionario. La creazione di valore avviene attraverso le scelte che vengono operate dai manager, nel lungo periodo, e nella ricerca di vie di guadagno a basso rischio.

2.2.2 EVA e MVA

L'approccio della creazione del valore ha portato a integrare nell'analisi della performance informazioni importanti che riescono a fornire spunti interessanti per quanto riguarda la performance del management. In questo caso è importante definire quale sia il cardine di tale approccio, quale quello della misura dell'EVA (*Economic Value Added*), che permette per l'appunto di misurare l'efficienza del management. Lo sviluppo dell'*Economic Value Added* è attribuito dalla società di

consulenza Stern Stewart & Co. L' EVA viene calcolato attraverso la differenza tra il reddito operativo netto e il costo del capitale impiegato per produrre tale reddito.

$$\text{EVA} = (\text{NOPAT} - \text{WACC}) * \text{Capitale investito}$$

L'EVA si basa su una semplice assunzione, ovvero se l'azienda ottiene un valore maggiore rispetto a quello atteso dalla stessa, allora essa avrà creato valore³⁸. In Italia il calcolo è non poco difficile, data la difficoltà nel ricevere tutte le informazioni utili a calcolarlo. Una tattica che viene utilizzata per facilitarne il calcolo è quella di confrontare il valore di mercato dell'azienda con il valore investito dalla stessa. In definitiva tale misura permette di capire se l'azienda è in grado di giustificare gli investimenti in base agli introiti prodotti. La creazione di valore avviene quando l'EVA è maggiore di 0, e il rendimento del capitale investito è maggiore del costo sostenuto dall'investimento. Viceversa, la distruzione avviene quando l'EVA è 0 e il rendimento degli investimenti è minore del costo sostenuto per essi³⁹. Il calcolo di tale indicatore viene soprattutto utilizzato per calcolare successivamente l'MVA (*Market Value Added*), utile per determinare il valore di un'azienda, calcolato attualizzando futuri EVA. Gli investitori istituzionali utilizzano molto tale indicatore, e, inoltre, sommando all'MVA il valore attuale del capitale investito netto si ottiene *L'enterprise Value*⁴⁰.

2.2.3 Valori di mercato: Multipli di borsa e Q di Tobin

Accanto agli indici sopra citati, ve ne sono altri che sono spesso utilizzati nelle analisi empiriche, basati sui valori di mercato, ovvero, i Multipli di borsa e la Q di Tobin. I Multipli di borsa sono degli indicatori che mettono in relazione variabili che sono relative alla società, con variabili che sono presenti nel bilancio d'esercizio⁴¹. Essi si fondano su diverse assunzioni⁴²:

- L'esistenza di misure di performance che possono essere correlate con il valore di un'azienda;
- Che l'esistenza di tale correlazione è omogenea nella quasi totalità delle imprese analizzate;

³⁸ Mazzotta R., *La corporate governance e le performance aziendali*, Franco Angeli, Milano, 2017, pp.148

³⁹ Fazzini M., *Analisi di bilancio*, Wolters Kluwer Italia, Milano, 2020, pp.222-224

⁴⁰ www.borsaitaliana.it, *Economic Value Added*

⁴¹ www.borsaitaliana.it, *I multipli di borsa*

⁴² Fazzini M., *Analisi di bilancio*, Wolters Kluwer Italia, Milano, 2020, p.229

- Che selezionando un gruppo di imprese (*peer group*), per le quali vi sia l'esistenza di un noto valore che le accomuna, allora vi sia la possibilità di indicare una costante tra il valore che accomuna le imprese del *peer group* e la misura di performance.

Allora, la prima cosa da fare quando si ha l'intenzione di utilizzare questo tipo di multipli, è quella di selezionare le imprese che saranno appartenenti allo stesso gruppo di analisi, ovvero, determinare il *peer group*. La metodologia che permette di selezionare le imprese che possono essere comparabili attraverso l'utilizzo di questo metodo richiede l'esistenza di diversi parametri, che sono⁴³:

- Settore;
- Estensione territoriale;
- Posizione competitiva;
- Dimensione e performance;
- Stato di crescita;

Una volta determinato quale siano le imprese che possono essere comparate sulla base dei parametri qui sopra esposti, allora si dovrà determinare quale multiplo potrà essere utilizzato. Il calcolo di questi permette, di confrontare con rapidità e in modo agevole una società rispetto ai suoi competitor. I Multipli di borsa possono essere classificati in:

- Multipli relativi al prezzo azionario
- Multipli relativi ai dati di bilancio
- Multipli relativi all'*enterprise value*

Per quanto concerne i primi, i più utilizzati sono P/E, Prezzo/*Cash Flow* e Prezzo/*sales*; i multipli del secondo tipo prendono in considerazione indici di bilancio quali ROI, ROE e ROS; gli ultimi invece mettono in relazione l'*enterprise value* con l'utile, il margine operativo o comunque misure facenti parte del conto economico. I più utilizzati sono:

- P/E=Prezzo/Utile: Rapporto tra capitalizzazione di borsa e utile dell'impresa netto. Indica quanto tempo passa per il recupero del prezzo nel caso in cui vi sia un titolo che garantisca una rendita perpetua di utili nei vari anni. Nel caso però di imprese efficienti questa regola non risulta del tutto attendibile dato che gli utili in tali imprese andrebbero a crescere e non a rimanere costanti. Questo multiplo è quello più utilizzato nella valutazione della società, data

⁴³ Ibidem

però la sua debolezza nel caso di utile negativo, e quindi il caso di una perdita, per cui tale indicatore perde di significatività⁴⁴.

- Prezzo/Cash flow: rapporto tra capitalizzazione di borsa e il cash flow. Si tratta di un multiplo molto utile poiché tenta e riesce a superare i limiti dell'indicatore precedente. Difatti alcune imprese, adottando politiche di ammortamento anticipato, registrano utili di molto inferiori rispetto alle imprese che adottano altre politiche di ammortamento. Inoltre, le diverse legislazioni nazionali fanno sorgere differenze che, attraverso l'utilizzo del multiplo prezzo/utile, rendono inconfrontabili le varie aziende di paesi diversi⁴⁵.
- Prezzo/Fatturato: utilizzato soprattutto nelle fasi iniziali della vita di un'impresa. Tale utilizzo dipende dal fatto che nello stato iniziale le imprese disperdono risorse economiche per gli investimenti e quindi registrano perdite⁴⁶.
- EV/Ricavi: tale multiplo permette di misurare il valore del business sulla base dei ricavi ottenuti da un'impresa. Questo multiplo ha delle limitazioni, poiché i ricavi non ci forniscono dei risultati sulla gestione dell'impresa, sulla sua capacità di generare dei flussi di cassa e di far fronte, ad esempio, alle sue obbligazioni⁴⁷.
- EV/Ebitda: il multiplo in questione è di facile utilizzo, permette di confrontare imprese dello stesso settore, senza tener conto degli investimenti e delle perdite. La principale problematica, nel suo utilizzo, è che potrebbero verificarsi delle sopra o sottovalutazioni⁴⁸.
- EV/Ebit: permette l'analisi del business attraverso l'utilizzo del reddito operativo (EBIT). Il principale vantaggio nell'utilizzo di questo indice è che misura il valore sulla base del risultato operativo. Per far sì che tale sia utile, occorrerà scegliere un peer group numeroso, che sia in grado di smorzare gli effetti delle politiche di investimento⁴⁹.

