



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE  
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

---

Corso di Laurea Magistrale in Economia e Management  
Curriculum Economia e diritto d’impresa

L’IMPATTO DELLE POLITICHE DI CORPORATE GOVERNANCE  
NELL’AMBITO DELLA CRISI D’IMPRESA

THE IMPACT OF CORPORATE GOVERNANCE POLICIES IN  
THE CONTEXT OF BUSINESS CRISIS

Relatore:

Prof. Michele Guidi

Tesi di Laurea di:

Lorenzo Sardini

Anno Accademico 2023 – 2024



# INDICE

	<i>pag.</i>
<b>INTRODUZIONE</b>	5
<b>CAPITOLO I - LA CRISI D'IMPRESA</b>	
1.1 Crisi d'impresa: aspetti definatori	7
1.2 Adeguatezza degli assetti amministrativi, organizzativi e contabili	12
1.3 Crisi d'impresa e corporate governance	18
<b>CAPITOLO II – LA CORPORATE GOVERNANCE</b>	
2.1 Corporate governance: origini, definizioni, modelli	20
2.2 Normativa di riferimento	33
2.3 Il legame tra corporate governance e crisi aziendale	54
<b>CAPITOLO III – REVIEW DELLA LETTERATURA SU CORPORATE GOVERNANCE E CRISI D'IMPRESA</b>	
3.1 Metodologia adottata	62
3.2 Identificazione e review degli articoli	65
3.3 Analisi della letteratura identificata e spunti di riflessione	110
<b>CONCLUSIONI</b>	121
<b>BIBLIOGRAFIA</b>	125
<b>SITOGRAFIA</b>	129



# INTRODUZIONE

Nell'attuale contesto economico globale, la corporate governance riveste un ruolo cruciale nella gestione e nella prevenzione delle crisi d'impresa. Le recenti crisi finanziarie hanno evidenziato l'importanza di strutture di governance robuste e trasparenti per mitigare i rischi e garantire la sostenibilità delle aziende in un ambiente sempre più complesso e volatile.

La corporate governance, intesa come il sistema di regole, procedure e pratiche attraverso cui le imprese sono dirette e controllate, influenza profondamente le decisioni aziendali e l'interazione con gli stakeholders. In particolare, durante le situazioni di crisi, la qualità della governance può fare la differenza tra il successo e il fallimento di un'impresa.

Il presente lavoro si propone di esplorare il tema della corporate governance nell'ambito delle crisi d'impresa, focalizzandosi su come i modelli di governance influenzano la capacità delle aziende di rilevare, gestire e superare situazioni di difficoltà finanziaria. Attraverso un'analisi approfondita delle best practices, delle normative vigenti e degli studi accademici più recenti, si intende fornire un quadro completo delle sfide e delle opportunità che la governance aziendale offre nel contesto delle crisi economiche e finanziarie.

Il primo capitolo si focalizza sul fornire una descrizione dettagliata della crisi d'impresa definendo il contesto storico ed evolutivo dal quale si è originato questo fenomeno, analizzando i risvolti normativi connessi ad esso. Sempre all'interno di questa area si sono andati ad analizzare gli adeguati assetti amministrativi, organizzativi e contabili, descrivendo le loro caratteristiche e i loro legami ed influenze rispetto all'ambito della crisi.

Il secondo capitolo si concentra, invece, sull'altra tematica centrale all'interno di questa tesi, ovvero la corporate governance. Qui, in primis, si procede a realizzare un inquadramento generale rappresentato dalle origini e dalle definizioni del governo d'impresa per poi passare alla descrizione prima dei modelli di riferimento e poi del contesto normativo. In chiusura di capitolo si procede ad effettuare un'analisi comparativa volta a mettere in evidenza il legame esistente tra corporate governance e crisi d'impresa.

Il terzo capitolo sviluppa una review della letteratura di articoli rilevanti nell'ambito della corporate governance e crisi d'impresa. Saranno presentate le principali teorie adottate e i risultati degli studi più significativi, con un'analisi critica della letteratura identificata. Questo capitolo fornirà considerazioni riflessive e proporrà spunti di studio per migliorare la governance aziendale in ottica di prevenzione delle crisi.

# CAPITOLO 1

## LA CRISI D'IMPRESA

### 1.1 Crisi d'impresa: aspetti definitivi

Il fenomeno della Crisi d'Impresa ha rappresentato e rappresenta, tutt'oggi, una tematica dinamica. Partendo dal fornire una definizione di crisi d'impresa, essa prevede due prospettive fondamentali: la prospettiva giuridica e la prospettiva economica-aziendale.

Partendo dall'analisi della prospettiva giuridica si può fare riferimento a quanto sancito all'interno del Nuovo Codice delle Crisi, entrato in vigore il 15 luglio 2022, a seguito dell'emanazione del d.lgs. n°14/2019, il quale definisce la crisi come: *"lo stato del debitore che rende probabile l'insolvenza e che si manifesta con l'inadeguatezza dei flussi di cassa prospettici a far fronte alle obbligazioni nei successivi dodici mesi"* (d.lgs. n°14/2019, art.2, c.1 lett. a).

Il raggiungimento di tale definizione è stato il risultato dell'elaborazione di un nuovo Codice della crisi d'impresa che si è andato a discostare nettamente, in alcuni dei suoi punti, dalla precedente Legge Fallimentare ancorata al 1942. Ciò è dovuto al fatto che dopo 80 anni è divenuta nota, agli occhi dei massimi esperti in ambito economico ed aziendale, la necessità di una rimodulazione

radicale di tale legge in virtù dei mutamenti che nel corso di questi anni, hanno investito la società portandola ad un'evoluzione ideologica.

L'origine storico-giuridica della crisi d'impresa e della sua disciplina la si può ricondurre al periodo del Basso Medioevo e in particolare ad una figura che ha caratterizzato questa epoca e soprattutto ha segnato il passaggio dall'epoca feudale a quella dei comuni, cioè il mercante. Egli, infatti, a seguito dello sviluppo dei traffici mercantili, causa primaria del passaggio da un'economia basata sull'autosufficienza ad un'economia di mercato basata sugli scambi commerciali, ha iniziato a rivendicare l'elaborazione di regole rigide interne che potevano permettere la tenuta di un maggior rigore e lealtà negli scambi stessi da parte di ciascun membro appartenente a questa classe sociale. Tutto ciò era volto a tutelare i traffici commerciali.

La normativa che si era andata a sviluppare in questo periodo presentava come peculiarità principale un carattere estremamente afflittivo e punitivo soprattutto nei confronti del debitore che dichiarava il fallimento. Questo portava a maturare una visione della crisi d'impresa molto importante che si è consolidata poi anche a seguito della riforma della Legge Fallimentare del 1942, la quale, consisteva nel concepire la crisi come un evento catastrofico/negativo.

Il vero cambiamento a livello di concezione del termine di "crisi d'impresa" lo si ebbe solamente con l'introduzione del nuovo Codice della crisi, con il quale

si è andato, oltre a fornire una definizione per quanto riguarda il termine di crisi, come visto precedentemente, ad abbandonare quella che era l'ideologia che si era diffusa attorno a tale tematica iniziando ad osservare questo fenomeno come un evento fisiologico dell'impresa. Si è passati, quindi, dall'analizzare il concetto di crisi come un momento particolare della vita dell'impresa, a uno di gestione del rischio di crisi, il quale poteva intendersi come la capacità di poter recepire ed analizzare i vari segnali di difficoltà, accompagnati da altrettanti interventi tempestivi atti al risanamento d'impresa. (Cerchiai et al., 2022).

Secondo la prospettiva economico-aziendale si è andati a definire la crisi nel seguente modo: *“una manifestazione disfunzionale che investe le singole parti del sistema aziendale e che genera squilibri di natura economica, finanziaria e patrimoniale”* (Prosperi S. 2003). Qui l'aspetto sul quale si va a porre la lente di ingrandimento è la forte relazione tra il manifestarsi del fenomeno patologico, ovvero la crisi, come conseguenza del generarsi di una situazione di squilibrio all'interno dell'azienda a medio-lungo termine.

Un secondo aspetto estremamente importante sul quale numerosi studiosi si sono concentrati, riguarda gli stadi della crisi. Innanzitutto, per stadi si intendono le fasi in cui si sviluppa la crisi.

Uno dei modelli più diffusi è quello elaborato da Luigi Guatri. Egli articola tutta la sua analisi partendo dalla distinzione tra declino e crisi.

La teoria posta alla base di ciò è la Teoria economica del Valore, la quale prevede che l'obiettivo fondamentale che ogni impresa deve perseguire è quello dell'accrescimento e della diffusione del valore economico.

Guatri definisce il declino come una progressiva distruzione di valore economico nel corso del tempo (Guatri, 1995). Invece, la crisi viene considerata come uno sviluppo ulteriore di esso.

Parlando di declino i due stadi che fanno riferimento ad esso sono:

- incubazione;
- maturazione.

Nello stadio di incubazione si ha una situazione di decadenza e di squilibrio da parte dell'impresa. Questo rappresenta un segnale che permette di percepire come il processo di crisi si sia innescato all'interno dell'azienda anche se ancora non si è manifestato.

Nello stadio di maturazione invece, si hanno perdite nei flussi di reddito e di valore economico del capitale.

Per quanto riguarda la crisi, invece, gli stadi che ne definiscono il significato si possono suddividere in:

- gravi ripercussioni su flussi finanziari e fiducia;
- conseguenze sugli stakeholders.

Nel terzo stadio si può far rientrare tutte le eventuali carenze di cassa, perdite di credito e fiducia e il rischio di sopravvivenza che mettono in evidenza le difficoltà aziendali all'esterno.

Nell'ultimo stadio si va a ricomprendere il momento in cui si va ad innescare il fenomeno della crisi iniziando a generare le conseguenze per gli stakeholders, le quali si sostanziano in insolvenza e dissesto.

L'ultimo aspetto di cui bisogna tenere conto per approcciare una crisi d'impresa è quello riguardante l'individuazione della causa. Spesso infatti, le imprese, nel predisporre l'attuazione di eventuali interventi correttivi dello stato di crisi, tendono a commettere degli errori nell'individuazione delle cause il che può portare a adottare degli interventi che risultano essere inefficienti portando semmai solo ad un aggravamento delle stesse.

Una delle motivazioni principali è che molto spesso le aziende tendono ad associare una situazione di crisi ad una causa della crisi stessa quando in realtà essa rappresenta solo un sintomo.

Molto importante quindi per l'impresa è capire, in primo luogo, quando si trova di fronte ad una situazione di crisi, se essa sia un sintomo oppure una causa della crisi stessa, perché solo attraverso la corretta e tempestiva comprensione delle cause potrà predisporre e attuare degli interventi adeguati a perseguire un efficace risanamento.

## **1.2 Adeguatezza degli assetti amministrativi, organizzativi e contabili**

Dopo aver esaminato nel primo paragrafo le origini e le dinamiche della crisi d'impresa, ora si può spostare l'attenzione nei confronti di un altro elemento estremamente importante nell'ambito aziendale: l'analisi dell'adeguatezza degli assetti amministrativi, organizzativi e contabili.

In un contesto in costante evoluzione, questi assetti rivestono un ruolo cruciale nel garantire la stabilità e la resilienza delle imprese di fronte a periodi di turbolenza ed incertezza.

Il presente paragrafo si propone di esplorare le caratteristiche, gli aspetti definitori e come questi assetti organizzativi, amministrativi e contabili possano influenzare la capacità delle aziende di affrontare e superare uno stato di crisi fornendo una struttura solida e linee guida chiare per la gestione efficace delle risorse e delle operazioni aziendali.

L'importanza e il crescente interessamento nei confronti di questa tematica si rifà, come analizzato precedentemente nell'ambito della crisi d'impresa, all'introduzione del Codice della Crisi d'impresa e dell'Insolvenza. Questo perché tra le finalità insite all'interno di questo codice vi è quella di far emergere in anticipo lo stato di crisi da parte delle imprese al fine di prevenirla.

Per raggiungere tale obiettivo il legislatore ha previsto, in capo alle imprese, l'introduzione di un obbligo estremamente importante, frutto della riforma

dell'art. 2086 del Codice civile, il quale al c. 2 recita che: *“l'imprenditore che operi in forma societaria o collettiva, ha il dovere di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa, anche in funzione della rilevazione tempestiva della crisi dell'impresa e della perdita di continuità aziendale, nonché di attivarsi senza indugio per l'adozione e l'attuazione di uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento della crisi e il recupero della continuità aziendale.”* (art.2086 c.c., c.2).

Per far emergere in anticipo la crisi è necessario agire con tempestività e per fare ciò è necessario che le imprese adottino degli adeguati assetti.

Riguardo l'aspetto definitorio, per assetto organizzativo, amministrativo e contabile deve intendersi il sistema tipico di disposizioni, procedure e prassi operative idonee a garantire che la gestione dell'impresa si sviluppi nel rispetto delle condizioni di equilibrio del sistema aziendale in funzione del raggiungimento degli obiettivi definiti dai responsabili delle attività di governance, in conformità a quanto previsto da leggi, regolamenti e disposizioni statutarie (SIDREA, 2021).

L'assetto organizzativo rappresenta la configurazione e l'organizzazione complessiva del disegno imprenditoriale volto a determinare come le risorse umane, finanziarie e materiali vengono allocate e coordinate al fine di raggiungere gli obiettivi aziendali.

Esso può essere scisso in due componenti essenziali:

- la prima riguarda la corporate governance, la definizione delle varie modalità di articolazione e funzionamento degli organi di amministrazione e controllo;
- la seconda prende in esame le variabili della struttura organizzativa e dei sistemi operativi.

Un assetto organizzativo efficace è fondamentale per garantire l'efficienza, la trasparenza e la flessibilità dell'azienda, consentendo di adattarsi alle mutevoli esigenze del mercato e di affrontare con successo le sfide aziendali, compresa la crisi.

L'analisi e il miglioramento dell'assetto organizzativo possono comprendere la revisione della struttura gerarchica, la definizione di ruoli e responsabilità chiare, la promozione di una cultura aziendale collaborativa e orientata al risultato, nonché l'implementazione di processi decisionali efficienti e meccanismi di comunicazione efficaci. Un'azienda con un assetto organizzativo ben definito e adeguato è in grado di reagire in modo tempestivo e coordinato alle sfide emergenti, mantenendo al contempo un alto livello di adattabilità e innovazione.

Passando all'assetto amministrativo ci si riferisce al modo in cui vengono organizzate le attività e i processi decisionali per garantire che gli obiettivi aziendali siano raggiunti in modo efficace ed efficiente. Questo include la

definizione di responsabilità e autorità, l'implementazione di procedure operative e la valutazione dei risultati ottenuti rispetto agli obiettivi prefissati. Un buon assetto amministrativo non solo aiuta a mantenere l'azienda in equilibrio e a individuare eventuali problemi in anticipo, ma contribuisce anche a proteggere il patrimonio aziendale e gli interessi degli stakeholders. Inoltre, favorisce il processo di apprendimento aziendale, consentendo di migliorare continuamente le strategie, le operazioni e la struttura organizzativa.

È importante sottolineare che l'uso di strumenti di programmazione e controllo da parte dell'azienda non è sufficiente per garantire un efficace assetto amministrativo. È necessario che tali strumenti siano utilizzati in modo coerente e supportati da procedure operative appropriate e sistemi informativi efficienti. Solo in questo modo si può parlare di un vero e proprio sistema di pianificazione e controllo, il cui management potrebbe essere demandato a specifiche unità organizzative, specialmente in aziende con strutture complesse.