La differenza principale di questi multipli e quelli che invece fanno riferimento a indici di bilancio, è che i secondi non solo vengono utilizzati per misurare la performance dell'impresa da parte degli investitori, ma anche dai vertici aziendali per verificarne sia la salute che l'efficienza.

La Q di Tobin è il rapporto tra il valore dell'impresa e costi di sostituzione, viene utilizzata per misurare la performance dell'impresa perché tiene conto di aspetti che le misurazioni di matrice contabile non riescono a trovare, come, ad esempio, il valore creato dagli elementi intangibili. Un valore di Q superiore a 1 indica un vantaggio nell'effettuare quell'investimento, ma potrebbe anche

⁴⁴ www.borsaitaliana.it, *I multipli di borsa*

⁴⁵ Ibidem

⁴⁶ Ibidem

⁴⁷ Fazzini M., *Analisi di bilancio*, Wolters Kluwer Italia, Milano, 2020, pp.241-244

⁴⁸ Ibidem

⁴⁹ Ibidem

indicare che vi sia una sopravvalutazione rispetto al valore di equilibrio $Q=1$, nel caso in cui la Q sia inferiore a uno accade l'opposto. Il principale problema emerso dall'utilizzo della Q di Tobin, è che l'affidabilità legata a tale indice dipende dalla valutazione del valore dell'attivo, che tiene in considerazione il valore degli asset tangibili e non di quelli intangibili negli investimenti che sono stati effettuati da parte dell'impresa. Per risolvere tale limitazione, gli economisti sono soliti ad utilizzare al denominatore, non il costo di sostituzione, ma una sua approssimazione, ovvero, il valore contabile del capitale⁵⁰.

2.3 Correlazione tra questi indici e le variabili di governance

Una volta individuati i principali indici di performance, che siano di matrice contabile, di mercato, o di altro tipo, occorre individuare, attraverso l'analisi dei diversi studi analizzati in precedenza, quale sia la correlazione tra le varie misurazioni e le variabili di governance, individuare se esse siano correlate positivamente, negativamente oppure se non vi sia una correlazione tale da confermare che vi sia un collegamento tra i risultati di performance e governance aziendale.

Studi relativi alla relazione tra Consiglio di amministrazione e performance aziendale:

Autore	Analisi	Misure di performance	Conclusioni
Yermack (1996)	452 imprese americane da Fortune 500	Q di Tobin, ROA, ROS	Correlazione negativa tra la dimensione del CDA e valore dell'impresa.
Daily-Dalton (1999)	Meta-analisi	ROA, ROE, ROS	Correlazione positiva tra la dimensione del board e le misurazioni di matrice contabile.
Bhagat-Black (2002)	934 imprese americane	Q di Tobin, ROA	Debole correlazione tra le dimensioni del consiglio e performance.

⁵⁰ <http://docenti.unich.it/>, La Teoria della Q di Tobin

De Andreas-Azofora-Lopez (2005)	450 imprese in 10 paesi OECD	ROA	Correlazione negativa.
---------------------------------	------------------------------	-----	------------------------

Tab. 1.2 – Fonte: [R.Mazzotta- La corporate governance e le performance aziendali](#), pg.135.

Studi relativi alla relazione tra composizione del Consiglio di amministrazione e performance aziendale:

Autore	Analisi	Misure di performance	Conclusioni
Hermalin-Weisbach (1988-1991)	142 imprese nel primo studio e 134 nel secondo	Q di Tobin	Non riescono a trovare correlazioni tra outsider director e performance.
Yermack (1996)	452 imprese americane	Q di Tobin, ROA, ROS	Evidenzia una correlazione negativa tra il coinvolgimento di amministratori non esecutivi e performance con la Q di Tobin, ma non con le misurazioni di matrice contabile.
Bhagat-Black (2002)	934 imprese americane	Q di Tobin, ROA	Debole correlazione tra indipendenza del board e performance.
De Andreas-Lopez (2005)	450 imprese di 10 paesi europei e americani	ROA, Q di Tobin	Correlazione negativa tra composizione del consiglio e valore aziendale.

Tab. 1.3 – Fonte: Mazzotta R., [La corporate governance e le performance aziendali](#), pg.136.

Studi relativi alla relazione tra manager turnover top management e performance:

Autore	Analisi	Misure di performance	Conclusioni
Hermalin-Weisbach (1988)	142 imprese americane	Q di Tobin, EBIT	Performance insoddisfacenti portano a sostituzioni del manager, varia la composizione del board ma non le dimensioni.
Kaplan (1994)	119 imprese giapponesi e 146 americane	Stock return, vendite e cambi nei ritorni ante imposta	In Giappone, si evidenzia una correlazione negativa tra turnover e diminuzione di utili, ma positiva a cash flow deboli.
Yermack (1996)	452 imprese americane	Q di Tobin, ROS, ROA	Peggiori performance aumentano possibilità di sostituzione.
Bhagat-Black (2002)	934 imprese americane	ROA, Q di Tobin	Debole relazione tra performance soddisfacenti e indipendenza del board.

Tab. 1.4 – Fonte: [Mazzotta R., La corporate governance e le performance aziendali](#), p.138.

2.4 Misurazione dell'eccellenza di corporate governance: Indice di qualità

2.4.1 Creazione di un indice di qualità

Come visto in precedenza, i vari studi analizzati, non danno risposte univoche circa la correlazione tra singole caratteristiche di governo dell'impresa e performance aziendale. Tale principale problematica ha portato economisti e studiosi a trovare nuove forme di analisi che permettono di arrivare ad un risultato che possa portare alla conclusione che un ottimo processo di governo dell'impresa migliori la performance e la vita delle imprese. Si è passati, per queste motivazioni, da un'analisi della correlazione dei singoli indici a caratteristiche del board, alla creazione di indici di qualità. Un indice di qualità permette di assegnare un punteggio alla governance di una determinata impresa. Sono molteplici le funzioni che può assumere questo tipo di indice, la

prima è sicuramente quella di verificare che l'impresa considerata, o le imprese che verranno analizzate attraverso questi indici, fanno affidamento sia alla normativa obbligatoria, ma anche alle molteplici raccomandazioni dei codici facoltativi⁵¹. Soprattutto si presterà più attenzione alla normativa facoltativa, dato che, la normativa obbligatoria (Codice civile) determina dei requisiti minimi che le società devono rispettare, e che quindi non garantiscono elemento di giudizio sulla qualità della governance, e secondariamente, è di difficile comparazione tra imprese che hanno diversa nazionalità, data appunto la diversità che esiste tra le diverse legislazioni nel mondo. La creazione di un indice di questo tipo avviene in 5 fasi⁵²:

1. Individuare le *best practice*;
2. Individuare le unità elementari di performance;
3. Aggregare le diverse unità elementari in categorie;
4. Assegnare un punteggio per ogni singola categoria;
5. Costruire l'indice di qualità.