Infine, per quanto riguarda l'assetto contabile, si intende raccogliere e rappresentare in modo accurato la situazione finanziaria, economica e patrimoniale dell'azienda, seguendo le regole stabilite dalle normative di riferimento. Esso non si limita solo a preparare il bilancio annuale, ma comprende anche la gestione quotidiana delle informazioni contabili per

valutare l'andamento dell'azienda e i rischi associati, e per monitorare i risultati economici e finanziari.

Utilizzare regolarmente i dati contabili per monitorare l'andamento dell'azienda, anche durante l'anno, può essere il primo passo verso lo sviluppo di sistemi più avanzati per valutare le performance aziendali. Questi sistemi, che includono previsioni e strumenti di controllo, consentono di migliorare la gestione e di prevedere eventuali problemi in anticipo.

Nei casi di aziende di minori dimensioni, dove i sistemi di controllo tendono ad essere meno sofisticati, l'analisi dei risultati contabili può fornire all'imprenditore indicazioni preziose per guidare la gestione e individuare eventuali problemi. In queste situazioni, è possibile affidare l'attività di monitoraggio dei risultati a un responsabile amministrativo o, in alternativa, a un professionista esterno qualificato, senza la necessità di creare una struttura organizzativa apposita all'interno dell'azienda.

È fondamentale che i dati contabili siano completi, tempestivi e affidabili per garantire il rispetto delle leggi. Questo è particolarmente importante quando vengono utilizzati sistemi di contabilità analitica, che forniscono informazioni dettagliate su settori specifici dell'attività aziendale e contribuiscono a una migliore comprensione della situazione finanziaria complessiva dell'azienda. Quindi, l'assetto contabile non riguarda solo la preparazione del bilancio annuale, ma include anche l'uso dei dati contabili per monitorare l'azienda e

prendere decisioni informate. La distinzione tra assetti amministrativi e contabili può aiutare le aziende più piccole a sviluppare sistemi di controllo più efficaci, migliorando così la gestione e la capacità di prevedere e affrontare eventuali situazioni di crisi.

L'aspetto più delicato connesso agli assetti rimane sempre l'adeguatezza. Per capire se l'assetto è adeguato si deve sempre partire dalla finalità degli adeguati assetti. Infatti, per poter procedere a rilevare tempestivamente lo stato di crisi in modo da attivarsi attuando tutti i dovuti interventi correttivi, non è necessario solamente che l'impresa istituisca i vari assetti, ma risulta fondamentale che essi siano adeguati.

Questi assetti non si devono limitare solo ad evidenziare la presenza di uno stato di crisi, ma in realtà, devono avere come obiettivo quello di riuscire a prevedere il manifestarsi di questa situazione.

Altro aspetto estremamente importante riguardante l'adeguatezza, facendo riferimento sempre al c.2 dell'art.2086 del c.c., è che essa deve essere valutata in base alla natura e alla dimensione dell'impresa.

La natura attiene al tipo di attività che l'impresa svolge; la dimensione, invece, attiene sia ai volumi di ricavi e dei dipendenti, ma anche alla complessità della struttura aziendale.

Questo mutamento di approccio rispetto al passato, in seguito alla riforma del Codice delle Crisi d'Impresa, con l'introduzione dell'art.3 e con l'integrazione

dell'art.2086 del c.c. nel 2019, ha visto il legislatore promuovere nei confronti dei vari imprenditori italiani una nuova tipologia di approccio votata ad abbandonare una logica strettamente consuntiva a favore di un'altra che, invece, risulta essere maggiormente strutturata e finalizzata alla pianificazione strategica e alla programmazione (Quagli e Panizza, 2022).

Quindi, analizzando frequentemente i dati consuntivi e gli scostamenti rispetto alle previsioni iniziali, frutto di un aggiornamento periodico delle previsioni, si va a generare un elemento estremamente importante dal punto di vista informativo. Questo approccio maggiormente metodico fa sì che l'imprenditore possa riuscire, in maniera molto più tempestiva, a captare tutti gli eventuali segnali che possano far presagire una situazione di crisi.

### **1.3 Crisi d'impresa e corporate governance**

Il contesto aziendale contemporaneo è caratterizzato da una crescente complessità e incertezza, rendendo cruciale l'analisi della corporate governance e del suo impatto sulla gestione delle crisi aziendali. Questo perché, nell'ambito della crisi d'impresa, la definizione di politiche, e l'adozione di strutture organizzative, amministrative e contabili adeguate, possono impattare in maniera determinante sulla capacità dell'impresa di prevenire tempestivamente un eventuale stato di crisi.

Questa tesi si pone quindi, come obiettivo, quello di esplorare la relazione tra la corporate governance e la crisi d'impresa, focalizzandosi sull'importanza della trasparenza, dell'accountability e della responsabilità degli organi aziendali nel contesto della prevenzione e della gestione delle crisi.

Si analizzeranno le best practices e le sfide legate alla governance durante periodi di turbolenza economica e finanziaria, con l'obiettivo di fornire linee guida chiare per migliorare la resilienza e la capacità di adattamento delle imprese di fronte alle sfide emergenti.

Attraverso la review di articoli scientifici, si cercherà di analizzare il ruolo della corporate governance nella prevenzione e nella gestione delle crisi d'impresa, e quali sono le best practices per migliorare l'efficacia della governance durante periodi di instabilità aziendale

L'approfondimento di questo argomento è essenziale per comprendere meglio come le decisioni prese dagli organi aziendali, la qualità della supervisione e il livello di trasparenza influenzino la capacità di un'impresa di navigare attraverso le sfide e le opportunità del mercato, riducendo il rischio di crisi e massimizzando il valore per gli stakeholder.

## CAPITOLO II

### LA CORPORATE GOVERNANCE

#### **2.1 Corporate governance: origini, definizioni e modelli**

Nel panorama aziendale contemporaneo, la corporate governance rappresenta un pilastro imprescindibile per la stabilità e la sostenibilità dell'impresa, soprattutto quando, quest'ultima, attraversa periodi di incertezza economica e finanziaria che possono culminare con lo scatenarsi di una vera e propria crisi.

In questo secondo capitolo si andranno a considerare gli aspetti caratteristici della corporate governance nel contesto della crisi d'impresa. Si procederà, in primo luogo, all'analisi degli aspetti definatori e dei principi fondamentali della corporate governance, focalizzando l'attenzione anche sui diversi modelli. Successivamente si andrà ad analizzare la normativa di riferimento, andando quindi a centrare quello che è l'ambito disciplinare relativo ad essa.

Infine, nell'ultimo paragrafo, si andrà ad esplorare il ruolo della corporate governance nella gestione del rischio aziendale analizzando le sfide specifiche che le imprese devono affrontare nella progettazione e nell'attuazione di sistemi di governo d'impresa efficaci durante i periodi di crisi e il loro legame con la performance aziendale.

La corporate governance riveste un'importanza cruciale nell'ambito economico-aziendale al punto da interessare non solo gli imprenditori, i manager, gli studiosi e gli economisti, ma anche il mondo politico e l'opinione pubblica in generale.

La sua rilevanza deriva dalla sua natura interdisciplinare. Da un lato, infatti, essa rappresenta una delle leve fondamentali per la competitività delle imprese, poiché influisce direttamente sul legame tra governance e performance aziendale. Dall'altro lato, essa impatta sull'accountability delle aziende, determinando l'entità delle responsabilità assegnate ai decisori aziendali e l'efficacia del controllo a cui sono soggetti. La performance e l'accountability sono due fattori chiave che influenzano l'attrattività delle imprese per gli investitori.

L'espressione "corporate governance" rappresenta un ambito di studio ampio e complesso che da tempo occupa il centro del dibattito politico e scientifico nei principali paesi industrializzati. Gli scandali finanziari e contabili verificatisi negli ultimi anni hanno scatenato una serie di reazioni volte a regolamentare il sistema di gestione delle imprese, mirando a garantire maggiori protezioni agli investitori. Questo ha comportato un aumento degli obblighi e degli adempimenti per gli amministratori e i manager, oltre a una maggiore severità nelle pene in caso di reati accertati.

I casi di Enron, WorldCom, Adelphia e Tyco negli Stati Uniti, di Ahold in Olanda, e i dissesti di Parmalat, Cirio e Freedomland in Italia (con le relative implicazioni giudiziarie), insieme alla bancarotta argentina e agli scandali delle Banche dei Laender tedeschi e della Volkswagen, pur differenziandosi per modalità e intensità, sono emersi in un breve lasso di tempo, suscitando una profonda riflessione a livello internazionale sul tema della governance aziendale (Monks e Minow, 2004).

L'entità di tali scandali evidenzia chiaramente che si tratta di una questione che richiede un approccio globale, in quanto le implicazioni riguardano non solo singoli paesi, ma l'intera comunità economica internazionale.

Il dibattito relativo la corporate governance ha conosciuto un rapido sviluppo nel corso degli ultimi decenni del Ventesimo secolo nonostante, sia le imprese, sia gli amministratori hanno sempre dimostrato un grande interessamento alle tematiche relative al governo dell'impresa.

Esso ha affondato le sue radici nella separazione tra proprietà e controllo delle imprese. Già nel 1776, Adam Smith notava che, quando chi gestisce un'impresa è diverso da chi ne è il proprietario, potrebbe sorgere il sospetto che i manager, gestendo denaro altrui, non abbiano lo stesso interesse e impegno che avrebbero nell'amministrare i propri fondi (Smith, 1776).

Dalla seconda metà del XIX secolo, con l'introduzione di una nuova entità societaria, la società a responsabilità limitata, si segnò un cambiamento molto

importante perché, l'imprenditore, prima conduceva i propri affari tramite forme giuridiche alternative che non attribuivano la garanzia della responsabilità limitata per i debiti della società. Questo provocava una situazione nella quale, in caso di insolvenza, i creditori avevano la possibilità di rivalersi sul patrimonio sia della società, in primo luogo, e poi se esso non era sufficiente, anche su quello personale dei singoli soci. Ciò portava a limitare notevolmente l'interesse da parte dei soggetti investitori a partecipare al capitale delle imprese (Zattoni, 2015). Con la creazione di questo modello societario si andava, invece, a realizzare un'entità che andava a garantire agli azionisti sia la responsabilità limitata rispetto al capitale da essi conferito, sia una maggiore partecipazione al capitale delle imprese mediante il reperimento di risorse esterne.

All'inizio del Ventesimo secolo l'elemento che portò ad accendere il dibattito rispetto alla tematica della corporate governance fu la decisione da parte delle società britanniche e statunitensi di quotare le loro azioni. Questo portò a due logiche conseguenze consistenti nell'ampliamento del numero degli azionisti che entravano a far parte della società e nell'indebolimento o addirittura annullamento del legame tra chi era proprietario dell'impresa e il team manageriale che la gestiva portando alla nascita della società ad azionariato diffuso o public corporation.

In seguito a ciò, mediante la pubblicazione di una delle opere considerate centrali nell'ambito della corporate governance, ovvero "The Modern Corporation and Private Property" (1932) degli autori Adolf A. Berle e Gardiner C. Means, si iniziò a trattare la tematica della separazione della proprietà dal potere di controllo dell'impresa considerandola come frutto della frammentazione della struttura proprietaria; questo, in quanto un vasto numero di risparmiatori deteneva quote di proprietà senza avere il potere di influenzare direttamente le decisioni aziendali. Contestualmente, emergeva una classe di manager professionisti, la cui autorità si estendeva alle decisioni cruciali per la gestione economica dell'impresa. La proprietà risultava così suddivisa tra gli azionisti, i quali detenevano il diritto al rendimento residuale e i manager, che assumevano le decisioni fondamentali per la vita dell'impresa. (Berle e Means, 1932)

Questo portò ad un'enfatizzazione di quanto era stato trattato da Adam Smith, nel 1776 ponendo sempre più l'attenzione sulla nascita di conflitti d'interesse, definiti anche come conflitti d'agenzia, tra l'azionista proprietario e la figura del manager e sulla necessità di una regolamentazione a livello di corporate governance.

Nel periodo che va dalla fine degli anni '50 alla metà degli anni '70, emersero le cosiddette teorie manageriali dell'impresa, che rappresentarono una svolta significativa rispetto alle concezioni classiche e neoclassiche

dell'imprenditorialità. Queste nuove teorie ribaltarono l'idea dell'imprenditore come il principale artefice della massimizzazione del profitto aziendale e introdussero un nuovo paradigma incentrato sulla figura del manager.

Invece di concentrarsi esclusivamente sulla massimizzazione del profitto, obiettivo tradizionale dell'imprenditore, le teorie manageriali proposero di sostituire questo obiettivo con la massimizzazione della funzione di utilità dei dirigenti aziendali. Questo cambiamento di prospettiva significò che il ruolo del manager diventava centrale nel processo decisionale e nell'orientamento strategico dell'impresa.

Le teorie di Baumol, Marris e Williamson offrivano diverse prospettive su come gli obiettivi manageriali potessero essere perseguiti. Ad esempio, Baumol sottolineava l'importanza della massimizzazione del valore delle vendite come obiettivo primario (Baumol, 1959), mentre Marris focalizzava l'attenzione sulla crescita bilanciata delle imprese come mezzo per soddisfare le aspettative dei dirigenti aziendali. Williamson, invece, evidenziava l'importanza di garantire al manager una certa sicurezza finanziaria, fissando una soglia minima di profittabilità necessaria per remunerare il capitale investito (Williamson, 1964).

Il periodo nel quale però si iniziò ad osservare un crescente interesse e un approfondimento rispetto alla tematica della corporate governance, fu a

partire dalla metà degli anni '90. Questo caratterizzava principalmente i paesi maggiormente industrializzati e fu favorito dal manifestarsi di una serie di eventi.

Nei paesi socialisti, il crollo del regime sovietico segnò il passaggio da economie pianificate centralmente dallo stato a economie di mercato, richiedendo cambiamenti nei sistemi di governo per un funzionamento corretto. In altre parti dell'Europa continentale, si assisteva a un massiccio processo di deregolamentazione dei settori protetti, che comportava decisioni riguardo al tipo di struttura proprietaria da attribuire alle imprese privatizzate. Sempre durante questo periodo aumentò anche l'importanza della figura degli investitori istituzionali nelle grandi imprese quotate favorendo un consistente spostamento di risparmi verso essi.

Un altro punto focale di questo periodo fu la diffusione di codici o linee di guida sul governo societario. L'esperienza più importante della quale sicuramente si doveva tener traccia era quella del caso britannico. Infatti, in Gran Bretagna, al fine di dare un segnale di risposta ai fallimenti riguardanti importanti società, fu elaborato il codice Cadbury ad opera di Adrian Cadbury. Esso aveva come finalità principale quello di promuovere la trasparenza, l'efficienza e l'etica nel governo di società al fine di proteggere gli interessi degli azionisti, promuovendo la continuità aziendale nel lungo termine.

Scendendo in un'analisi più dettagliata si può affermare che il concetto di corporate governance non posseda una definizione univoca capace di ricomprendere all'interno di sé tutte le diverse sfaccettature e i diversi ambiti di interesse, in quanto, nel corso dei decenni, numerose sono state le definizioni formulate dagli studiosi.