Nella prima fase è importante delineare quali siano le *best practice* da prendere in considerazione per costruire in modo efficace e funzionante l'indice di qualità. Come analizzato nel primo capitolo si farà riferimento, per la costruzione di tale metodo di analisi, alle *soft law* italiane e alle *hard law*, quindi al codice di autodisciplina e ai provvedimenti normativi. La seconda e la terza fase sono di fondamentale importanza, la prima permette di individuare le principali unità elementari che compongono la governance di un'impresa in ottemperanza, delle *best practice* individuate nella fase uno, la seconda invece, permette di unire in categorie le singole unità elementari, per il tramite della creazione di macroaree, che possono essere così suddivise⁵³:

1. Macroarea 1 – Codice Preda/*soft law*
 - a. Categoria 1 – Struttura e funzionamento del CDA:
 - i. Dimensione del CDA;
 - ii. Amministratori non esecutivi;
 - iii. Amministratori indipendenti;
 - iv. Funzionamento del CDA;
 - v. Struttura di leadership;
 - vi. Tassi di partecipazione alle riunioni;

⁵¹ Amidani L., Sacconi C., *Misurare l'eccellenza della corporate governance, mito o realtà*, sistemieimpresa n.10 – dicembre 2005

⁵² Mazzotta R., *La corporate governance e le performance aziendali*, Franco Angeli, Milano, 2017, pp.151-155

⁵³ Ibidem

- vii. Altri incarichi.
- b. Categoria 2 – Comitati interni al CDA (diviso in due parti):
 - i. Comitato per il controllo interno
 - 1. Presenza del Comitato;
 - 2. Composizione del Comitato;
 - 3. Performance del Comitato.
 - ii. Comitato remunerazione
 - 1. Presenza del Comitato;
 - 2. Composizione del Comitato;
 - 3. Performance del Comitato.
- c. Categoria 3 – Informazioni utili che potrebbero incidere sul funzionamento dell'indice:
 - i. Presenza sindaci di minoranza;
 - ii. Altre informazioni.
- d. Categoria 4 – Le diverse regole di corporate governance non ancora rese obbligatorie, codice di autodisciplina, e che per scelta vengono inserite in una categoria diversa dalla prima alla seconda:
 - i. Composizione Comitato di controllo interno;
 - ii. Composizione minima comitati;
 - iii. Composizione Comitato remunerazione in maggioranza da amministratori non esecutivi e indipendenti;
 - iv. Composizione Comitato controllo interno in maggioranza da amministratori indipendenti.
- 2. Macroarea 2 – Hard Law
 - a. Categoria 5 – Prescrizioni normative:
 - i. Metodi di elezione;
 - ii. Nomina di un *Lead Independent Director* in caso di *duality*;
 - iii. Amministratori indipendenti nei CDA composti da almeno 7 soggetti;
 - iv. Amministratori di minoranza;
 - v. Composizione del Collegio sindacale.

Alcune unità elementari hanno una valutazione quantitativa, ed altre invece, una qualitativa. La valutazione qualitativa avviene assegnando un valore compreso tra lo 0 e 1, per cui lo 0 vale come un “no” oppure come “risposta non data”, mentre ad ogni “sì” equivale un punteggio di uno. Nel caso in cui vi sia la valutazione quantitativa, ci si è preoccupati prima di individuare dei numeri standard,

delle soglie, con un punteggio assegnato che oscilla sempre tra gli stessi due valori, 0 e 1. Ogni singola categoria, delle due macroaree, può ottenere un punteggio massimo di 27, numero assunto dalle unità che compongono le categorie. Ad ogni singolo punteggio, viene affiancata una tabella, che permette di individuare se il punteggio è ottimo, buono, medio, basso o molto basso. Naturalmente, più alto sarà il punteggio ottenuto da ciascuna di queste ultime, maggiore sarà la qualità di governance attribuita a quella specifica impresa. Ma come viene raggiunto un alto punteggio in tale indicatore? La risposta è molto semplice, questi indicatori vengono creati sulla base delle raccomandazioni, dei codici e delle leggi; maggiore sarà l'ottemperanza a tali codici, maggiore sarà il punteggio che verrà ottenuto.

2.4.2 Correlazione di tale indice alle performance aziendali

Una volta costruito l'indice bisogna verificare se il punteggio ottenuto, sia correlato alla performance, e quindi giungere ad un risultato che possa verificare e confermare che le politiche di governance siano effettivamente connesse con l'andamento economico dell'impresa. Secondo lo studio effettuato da Romilda Mazzotta nel libro *La corporate governance e le performance aziendali*, di cui abbiamo citato anche la costruzione dell'indice, "La relazione in positivo esiste, per cui una migliore governance e, quindi, un più alto IQG comporta migliori performance"⁵⁴. Le ipotesi che vengono testate sono sette, ma noi analizzeremo soltanto quelle di cui abbiamo già parlato nel primo, ed in parte in questo capitolo, ovvero:

1. La dimensione del Consiglio di amministrazione;
2. La composizione del Consiglio di amministrazione;
3. La *duality*;
4. Il funzionamento dei Comitati e del Consiglio;
5. Il livello dell'IQG.

Per quanto concerne il primo punto, lo studio, si era prima di tutto preoccupato che esso fosse correlato negativamente con la performance. Si arriverà alla conclusione, che non ci sia un risultato tale, che possa definire con certezza il risultato, poiché, come verrà spiegato, il Consiglio di amministrazione delle società italiane non è numeroso nei suoi componenti, ma si deduce che comunque un consiglio di maggiori dimensioni è correlato negativamente con la performance, e che quindi all'aumentare dei suoi componenti, il coefficiente di correlazione diminuisce. Per quanto riguarda il secondo punto, già nel primo capitolo, avevamo sottolineato l'importanza della presenza

⁵⁴ Mazzotta R., *La corporate governance e le performance aziendali*, Franco Angeli, Milano, 2017, p.163

di amministratori indipendenti all'interno dell'organo di amministrazione, nello studio si evidenzierà la correlazione positiva tra il numero di amministratori indipendenti e l'indice ROE, e una correlazione positiva tra il numero di amministratori esecutivi e l'indice di matrice contabile ROA. Inoltre, all'aumentare degli amministratori non esecutivi, vi sono ripercussioni negative sull'indice ROE. Nel caso in cui alla base dell'analisi, invece, venga utilizzato un indice di mercato quale l'MVA, l'incidenza di una correlazione negativa tra gli amministratori non esecutivi e le performance d'impresa non trova conferma. In Italia, in generale, le imprese utilizzano una leadership separata, la *duality* è presente in situazioni in cui vi è un basso numero di amministratori non esecutivi e indipendenti all'interno del *board*. Da questa analisi emerge che la *duality* sia correlata negativamente sia con il ROE sia con l'MVA. Debole, invece, è la correlazione tra la performance e il numero medio di riunioni e di partecipanti a tali, mentre, è correlata positivamente nel caso in cui la variabile sia il funzionamento del Consiglio di amministrazione e dei Comitati interni, sia in termine di ROE, sia con la misurazione del ROA. L'ultimo punto riguarda il livello dell'IQG, ovvero, della relazione che intercorre tra lo score totalizzato dalla governance dell'impresa e la sua performance. Per quanto riguarda l'analisi in questione, un livello IQG è stato ottenuto dalle aziende più giovani, ovvero, quelle più giovani o vicine alla quotazione, questo perché, per entrare nel mercato, ci si aspetta dalle imprese che esse seguano quante più raccomandazioni possibili, mentre, le aziende più datate, presentano uno score inferiore. La relazione tra lo score IQG e la performance, è risultato positivamente correlato con il ROE e con l'MVA, mentre, tale significativa correlazione non si è presentata con altri indici, come ad esempio, il ROA. D'altro canto, si è registrata una correlazione negativa tra il miglioramento, e quindi la variazione dello score IQG e l'MVA, quindi, è più difficili per le imprese che si sono fatte nel tempo un certo tipo di "reputazione" riuscire a cambiare le carte in tavola, successivamente ad una modifica della governance interna⁵⁵.

⁵⁵ Mazzotta R., *La corporate governance e le performance aziendali*, Franco Angeli, Milano, 2017, pp.165-171

CAP.3 – Analisi del Gruppo Ferrovie dello Stato Italiane SPA

3.1 Il Gruppo

La struttura del Gruppo Ferrovie dello Stato Italiane ha avuto inizio con l'operazione di societizzazione iniziata negli anni 2000 ed ha portato a all'assetto che oggi conosciamo come Gruppo Ferrovie dello Stato Italiane Spa con a capogruppo la società FS SPA, i cui obiettivi sono:

- Costruzione e mantenimento delle infrastrutture che permettono gli spostamenti su tutto il territorio italiano;
- Servizi di trasporto in ambito nazionale;
- Servizi connessi all'attività sopra indicata.

Le altre attività vengono svolte da altre società che sono controllate o collegate alla prima, difatti alla società FS SPA fanno capo altre società che però mantengono la propria autonomia. La capogruppo è controllata interamente dallo stato tramite il Ministero dell'Economia e delle Finanze, restando comunque valide le responsabilità giuridiche di tutte le restanti società partecipate dalla medesima. La capogruppo dirige la strategia delle controllate e collegate secondo una struttura ad Holding. Le società operative seguono la strategia designata, e sono responsabili dei business di competenza. Inoltre, il gruppo è composto da altre società che sono altamente specializzate nell'erogazione di servizi alle altre società facente parte del branco. Le società facenti capo al gruppo sono le seguenti⁵⁶:

- Segmento trasporti:
 - Trenitalia;
 - Mercitalia Logistics;
 - Busitalia Sita Nord;
 - Ferrovie del Sud Est e Servizi Automobilistici.
- Segmento Infrastrutture:
 - RFI;
 - Italferr;
 - Anas.
- Segmento immobiliari:
 - Grandi Stazioni Immobiliari;

⁵⁶ <https://www.fsitaliane.it/>, Relazione sulla gestione 2020

- Fs Sistemi Urbani.
- Altri servizi:
 - Ferservizi;
 - Fercredit;
 - Italcertifer;
 - Nugo;
 - Fstechnology;
 - Fsinternational.

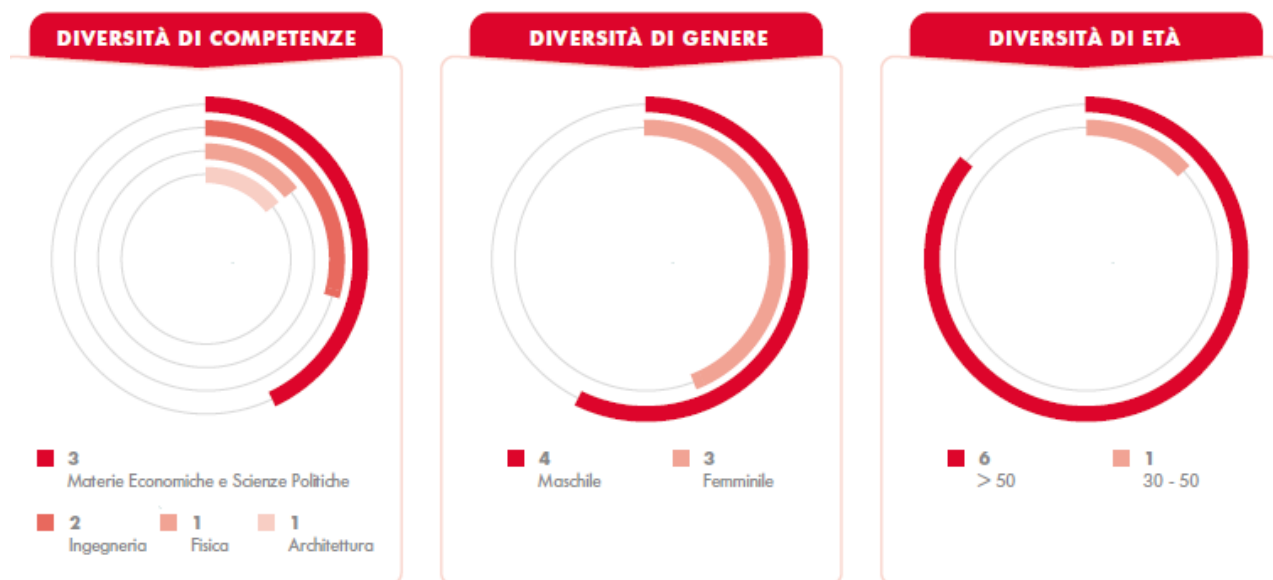
3.2 La Corporate governance

La struttura di Corporate governance della capogruppo, FS SPA, e delle principali società che sono controllate, è quella del modello tradizionale.