Melis, ad esempio, riporta nella sua opera "Creazione di valore e meccanismi di corporate governance" la definizione di governo d'impresa fornita dallo studioso Sternberg. Egli prevede che per corporate governance si intenda: *"l'insieme dei meccanismi che permettono alle attività, alle risorse e all'intera organizzazione aziendale di perseguire gli obiettivi stabiliti dagli azionisti, nel cui interesse l'attività aziendale deve essere svolta"* (Melis, 2002, p.115). Altro contributo volto a fornire una spiegazione del concetto di corporate governance è quello di Bruni, il quale prevede che: *"la Corporate Governance concerne il sistema di diritti, processi e meccanismi di controllo istituiti, sia internamente che esternamente, nei confronti dell'amministrazione di un'impresa al fine di salvaguardare gli interessi degli stakeholders"* (Bruni, 2002). Oltre agli studiosi, ulteriori contributi volti a descrivere cosa si intende per corporate governance sono stati forniti anche da vari Codici di Autodisciplina. Uno di questi è quello proposto dal codice delle best practice per l'attività del Consiglio di amministrazione (Cda) delle società britanniche, ovvero il Cadbury Code del 1992. Esso definisce la corporate governance come: *"the*

*system by which companies are directed and controlled*”, ovvero l’insieme delle istituzioni e delle regole la cui interazione e combinazione tende ad equilibrare in modo corretto e trasparente gli interessi di coloro che realizzano le relazioni tra le imprese (Fortuna, 2001).

La varietà delle definizioni di corporate governance, come quelle esaminate in precedenza, risulta influenzata dalla teoria dell'agenzia, che ha rappresentato a lungo, il paradigma dominante negli studi sulla governance aziendale. Le nozioni di corporate governance sviluppate in questo contesto derivano infatti da analisi incentrate sul problema del controllo degli interessi personali del management e sulla protezione degli interessi degli azionisti, in contesti organizzativi caratterizzati dalla separazione tra proprietà e controllo. L’oggetto sul quale esse si sono concentrate prevalentemente fa riferimento ad aziende operanti in condizioni di stabilità o di crescita, cercando di individuare correlazioni tra le strutture di governance e le performance aziendali.

Nell’ambito di questa discussione relativa alla corporate governance si può individuare due fondamentali modelli: l’outsider system e l’insider system. L’outsider system, o sistema orientato al mercato, è caratteristico delle economie con un elevato numero di grandi imprese quotate in borsa, dove la proprietà è altamente frazionata e dispersa. In questo modello, si può verificare un conflitto di interessi tra gli azionisti e il management, poiché gli

investitori non sono direttamente coinvolti nel governo dell'azienda. Essi sono più interessati alla distribuzione dei dividendi e alla crescita del valore delle azioni.

Per poter risolvere tali conflitti il modello assume che il mercato, con specifico riferimento a quello di capitali, sia considerato lo strumento più efficiente per la regolazione degli stessi. (Airoldi e Forestieri, 1998).

Le caratteristiche essenziali alla base di tale modello sono:

- **basso grado di concentrazione** - la proprietà dell'azienda è frazionata tra molti azionisti, nessuno dei quali ha un controllo significativo;
- **conflitto di interessi** - gli azionisti e il management hanno obiettivi diversi; gli azionisti vogliono massimizzare i ritorni sugli investimenti, mentre il management potrebbe perseguire obiettivi personali anziché agire nell'interesse dell'azionista o principale, attuando comportamenti opportunistici;
- **governance etica**- il successo di questo modello dipende dall'adozione di comportamenti eticamente corretti sia da parte degli organi di governance sia da parte degli investitori;
- **mercato delle azioni**: gli investitori hanno la possibilità di acquisire azioni e contendersi il controllo dell'azienda, stimolando un ambiente competitivo e responsabilizzante.

Questo modello, inoltre, può essere analizzato nell'ambito della concezione "ristretta" della corporate governance, la quale, basa le sue assunzioni su una visione incentrata sulle strutture formali e sui processi di governo aziendale.

La prospettiva che viene adottata la si può ricondurre allo shareholder approach, il quale si basa sull'analisi delle dinamiche delle relazioni, dei rapporti che intercorrono tra tre soggetti:

- management;
- Consiglio di amministrazione;
- azionisti.

L'attenzione è concentrata sul rapporto tra azionisti e management, con l'obiettivo di massimizzare il valore per gli azionisti. La governance aziendale è vista principalmente come un meccanismo per allineare gli interessi del management con quelli degli azionisti, minimizzando i conflitti di interesse.

L'outsider system fa riferimento al modello angloamericano della public company in cui si manifesta in maniera molto chiara la separazione tra la proprietà ed il controllo, oltre che una bassa concentrazione proprietaria.

Questo frazionamento della società si è generata in seguito alla nascita e alla diffusione della società ad azionariato diffuso (public company), la quale attribuisce un carattere diffuso alla proprietà, e l'esercizio dell'attività di controllo al management, portando all'emergere di numerosi conflitti di agenzia tra questi soggetti. Rispetto tale dinamica un ruolo estremamente

determinante viene rivestito e affidato al Cda, il quale viene nominato dagli azionisti al fine di garantire il rispetto dei propri interessi.

L'insider system, invece, è tipico delle economie con mercati finanziari meno sviluppati, dove la proprietà è concentrata e stabile, spesso legata a stretti rapporti tra imprese e istituzioni bancarie.

Le caratteristiche alla base di tale modello sono:

- **elevata concentrazione** - la proprietà è detenuta da pochi azionisti principali che hanno un controllo diretto sulla governance aziendale;
- **legami stabili** - esistono forti legami tra le imprese e le istituzioni bancarie, che forniscono stabilità e supporto finanziario al punto che tale modello può essere definito banking-oriented;
- **mercato finanziario limitato** - solo una piccola parte del capitale di rischio è scambiata sui mercati finanziari, rendendo difficile la sostituzione del management attraverso scalate esterne;
- **controllo interno** - il controllo del management è affidato a un organo definito Board, il quale rappresenta un organo decisionale composto dai principali portatori di interessi definiti anche stakeholder, scelti in base alla loro esposizione al rischio e alla criticità delle risorse conferite. Esso è condizionato dall'influenza strategica e di controllo degli investitori istituzionali.

A differenza dell'outsider system, il modello dell'insider system può essere analizzato nell'ottica della seconda concezione di corporate governance, definita "allargata", la quale si colloca nel contesto teorico dello stakeholder approach, che rifiuta la supremazia della prospettiva degli azionisti nel processo di creazione di valore dell'impresa. Questo approccio amplia la gamma e il numero degli stakeholder, cioè dei soggetti coinvolti nel processo di governance aziendale, sia per quanto riguarda le persone e gli organi responsabili della funzione di governo, sia per quanto concerne i portatori di interesse verso i quali tale funzione viene esercitata.

In questa accezione, i sistemi di corporate governance sono costituiti da un insieme di regole, istituzioni, consuetudini e organi formali che supervisionano l'equilibrio degli interessi dei diversi stakeholder dell'impresa. Questo concetto di corporate governance si espande per superare i limiti della visione "ristretta", che si focalizza eccessivamente sul ruolo del Consiglio di amministrazione e dedica poca attenzione agli interessi degli stakeholder non azionisti.

Questo modello promuove, quindi un approccio più inclusivo e sostenibile alla gestione aziendale, riconoscendo che la creazione di valore a lungo termine dipende dall'armonizzazione degli interessi di tutti gli stakeholder coinvolti.

## 2.2 Normativa di riferimento

La complessità e la diversità dei sistemi di corporate governance, come illustrato nei modelli di outsider e insider system, richiedono un quadro normativo robusto e adattabile.

La normativa di riferimento per la corporate governance è essenziale per stabilire le linee guida e i principi che garantiscono la trasparenza, la responsabilità e l'equità nel governo delle imprese. Questo quadro normativo non solo disciplina i rapporti tra azionisti, amministratori e management, ma protegge anche gli interessi di tutti gli stakeholder, strizzando l'occhio non solo all'ambito societario bensì anche a quello della crisi d'impresa nell'ottica della prevenzione.