3.2.1 Consiglio di Amministrazione

Le ultime modifiche del consiglio di amministrazione risalgono al 2021. Innanzitutto, l'assemblea degli azionisti è costituita interamente dall'unico socio che è il Ministero dell'Economia e delle Finanze. Il CDA è composto, seguendo la normativa, da un numero di componenti che va da un minimo di tre ad un massimo di nove. Inoltre, secondo lo statuto della società, agli amministratori cui siano stati affidati incarichi di amministrazione di tipo gestionale può essere affidata la stessa carica in non più di due altre società, non contando quelle del gruppo. Gli altri amministratori, coloro che non hanno incarichi gestionali, possono rivestire la medesima carica in non più di cinque consigli di amministrazione di altre società per azioni, sempre però escludendo quelle facente parti del gruppo Ferrovie dello Stato Italiane SPA. Secondo lo statuto, si deve mantenere all'interno di tale organo sociale, la parità dei sessi. Seguendo quanto consigliato dal Codice di Autodisciplina, almeno 5 componenti del consiglio di amministrazione siano indipendenti. I componenti del CDA presentano diversità di competenze, di genere e di età⁵⁷.

⁵⁷ <https://www.fsitaliane.it/>, *Relazione sulla gestione 2020*



Tab. 3.1 – FONTE: <https://www.fsitaliane.it/>, *Relazione Finanziaria annuale 2020*

Per quanto concerne le assemblee del CDA, esse vengono convocate almeno una volta al mese, ma comunque in qualunque occasione il presidente lo ritenga necessario, ad esempio, solo nel 2020, il CDA è stato convocato ben 13 volte, non abbiamo invece informazioni per quanto riguarda la durata delle riunioni. Oltre alle classiche funzioni del CDA, determinate dal Codice civile, esso riserva all'amministratore delegato altre determinate funzioni:

- Definizione delle strategie per quanto concerne la società principale ed il gruppo;
- Approvazione del Business Plan e del Budget;
- Operazioni di acquisto e cessioni e operazioni di acquisizione e dismissione.

Inoltre:

- Amministrazione esclusiva della società;
- Assicurarsi che l'assetto contabile e organizzativo sia adeguato alla società, per tale motivazione, l'Amministratore delegato tiene contatti con il Collegio sindacale con una cadenza di almeno tre mesi.

3.2.2 Comitati

Quando abbiamo parlato del capitolo uno del Codice di Autodisciplina, ci siamo soffermati sul fatto che sia idonea la presenza di comitati interni. Per quanto concerne la società FS SPA si dota di diversi comitati che sono:

- Il Comitato Audit;
- Controllo Rischi e Governance;
- Comitato per la Remunerazione e le Nomine.

Per quanto concerne il primo ed il secondo, essi si occupano di valutare le decisioni che sono state intraprese dal CDA, in merito al controllo interno e la gestione dei rischi, nonché a riguardo del controllo della relazione finanziaria. Inoltre, tali comitati si occupano di verificare e di valutare che la Corporate governance della società sia adeguata, sia in termini di dimensione che di composizione. Nel terzo caso il comitato si occupa della remunerazione dei consiglieri di amministrazione e anche nelle politiche di incentivazione, con lo scopo proprio di migliorare il lavoro dei propri amministratori. Inoltre, si occupa della remunerazione dell'amministratore delegato e del presidente. Proprio per quanto riguarda la remunerazione degli amministratori, le politiche intraprese dalla società, prevedono una parte fissa, individuata dall'assemblea, ed una parte variabile, dipendente per l'appunto dagli obiettivi che sono stati raggiunti, che sono definiti dallo stesso Consiglio e proposti dal Comitato per la Remunerazione e le Nomine⁵⁸.

3.2.2 Collegio sindacale

Il Collegio sindacale è composto da cinque membri, tre dei quali sono sindaci effettivi, e due che sono i sindaci supplenti. Uno dei tre sindaci effettivi è un dipendente del Ministero, così come i restanti due sindaci supplenti, mentre gli altri due sindaci hanno un'importante esperienza nell'ambito lavorativo e professionale. La maggior parte dei sindaci è laureata nella facoltà di Economia e Commercio. Come specificato nel primo capitolo, il Collegio sindacale detiene una notevole importanza, poiché proprio quest'organo vigila sull'osservanza della legge e dello statuto, sulla correttezza amministrativa e sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile. Lo stesso Collegio detiene la funzione, almeno nella società capogruppo, di Comitato per il controllo interno e di revisione contabile. Di notevole importanza, evidenziamo, il fatto che il Collegio si sia riunito nel 2020 venti volte, che i sindaci hanno partecipato alle assemblee degli azionisti una volta, e a tredici riunioni del CDA⁵⁹.

⁵⁸ <https://www.fsitaliane.it/>, Relazione sulla gestione 2020

⁵⁹ <https://www.fsitaliane.it/>, Relazione sulla gestione 2020

3.3 Sistema controllo interno e gestione del rischio

Il sistema di controllo interno è composto da un insieme di operazioni, regolamenti e strumenti che permettono di controllare che la gestione dell'impresa sia sana e prudente, preoccupandosi di adottare strategie che possano permettere il raggiungimento degli obiettivi proposti dal CDA. Nel nostro caso specifico, FS SPA utilizza un sistema denominato CoSO Report, ovvero un framework internazionalmente riconosciuto che permette all'impresa di determinare quanto rischio si è disposti ad accettare, in cambio della creazione di valore agli stakeholders. CoSO è costituito da otto componenti⁶⁰:

- Ambiente interno: si rimanda alla cultura del rischio dell'impresa, la consapevolezza degli eventi inattesi e degli eventi attesi;
- Definizione degli obiettivi: vengono definiti quali siano i rischi accettabili in ottemperanza con la strategia intrapresa;
- Identificazione degli eventi: ogni società redige una mappa dei suoi rischi;
- Valutazione del rischio: valutare le probabilità del rischio e il suo impatto sulla società;
- Risposte al rischio: vi possono essere solamente 4 risposte in caso di rischio, e possono essere quello di: accettare, evitare, ridurre o condividere il rischio;
- Attività di controllo;
- Informazioni e comunicazione;
- Monitoraggio.

Il sistema di controllo, di FS SPA, si divide in tre diversi livelli:

- Il primo livello: si occupa di verifiche riguardo il valido svolgimento delle operazioni, in modo da ridurre i rischi, ed è di competenza del management;
- Il secondo livello: si occupa di monitorare i rischi e di assicurarsi che il trattamento riservato ad essi sia congruo al rischio sostenuto;
- Il terzo livello: si occupa di verificare l'adeguatezza dei due livelli superiori e in generale sull'adeguatezza del sistema di controllo interno, è svolto dall'*Internal Audit*.

Per quanto concerne l'*Internal audit*, esso ha il compito di verificare la validità dei controlli interni e inoltre attività di supporto per il management, per poter garantire efficacia ed efficienza dei processi aziendali e promuovere la governance dell'impresa. Le attività che vengono svolte

⁶⁰ www.ilsole24ore.com, Teoria ERM/1: il CoSO report, Marco Bendinelli

da esso sono molteplici, e sono: efficacia ed efficienza nell'esercizio dei processi aziendali, affidabilità dell'informativa finanziaria, controllo sulla legalità della legge e dello statuto ed ultimo ma non per importanza, la salvaguardia del patrimonio sociale.

3.3.1 Applicazione del modello 231

FS SPA adotta un sistema di compliance che permette alla stessa di verificare che siano sempre mantenuta la legalità della normativa principale e delle *best practices* sia nazionali che internazionali, cui la società vuole essere conforme, e anche la totalità delle imprese facenti parte del gruppo. La totalità del gruppo mette a disposizione strutture di supporto che possano garantire non solo la conformità alla normativa previgente, ma anche ad una normativa futura, avendo ripercussioni anche sull'organizzazione, sulla strategia e sul business, al fine di accertarsi di seguire un corretto orientamento giuridico. Inoltre, la società si avvale, seguendo il D.lgs. 231/2001, dell'applicazione del sistema 231. Il precedente decreto menziona una miriade di casi che possono essere rilevati come reati, e sono:

- Delitti contro la pubblica amministrazione;
- Reati societari;
- Reati transnazionali;
- Reati di riciclaggio;
- Corruzione.

Il modello 231 non è obbligatorio, ma adottarlo comporta l'ottenimento di una serie di vantaggi, poiché prevede l'esclusione di responsabilità dell'ente da azioni che vengono eseguite dai singoli; quindi, vi sarà maggiore possibilità di ottenere un rating elevato e quindi che si aprano le porte dei finanziamenti da parte del pubblico o dal credito bancario, una maggiore chiarezza organizzativa, una maggiore trasparenza all'interno della propria società e una migliore cultura del rischio.

3.4 Analisi della performance

Riguardo alla performance andremo ad analizzare lo stato patrimoniale e successivamente il conto economico riclassificato della FS SPA, andando a calcolare i principali indici di redditività evidenziati nel capitolo 2 di questa trattazione.

Di seguito riportiamo lo stato patrimoniale riclassificato degli anni 2019-2020:

ATTIVITÀ			
Capitale circolante netto gestionale	442	377	65
Altre attività nette	287	219	68
Capitale circolante	729	596	133
Immobilizzazioni tecniche	543	536	7
Partecipazioni	38.062	38.099	(37)
Capitale immobilizzato netto	38.605	38.635	(30)
TFR	(8)	(8)	
Altri fondi	(312)	(310)	(2)
TFR e Altri fondi	(320)	(318)	(2)
CAPITALE INVESTITO NETTO	39.014	38.913	101
COPERTURE			
Posizione finanziaria netta a breve	(579)	(476)	(103)
Posizione finanziaria netta a medio/lungo	(301)	(472)	171
Posizione finanziaria netta	(880)	(948)	68
Mezzi propri	39.894	39.861	33
COPERTURE	39.014	38.913	101

Tab. 3.2 – FONTE: <https://www.fsitaliane.it/>, *Relazione Finanziaria annuale 2020*

Come possiamo vedere il Capitale investito netto ha subito una crescita nel 2020, rispetto all'anno precedente, per via dell'incremento del Capitale circolante e del decremento degli altri fondi e del Capitale immobilizzato netto. La Posizione finanziaria netta registra una riduzione all'incirca di 68 milioni, derivabili da un maggior livello di indebitamento, per l'esigenza di liquidità dell'intero gruppo. Per quanto concerne i mezzi propri, possiamo vedere che hanno subito un incremento derivante dall'aumento dell'utile complessivo dell'anno 2020.

Di seguito invece riportiamo il conto economico riclassificato relativo agli stessi anni:

	2020	2019	Variazione	%
Ricavi operativi	197	183	14	8
- Ricavi dalle vendite e prestazioni	189	174	15	9
- Altri ricavi	8	9	(1)	(11)
Costi operativi	(256)	(259)	3	(1)
MARGINE OPERATIVO LORDO (EBITDA)	(59)	(76)	17	(22)
Ammortamenti	(23)	(25)	2	(8)
Svalutazioni e perdite (riprese) di valore	(5)	(1)	(4)	NA
RISULTATO OPERATIVO (EBIT)	(87)	(102)	15	(15)
Proventi e oneri finanziari	115	176	(61)	(35)
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	28	74	(46)	(62)
Imposte sul reddito	13	153	(140)	(92)
RISULTATO NETTO D'ESERCIZIO	41	227	(186)	(82)

Tab. 3.3 – FONTE: <https://www.fsitaliane.it/>, *Relazione Finanziaria annuale 2020*

Analizzando il conto economico ci si accorge subito di un aumento del risultato operativo (EBIT), che avendo già una posizione negativa, si attesta una crescita di 15 milioni di euro, notevole anche dal punto di vista dell'EBITDA, la cui crescita è di 17 milioni di euro, il cui aumento deriva da una crescita dei ricavi operativi, 197 milioni nel 2020 rispetto ai 183 milioni del 2019, e da un decremento dei costi, (256 milioni) del 2020 rispetto ai (259) milioni del 2019. Procediamo alla costruzione degli indici di redditività individuati nel secondo capitolo della trattazione, che sono, il ROE (Return On Equity), il ROA (Return On Assets), ROS (Return on Sales) ed il ROI (Return on Investment).

INDICATORI DI PERFORMANCE		
	2020	2019
ROE	0,11%	0,57%
Utile netto	41	227
Patrimonio netto	38.894	39.861
ROS	-44%	-56%
Ebit	-87	-102
Ricavi dalle vendite	197	183
ROA	-0,22%	-0,26%
Ebit	-87	-102
Totale attivo	39.014	38.913
ROI	-0,22%	-0,26%
Ebit	-87	-102
Capitale circolante	729	596
Capitale immobilizzato netto	38.605	38.635

Tab. 3.4 – Indici ricavati dalle tabelle 3.3-3.2

Il calcolo di tali indici permette di individuare la performance dell'impresa. Bastava comunque osservare il bilancio per capire che l'impresa non sta creando ricchezza. Difatti nella Tab. 3.3 si può individuare con facilità che sia l'EBITDA che L'EBIT, sono negativi. Questo fattore si riflette naturalmente, come matematicamente debba essere, anche nella formula che permette di ricavare ROI, ROA e ROS, di cui qui sopra se ne vedono i risultati negativi. La principale osservazione che possiamo fare per quanto concerne i risultati è che sicuramente il 2020 è stato un anno difficile dal punto di vista economico finanziario, data la presenza di una pandemia che ha causato la chiusura della maggior parte delle società, che hanno visto la loro produzione ferma, ma che comunque, si vede un miglioramento rispetto al 2019 della maggior parte degli indici. Ciò significa, che nonostante la pandemia la società ha saputo rialzarsi e migliorarsi persino rispetto all'anno in cui il Covid non era un problema.