In questo paragrafo, si andrà ad analizzare le principali normative nazionali e internazionali che regolano la corporate governance, focalizzando l'attenzione sui modelli di governo d'impresa adottati dall'Italia e fornendo una panoramica anche sui principali modelli adottati dai principali Paesi del panorama mondiale.

Partendo nell'analisi del contesto italiano si può dire che l'attuale disciplina italiana in materia di corporate governance affonda le proprie radici nei secoli passati, quando furono introdotte le prime norme per evitare pericolosi conflitti di interesse nella gestione delle società. Tuttavia, fino al 1999, non esisteva un corpus organico di principi specifici per la gestione societaria in

Italia, nonostante in altri paesi il dibattito avesse già portato alla redazione di codici sulla corporate governance.

Il punto di partenza nello sviluppo di questa disciplina è segnato dall'introduzione del primo codice italiano in materia di governo d'impresa, noto come Codice Preda, il quale poi si tradusse in un Codice di Autodisciplina. Esso veniva definito come "un punto di riferimento di natura organizzativa e funzionale" che non costituiva una fonte di obbligo giuridico. Questo approccio era basato sul principio "comply or explain", secondo cui una società doveva rispettare i dettami del codice oppure, in caso di deviazione, fornire una motivazione adeguata al mercato, spiegando le ragioni del mancato rispetto.

Successivamente, la "riforma del diritto societario" del 2003 ha rappresentato una pietra miliare nella regolamentazione delle società italiane, introducendo cambiamenti significativi nei modelli di amministrazione e controllo.

Con il Decreto Legislativo 17 gennaio 2003, n. 6, infatti, il legislatore, dando attuazione alla Legge 3 ottobre 2001, n. 366, ha proceduto alla rimodulazione del Codice Preda introducendo una nuova disciplina per le società di capitali e cooperative nel sistema giuridico italiano. Questa riforma si presentava come la modifica più importante, avente ad oggetto il diritto societario, sin dall'entrata in vigore del Codice civile del 1942. Essa prevedeva di apportare sostanziali cambiamenti per quanto concerneva gli articoli 2325 e seguenti del

Codice civile, andando ad influenzare notevolmente sia le strutture che i principi generali del diritto societario. La sua effettiva entrata in vigore la si può ricondurre al 1° gennaio 2004, mentre la sua piena operatività è stata prevista solo il 1° gennaio 2005 a seguito di un periodo caratterizzato da diverse disposizioni correttive e integrative.

Questa riforma è stata motivata dall'esigenza di rendere le imprese italiane più competitive a livello internazionale e di migliorarne la trasparenza e l'efficienza gestionale. Negli anni precedenti la riforma, il modello tradizionale italiano di amministrazione e controllo delle società aveva mostrato segnali di crisi, soprattutto nel contesto delle grandi imprese e delle società quotate. Questo modello, basato sulla suddivisione dei compiti tra un organo amministrativo (amministratore unico o Consiglio di amministrazione) e un organo di controllo (collegio sindacale), era percepito come inadeguato per affrontare le sfide di un mercato globale sempre più competitivo e regolamentato.

La necessità di una soluzione più efficace aveva spinto la ricerca verso modelli di governance ritenuti più adatti per le grandi imprese, specialmente quelle con accesso ai mercati dei capitali e per le imprese a carattere internazionale.

Questi modelli consistevano nel modello monistico di origine angloamericana, e il sistema dualistico, anche definito sistema renano o di matrice tedesca.

Nonostante tale orientamento sempre più direzionato verso l'affiancamento al sistema tradizionale di modelli alternativi di governo d'impresa, il d.lgs. n. 6 del 2003, all'art. 2380 del c.c. prevedeva per le società di capitali la facoltà di poter scegliere modelli di corporate governance alternativi rispetto l'ipotesi standard del modello tradizionale.

Sempre questo articolo al c.1, inoltre affermava che il modello tradizionale doveva essere applicato per disciplinare il sistema di amministrazione e controllo della società, salvo che lo statuto non disponesse diversamente (art.2380 c.c.).

Il modello tradizionale o latino crea una netta separazione tra l'attività di amministrazione e quella di controllo. Esso prevede che gli organi di amministrazione e di controllo siano eletti dall'Assemblea dei soci.

Per quanto riguarda la gestione ordinaria della società è affidata ad un organo amministrativo denominato Consiglio di amministrazione, il quale può essere formato o da un amministratore unico o da un consiglio di amministrazione.

Il Consiglio di amministrazione ha il compito di amministrare la società; quindi, la decisione presa dal Presidente deve poi essere messa ai voti e se viene approvata diviene definitiva. L'organo di controllo, nominato sempre in sede assembleare, è rappresentato dal Collegio Sindacale, il quale svolge la funzione di controllo sulla gestione. L'ultima funzione che deve essere attribuita è quella del controllo contabile, il quale può essere assegnato o ad

un organo esterno, consistente nel revisore legale dei conti o nella società di revisione, oppure nel Collegio Sindacale stesso in virtù di determinati requisiti.

Gli amministratori sono nominati dall'assemblea ordinaria, tranne per i primi amministratori che sono indicati nell'atto costitutivo (art. 2383 co. 1 c.c.).

Possono essere scelti sia tra soggetti che rivestono la carica di soci che tra i non soci. Essi, per poter assumere tale carica devono presentare determinati requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza, in linea con le leggi speciali applicabili a settori specifici. Il numero degli amministratori è determinato dallo statuto, che può indicare un range minimo e massimo, lasciando all'assemblea la determinazione del numero esatto al momento della nomina. Gli amministratori possono rimanere in carica per un massimo di tre esercizi e sono rieleggibili, salvo diverse disposizioni statutarie. Ogni amministratore ha diritto a un compenso.

Il Cda detiene il potere esclusivo di gestione dell'impresa, deliberando su tutti gli atti necessari per la realizzazione dell'oggetto sociale (art. 2380-bis co. 1 c.c.).

Gli amministratori hanno anche il potere di rappresentanza, che consente loro di compiere tutti gli atti nei confronti dei terzi che rientrano nell'oggetto sociale. Tale potere può essere conferito solo ad alcuni membri del Cda (art. 2384 c.c.). Il Cda può delegare i propri poteri di gestione e rappresentanza a

un Comitato Esecutivo o a uno o più amministratori delegati, se lo statuto o l'assemblea lo consentono (art. 2381 co. 2 c.c.). Tuttavia, se l'amministratore delegato ha un interesse personale in un'operazione, deve astenersi e rimettere la decisione al Cda (art. 2391 c.c.).

Tra le funzioni che vengono delegate una delle più importanti è quella per cui gli organi delegati devono curarsi del fatto che l'assetto organizzativo, amministrativo e contabile è adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa e riferire al Consiglio di amministrazione e al Collegio sindacale sul generale andamento della gestione e sulla sua prevedibile evoluzione.

Il Collegio Sindacale, invece, è l'organo a cui sono attribuiti per legge i poteri di controllo sulla gestione dell'attività della società.

La sua disciplina si colloca in primis nel Codice civile, ma l'ordine dei commercialisti e degli esperti contabili ogni anno, per le società non quotate, prevede anche una serie di norme di comportamento del collegio sindacale che corrispondono alle best practice. Ora la differenza che occorre segnalare è che nel caso di best practice, predisposte da associazioni di categoria, non si parla di norme di legge, ma di indicatori di cui i giudici tengono conto per valutare il reclutamento dei membri del collegio sindacale.

Il collegio sindacale deve essere composto da 3 o 5 sindaci effettivi e in ogni caso 2 sindaci supplenti, che assicurano la continuità della composizione del collegio nel caso di cessazione anticipata della carica di un sindaco effettivo o

nel caso di morte di uno dei sindaci effettivi. La ratio è quella di consentire che la società abbia sempre un organo di controllo presente e in funzione.