3.4.1 Analisi di performance del bilancio consolidato

Analizzato in precedenza il bilancio della società FS SPA, in questa sezione ci occuperemo dell'analisi del bilancio consolidato di tutto il gruppo Ferrovie dello Stato Italiane SPA.

Stato patrimoniale consolidato riclassificato:

	31.12.2020	31.12.2019	Variazione
ATTIVITÀ			
Capitale circolante netto gestionale	107	(262)	369
Altre attività nette	2.505	2.928	(423)
Capitale circolante	2.612	2.666	(54)
Capitale immobilizzato netto	51.698	51.132	566
Altri fondi	(3.994)	(4.303)	309
Attività nette possedute per la vendita		482	(482)
Capitale investito netto	50.316	49.977	339
COPERTURE			
Posizione finanziaria netta a breve	1.106	677	429
Posizione finanziaria netta a medio/lungo	7.787	6.982	805
Posizione finanziaria netta	8.893	7.659	1.234
Mezzi propri	41.423	42.318	(895)
Coperture	50.316	49.977	339

Tab. 3.5 – FONTE: <https://www.fsitaliane.it/>, *Relazione Finanziaria annuale 2020*

Nel caso del gruppo, si attesta una crescita del Capitale investito netto, conseguente alla crescita del Capitale immobilizzato netto e alla diminuzione degli Altri fondi, in contrapposizione alla riduzione del Capitale circolante e alle Attività nette. Per quanto concerne i Mezzi propri, possiamo vedere come dall'anno 2019 all'anno 2020 si registri una diminuzione di 895 milioni di euro, principalmente dovuta al decremento del risultato dell'esercizio. Conto economico consolidato riclassificato:

Conto Economico Consolidato						
	2020	2019	Variazione (A)	%	di cui effetti COVID-19 (B)	incidenza COVID-19 %* (B)/(A)
RICAVI OPERATIVI	10.837	12.423	(1.586)	(12,8)	(1.695)	(106,9)
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	10.482	12.011	(1.529)	(12,7)	(1.668)	(109,1)
Altri proventi	355	412	(57)	(13,8)	(27)	(47,4)
COSTI OPERATIVI	(9.204)	(9.814)	610	6,2	652	106,9
MARGINE OPERATIVO LORDO (EBITDA)	1.633	2.609	(976)	(37,4)	(1.043)	(106,9)
Ammortamenti, accantonamenti e svalutazioni	(1.911)	(1.780)	(131)	(7,4)	44	33,6
RISULTATO OPERATIVO (EBIT)	(278)	829	(1.107)	(133,5)	(999)	(90,3)
Saldo della gestione finanziaria	(283)	(176)	(107)	(60,8)	(15)	(14,0)
RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE	(561)	653	(1.214)	(185,9)	(1.014)	(83,5)
Imposte sul reddito	(1)	(60)	59	98,3	28	47,5
RISULTATO DI ESERCIZIO DELLE ATTIVITÀ CONTINUATIVE	(562)	593	(1.155)	(194,8)	(986)	(85,4)
Risultato di esercizio delle attività destinate alla vendita al netto degli effetti fiscali		(9)	9	100,0		
RISULTATO NETTO DI ESERCIZIO	(562)	584	(1.146)	(196,2)	(986)	(86,0)
RISULTATO NETTO DI GRUPPO	(570)	573	(1.143)	(199,5)		
RISULTATO NETTO DI TERZI	8	11	(3)	(27,3)		

Tab. 3.6 – FONTE: <https://www.fsitaliane.it/>, Relazione Finanziaria annuale 2020

L'anno 2020 è stato caratterizzato dall'entrata in gioco del Covid-19, ed è interessante vedere come nel 2019 il risultato operativo, o EBIT, fosse del 196,2% maggiore rispetto all'anno della pandemia, difatti il risultato netto nel 2020 si chiude con una perdita di 562 milioni di euro. La perdita naturalmente interessa anche i ricavi operativi che chiudono con un decremento di 1.586 milioni di euro. I costi operativi invece subiscono un incremento, dovuto soprattutto alla strategia manageriale.

Difatti, con la pandemia, e di conseguenza, con i vari lockdown registrati, ha dovuto salvare il salvabile e quindi fermarsi. Calcoliamo ora gli stessi indici di redditività calcolati in precedenza per la singola società, per il gruppo.

INDICATORI DI PERFORMANCE (bilancio consolidato)		
	2020	2019
ROE	-1,36%	1,38%
Utile netto	-562	584
Patrimonio netto	41.423	42.318
ROS	-3%	7%
Ebit	-278	829
Ricavi dalle vendite	10.837	12.423
ROA	-0,55%	1,66%
Ebit	-278	829
Totale attivo	50.316	49.977
ROI	-0,51%	1,54%
Ebit	-278	829
Capitale circolante	2.612	2.666
Capitale immobilizzato netto	51.698	51.132

Tab. 3.7 – Indici ricavati dalle Tab. 3.5-3.6

In questo caso, invece, è più evidente l'effetto che ha avuto la pandemia sulla situazione economico-finanziaria del gruppo. Riferendoci alla tabella 3.7, nel 2019, tutti gli indici di redditività sono positivi, la società ha creato ricchezza sia dal punto di vista degli investitori (ROE), che dalle vendite (ROS) e infine anche dagli investimenti (ROI). Nel 2020, c'è un cambiamento sostanziale, dovuto principalmente, a quanto detto in precedenza nell'analisi del bilancio. La pandemia ha causato una sostanziale variazione di tutti gli indici, causando una perdita di ricchezza. La variazione più ampia riguarda il ritorno sui ricavi delle vendite dove si stabilisce all'incirca un -10% di variazione.

3.5 Risultato emerso dall'analisi: correlazione tra Corporate governance e performance aziendale

Dall'analisi della Governance del gruppo delle Ferrovie dello Stato Italiane SPA è emerso che tale gruppo societario si dota di un'ottima Corporate, sia dal punto di vista della composizione del Consiglio di Amministrazione, seguendo la normativa primaria e le raccomandazioni del Codice di Autodisciplina, sia dal punto di vista della composizione del Collegio Sindacale e ancora dall'istituzione dei comitati raccomandati, ancora, dal Codice di Autodisciplina. Mentre, dall'analisi dei bilanci e quindi della performance, almeno per quanto attiene agli anni 2020-2019, vi sono significative differenze tra la singola società e l'intero gruppo. Per quanto attiene alla singola società nella tab.3.4, calcolando la performance per il tramite del bilancio nelle tab.3.3-3.2, seppur la società in quei due anni abbia registrato performance negative, si vede chiaramente come nel 2020 ci sia stato un piccolo miglioramento generale di quasi tutti gli indici, nonostante quest'ultimo anno abbia visto la società, e l'intero mondo, colpito dalla pandemia. Tale miglioramento può essere spiegato soltanto per il merito della strategia d'investimento che è stata adottata dal management e quindi per il tramite di una buona Governance. Nell'analisi del bilancio consolidato e successivo calcolo della performance, si vede maggiormente come il Covid abbia colpito l'intero gruppo nel complesso, difatti, nel calcolo degli indici di performance della tabella 3.7 facendo riferimento al bilancio nelle tab.3.6-3.5, emerge come la società abbia nel 2019 avuto una buona performance che non si è ripetuta, causa pandemia, nel 2020, data la diminuzione di tutti gli indici che hanno avuto una traslazione da positivi a negativi. In quest'ultimo caso emerge una perdita la quale, tuttavia, non è stata così notevole come ci si poteva aspettare per un gruppo la cui principale attività è proprio quella dei trasporti, settore particolarmente colpito dalle restrizioni causate dalla pandemia. Possiamo di nuovo attribuire tale risultato alla buona capacità della Corporate aziendale di cui il gruppo è dotato. Possiamo considerare tale risultato l'effetto della buona capacità della Corporate governance, sia delle singole società sia del gruppo: nel primo caso del miglioramento che c'è stato tra l'anno 2020 e 2019, seppur poco significativo ma in un momento in cui l'attività della società si è dovuta fermare causa lockdown, e nel secondo caso, alla capacità del gruppo di aver fatto in modo di difendere la società dalle negatività portate dalla pandemia stessa, salvaguardando la solidità sociale da danni ben peggiori.

Conclusione

Scopo della trattazione è stato quello di trovare una correlazione tra la Governance delle imprese e la performance delle stesse. Nel primo capitolo, analizzando l'evoluzione normativa della Governance in Italia, e l'importanza del Consiglio di Amministrazione, ci siamo resi conto di cosa sia necessario per ottenere un buon governo d'impresa all'interno della società. Inoltre, abbiamo evidenziato quali siano le variabili dirette ad avere un collegamento con la performance aziendale. Collegamento che ha trovato la sua conferma nel secondo capitolo, quando dopo aver definito la performance aziendale, si sono voluti analizzare i principali studi internazionali/italiani, che, nella maggior parte dei casi hanno evidenziato una reale correlazione, positiva o negativa che sia, tra Governance e performance. Nell'ultimo capitolo abbiamo deciso di analizzare la Governance e la performance del gruppo Ferrovie dello Stato Italiane SPA. La scelta della società viene da un'attenta ponderazione, difatti, potendo scegliere tra un'innumerabile quantità di imprese, abbiamo deciso di analizzare la seguente, poiché, essendo una società di trasporti, è stata una di quelle più colpite dalla pandemia e quindi svolgere un'analisi che potesse indicarci in modo più significativo l'impatto di una Buona Governance, sulla performance, nel caso di situazioni come quella vissuta. Secondo quanto emerso dall'analisi, la Governance di tale gruppo, segue la normativa principale e il codice di autodisciplina più recente; quindi, attiene alle raccomandazioni e alle *best practices* odierne. Dimostrato dal fatto che il Consiglio di Amministrazione è ben composto, che la società si dota di tutti gli organi richiesti e di quelli raccomandati, come ad esempio i vari comitati, quello della remunerazione e quello di nomina, nonché di un'*internal audit*. Per quanto invece concerne la performance, secondo quanto visto dai bilanci relativi agli esercizi 2020 e 2019, sia della singola società, sia dell'intero gruppo, si nota una leggera crescita tra i due anni per quanto riguarda la singola società, e una decrescita, dovuta sicuramente dagli effetti distruttivi della pandemia, per l'intero gruppo. Quello che però possiamo desumere da tali dati, nelle tabelle 3.7 e 3.4, è che comunque la società ha saputo reagire in modo positivo alla pandemia, che avrebbe potuto causare danni ben maggiori, rispetto alle perdite registrate. Quest'ultimo punto, ci permette di intuire, come un'ottima struttura di governance sia utile al conseguimento non solo di una buona performance, registrata dal gruppo nell'anno 2019, ma anche di riuscire a fronteggiare situazioni di crisi che possano indebolire l'azienda al punto di chiudere i battenti. Non possiamo affermare che dotarsi di una buona governance porti direttamente ad avere un'ottima performance, ma possiamo affermare che dotarsi di una buona struttura aziendale permette all'impresa una gestione più sana e prudente e che il raggiungimento di una performance elevata dipenda soprattutto dal contesto esterno, dal prodotto, dalla concorrenza sul mercato, nonché dalle scelte che vengono effettuate dalle società stesse, e quindi da diverse variabili.

Bibliografia

- Amidani L., Sacconi C., *Misurare l'eccellenza della corporate governance, mito o realtà*, sistemieimpresa n.10 – dicembre 2005
- Associazione Disiano Preite, *Il diritto delle società*, quarta edizione, Il Mulino, Bologna, 2018
- Codice di Autodisciplina, 2015
- Fazzini M., *Analisi di bilancio*, Wolters Kluwer Italia, Milano, 2020
- Fiori G., Tiscini R., *Economia Aziendale*, seconda edizione, Egea, Milano, 2017
- Fiori G., *Corporate Governance e qualità dell'informazione esterna dell'impresa*, Giuffrè – Luiss University Press, Varese, 2003.
- Mazzotta R., *La Corporate Governance e le Performance Aziendali*, Franco Angeli, Milano, 2017.
- Zattoni A., *Corporate Governance*, Egea, Milano, 2015

Sitografia

- <https://www.borsaitaliana.it>, *Codice di Autodisciplina 2018*, Borsa Italiana
- <http://www.assonime.it>, *La Corporate Governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain*, Assonime, 2021
- <https://www.spencerstuart.com>, *Italia Board Index: Osservatorio sui Consigli di Amministrazione delle società quotate italiane*, SpencerStuart, 2014
- www.consob.it, G.S.F. Bruno, A. Ciavarella, N. Linciano, *Boardroom gender diversity and performance of listed companies in Italy*, Consob, 2018
- <http://www.assioa.it>, G. Costa, M. Gianecchini, P. Gubitta, *Turnover del CEO e performance d'impresa*, Università Ca' Foscari, 2008
- <https://www.borsaitaliana.it>, *Economic Value Added (EVA)*
- <https://www.borsaitaliana.it>, *I multipli di borsa*
- <https://www.treccani.it/>
- <http://www00.unibg.it>, S. Cavalli, *Il sistema di misurazione delle prestazioni aziendali*, Università degli Studi di Bergamo, 2008
- www.ilsole24ore.com, M. Bendinelli, *Teoria ERM/1: il CoSO report*
- <https://www.fsitaliane.it/>, *Relazione Finanziaria Annuale*, 2020