I sindaci devono avere una serie di requisiti di professionalità e non devono esserci cause di incompatibilità. Inoltre, devono svolgere la loro attività con la diligenza richiesta e sono responsabili solidalmente con gli amministratori per i danni derivanti da omissioni o negligenze.

Essi restano in carica per tre esercizi, che decorrono dal corso del giorno dell'accettazione e scadono alla data dell'assemblea convocata per l'approvazione del bilancio relativo al terzo esercizio.

Il Collegio Sindacale deve vigilare:

- sull'osservanza della legge e dello statuto da parte degli amministratori (controllo di legalità);
- sul rispetto dei principi di corretta amministrazione, con particolare riferimento all'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società (ex. art 2403 c.c.).

Infine, per quanto riguarda il controllo contabile, si sostanzia nella verifica della regolare tenuta delle scritture contabili e della rispondenza dei bilanci alle risultanze delle scritture stesse e trova la sua massima espressione nella redazione della relazione sulla gestione.

Tale funzione è attribuita al revisore contabile o ad una società di revisione, in via obbligatoria per le società quotate, e può essere, come già detto, esercitata

dal Collegio sindacale, qualora la società non sia tenuta alla redazione del bilancio consolidato e qualora non sia considerata un ente di interesse pubblico.

Passando all'analisi del modello monistico, si può dire che esso rappresenta un sistema societario ispirato al modello angloamericano, il quale prevede che la governance delle Società per Azioni (S.p.a.) sia affidata al Consiglio di amministrazione e a un Comitato per il Controllo sulla Gestione, istituito all'interno del Cda stesso.

In questo modello, l'Assemblea dei Soci nomina il Cda, che a sua volta nomina il Comitato per il Controllo sulla Gestione. Essa, inoltre, nomina anche l'organo deputato al controllo contabile.

Il sistema monistico si distingue per la mancanza di un organo di controllo separato dall'organo di gestione, con entrambi i poteri concentrati all'interno del Cda. Questo approccio permette ai membri addetti al controllo di partecipare attivamente alla formazione delle decisioni, migliorando l'efficacia delle loro funzioni di supervisione. È importante notare che il modello monistico esclude la possibilità di un Amministratore Unico.

Il Cda, nel sistema monistico, segue le stesse disposizioni del sistema tradizionale, con l'eccezione che è responsabile della nomina del Comitato per il Controllo sulla Gestione. Quindi, ha il potere di nominare i controllori che

faranno parte del Comitato, assegnandogli funzioni simili a quelle del Collegio Sindacale nel sistema tradizionale (art. 2409-octiesdecies c.c.).

Almeno un terzo dei membri del Cda deve possedere i requisiti di indipendenza stabiliti per i sindaci dall'art. 2399 c.c., escludendo persone interdette, inabilite, fallite, o condannate con pene che comportano l'interdizione dai pubblici uffici.

Lo statuto può inoltre richiedere che tali membri rispettino i requisiti previsti da codici di comportamento redatti da associazioni di categoria o società di gestione di mercati regolamentati. Il Cda sceglie il Presidente al proprio interno, a meno che non sia nominato dall'assemblea.

Le principali funzioni del Cda includono:

- gestione del funzionamento interno e decisioni sugli affari sociali;
- promozione dell'attività assembleare;
- esecuzione delle deliberazioni assembleari;
- manifestazione della volontà societaria e gestione dei rapporti con i terzi;
- gestione dei rapporti con l'autorità giudiziaria.

Il Cda può delegare parte delle sue attribuzioni a un comitato esecutivo composto da uno o più dei suoi membri, determinando contenuti, limiti e modalità di esercizio della delega, e può avocare a sé operazioni rientranti nella delega stessa. Tuttavia, ci sono funzioni non delegabili, come la

redazione del bilancio d'esercizio, l'aumento del capitale sociale, la riduzione del capitale per perdite, e la redazione dei progetti di fusione e scissione.

Per quanto riguarda il Comitato per il Controllo sulla Gestione (audit comitee) esso è un organo nominato direttamente dal Cda, il quale determina il numero e nomina i vari componenti scegliendo tra gli amministratori che non rivestono già incarichi amministrativi.

I prescelti devono presentare i requisiti di onorabilità e professionalità stabiliti dallo statuto. Inoltre, essi devono essere indipendenti, cioè non devono essere membri del comitato esecutivo e non devono svolgere attività di gestione.

Ultimo requisito strutturale è che almeno uno dei membri di questo comitato deve essere iscritto al registro dei revisori contabili.

Per quanto riguarda le competenze di questo organo, esso esercita la funzione di controllo, ruolo rivestito invece dal collegio sindacale del modello tradizionale, rappresentando, di fatto il fulcro su cui ruota il funzionamento del modello monistico.

Le funzioni chiave svolte dall'audit comitee includono:

- elezione del Presidente del Comitato per il Controllo sulla Gestione;
- vigilare sull'adeguatezza della struttura organizzativa della società, del sistema di controllo interno e del sistema amministrativo e contabile, assicurando che questi siano idonei a rappresentare correttamente i fatti di gestione;

- assolvimento dei compiti affidati dal Cda con particolare attenzione ai rapporti con i soggetti incaricati del controllo contabile.

La principale differenza che si può mettere in evidenza tra il controllo dell'audit comitee e il Collegio Sindacale del modello tradizionale, sta nel fatto che il controllo svolto nel sistema monistico è un controllo ex ante. (Calandra Buonauro, 2003)

Quindi, i membri del Comitato per il Controllo sulla Gestione partecipano attivamente alla gestione aziendale della società e possono deliberare sugli atti gestori. Questo permette loro di intervenire e prevenire problemi prima che si verifichino, garantendo una supervisione più immediata ed efficace

Infine, nell'ambito del controllo contabile, si può dire che esso sia affidato ad un revisore contabile esterno o ad una società di revisione iscritti nell'apposito albo professionale e che preveda lo svolgimento di funzioni identiche a quelle previste nell'ambito del modello tradizionale.

Il sistema dualistico di governance delle S.p.A., noto anche come "modello renano" o "tedesco", è caratterizzato dalla suddivisione netta delle funzioni di gestione e controllo tra due organi distinti: il Consiglio di Sorveglianza (Cds) e il Consiglio di Gestione (CdG).

In questo modello, l'Assemblea dei Soci è responsabile della nomina del Consiglio di Sorveglianza, mentre il Cds nomina i membri del Consiglio di

Gestione. L'Assemblea dei Soci nomina anche l'organo deputato al controllo contabile.

Il Consiglio di Gestione è incaricato della gestione esclusiva dell'impresa, conducendo tutte le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale. Questo organo deve essere composto da almeno due membri, anche se lo statuto può prevedere un numero maggiore. La nomina dei consiglieri di gestione, fatta eccezione per i primi nominati nell'atto costitutivo, è demandata al Consiglio di Sorveglianza. Gli amministratori del CdG non possono far parte del Cds, assicurando una chiara separazione tra le due funzioni.

I membri del CdG possono essere revocati in qualsiasi momento dal Cds, anche senza giusta causa, sebbene in tal caso essi abbiano diritto al risarcimento dei danni. Se un membro del CdG viene a mancare, il Cds provvede senza indugio alla sua sostituzione. I consiglieri di gestione rimangono in carica per un periodo non superiore a tre esercizi, con il mandato che scade alla data della riunione del Cds convocata per l'approvazione del bilancio dell'ultimo esercizio della loro carica.

Analogamente al Consiglio di amministrazione del modello tradizionale, anche il CdG può ripartire internamente le funzioni di gestione. Esso nomina al suo interno un presidente, responsabile della disciplina dell'attività del consiglio. Le deliberazioni del CdG seguono le stesse regole di validità e

gestione dei conflitti di interesse applicate al Consiglio di amministrazione, e il Cds ha la legittimazione a impugnare tali deliberazioni.

Il Consiglio di Sorveglianza, invece, è caratterizzato dalle sue competenze di controllo e indirizzo della gestione, funzioni che nel modello tradizionale sono divise tra Collegio Sindacale e Assemblea dei Soci. Il Cds ha il compito di nominare e revocare i membri del Cdg, determinandone il compenso, a meno che lo statuto non attribuisca questa competenza all'Assemblea dei Soci. Inoltre, il Cds approva il bilancio d'esercizio, e in caso di mancata approvazione, lo statuto può prevedere che l'Assemblea dei Soci intervenga. Il Cds ha anche la facoltà di esercitare l'azione di responsabilità contro i membri del Cdg, potere che è condiviso con l'Assemblea dei Soci.

Successivamente può denunciare al Tribunale eventuali gravi irregolarità commesse dai membri del Cdg e deve informare per iscritto l'Assemblea dei Soci almeno una volta all'anno sull'attività di vigilanza svolta, evidenziando eventuali omissioni e fatti censurabili.

I membri del Cds, che possono essere anche non soci, sono nominati nell'atto costitutivo e successivamente dall'assemblea ordinaria in numero non inferiore a tre. Almeno uno dei membri deve essere un revisore contabile iscritto nel registro del Ministero della Giustizia. I membri del Cds devono rispettare i requisiti di indipendenza, non potendo essere

contemporaneamente membri del CdG né avere rapporti patrimoniali con la società o entità collegate.

I consiglieri di sorveglianza rimangono in carica per tre esercizi sociali, con il loro mandato che scade alla data della prima assemblea ordinaria convocata per l'approvazione del bilancio del terzo esercizio.

La revoca dei membri del Cds è competenza dell'assemblea ordinaria, che può provvedere in qualunque momento con il voto favorevole di almeno un quinto del capitale sociale, salvo il diritto al risarcimento dei danni per revoca senza giusta causa. Il Presidente del Cds è eletto dall'assemblea e i suoi poteri sono determinati dallo statuto. Se lo statuto lo prevede, al Cds possono essere attribuite le deliberazioni altrimenti di competenza dell'assemblea straordinaria, riducendo ulteriormente il ruolo dell'assemblea.

Infine, i membri del Cds devono adempiere i loro doveri con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e sono responsabili solidalmente con i membri del CdG per i danni derivanti da omissioni di vigilanza. Questo sistema, con una netta separazione tra gestione e controllo, assicura un equilibrio dinamico tra gli organi della società, favorendo un controllo rigoroso e una gestione efficace.

Nel marzo del 2006, a sette anni dalla prima edizione, Borsa Italiana decise di sottoporre a una profonda revisione i principi di governo societario applicabili alle società quotate italiane. L'obiettivo era fare chiarezza su figure e ruoli

emersi dalla pratica degli ultimi anni, come la figura dell'amministratore indipendente e i comitati interni. Fu così redatto un nuovo Codice di Autodisciplina per le società quotate. Questo codice interviene su tre ambiti rilevanti per la governance delle imprese (Baglioni e Grasso, 2006).

Il primo ambito riguardava la composizione e il funzionamento del Consiglio di amministrazione, introducendo il concetto di valutazione dell'operato degli amministratori, seppure in forma di self-assessment. Il secondo ambito concerneva il sistema dei controlli interni e la definizione dei casi di indipendenza, con l'obiettivo di ridurre la possibilità di conflitti di interesse tra i soggetti coinvolti. Infine, il terzo ambito si occupava della disclosure, introducendo l'obbligo di comunicare eventuali rapporti economici da parte degli amministratori, dei sindaci e dei revisori con esponenti della proprietà, oltre a una più dettagliata informativa riguardo alle operazioni con parti correlate. Questa struttura era stata pensata per agevolare l'attuazione del principio "comply or explain".

Successivamente, negli ultimi dieci anni, numerose modifiche normative sono state applicate e numerose versioni di tali codici sono state fornite con l'obiettivo di cercare, sempre più, di affinare e rendere più completo possibile l'ambito disciplinare alla base della corporate governance.

Questo ha portato alla nascita del Codice della corporate governance tutt'oggi in vigore. Esso è entrato in vigore il 1° gennaio 2021 ed ha come tematica

principale, situata al centro di questa riforma, l'orientamento alla sostenibilità dell'attività d'impresa finalizzato al successo sostenibile, da intendersi come obiettivo principale dell'organo amministrativo e dell'attività d'impresa.

Questa impostazione si basa sull'evoluzione dello scopo dell'impresa, che ora include un'ampia gamma di tematiche sociali e ambientali nella definizione delle strategie aziendali. Il Codice di Corporate Governance raccomanda agli organi di amministrazione di favorire il dialogo con gli azionisti e con gli altri stakeholder rilevanti per la società, utilizzando le forme più appropriate. In questo modo, l'obiettivo del "successo sostenibile" è strettamente legato alla qualità del rapporto che l'azienda sviluppa con tutti i soggetti coinvolti nella sua attività economica.

Dopo aver analizzato l'evoluzione storica relativa alla normativa italiana in tema di corporate governance, si può spostare l'attenzione sulle diverse esperienze, a livello di Codici di Autodisciplina, vissute all'interno di altri importanti potenze mondiali quali: Regno Unito e Germania.

Partendo dall'analisi del modello inglese si può dire che i rapporti e le relazioni che si venivano a instaurare tra i vari agenti economici prevedevano un'assenza totale di obblighi regolamentari. In questo sistema giuridico definito di common law, infatti, l'unico input che poteva rappresentare una sorta di regolamentazione era quello dell'autoregolamentazione tra gli operatori finanziari e no. Essendo inoltre, la tradizione britannica facilmente

ricollegabile a quella statunitense, bisogna dire che il modello societario maggiormente sviluppato e diffuso era quello della società ad azionariato diffuso definita anche come public company.

Queste società erano organizzate secondo una struttura di one tier-system, la quale, prevedeva la presenza di un organo centrale rappresentato dal Consiglio di amministrazione. Esso, successivamente, si articolava in diversi comitati caratterizzati dalla presenza di amministratori non esecutivi ed indipendenti.

Come analizzato all'inizio di questo secondo capitolo, uno dei momenti cruciali in cui si è iniziato a trattare la tematica della corporate governance in ambito britannico, è stato con la pubblicazione nel 1992 del Rapporto di Cadbury. La nascita di tale documento era dovuta a due avvenimenti che avevano causato un grande caos nell'opinione pubblica inglese: la morte misteriosa di Robert Maxwell e il fallimento della società Polly Peck.

Questo documento ha rappresentato la prima forma embrionale di regolamentazione nell'ambito della corporate governance.

Tra le caratteristiche principali alla base di questa regolamentazione si prevedeva la separazione tra il ruolo di Amministratore Delegato e quello di Presidente che fino a quel momento coincidevano con un'unica persona, la quale esercitava il controllo.

Nonostante questo documento abbia rappresentato il punto di partenza per lo sviluppo di successivi sistemi di corporate governance non solo in ambito britannico, ma in tutto il panorama europeo e non solo, esso palesava qualche lacuna richiedendo quindi un aggiornamento ed un maggior approfondimento da parte degli studiosi nel corso degli anni.

Ciò si è manifestato in seguito alla pubblicazione di successivi codici di Best Practice quali il Greenbury Recommendation, nel quale si andavano ad analizzare e regolamentare gli aspetti legati alla retribuzione e agli obblighi informativi degli amministratori e l'Hampel Rapport nel quali si andava ad approfondire le tematiche dei due codici precedenti relativamente al ruolo del manager o director, la loro remunerazione, il ruolo degli shareholder, i sistemi di accountability e audit (Fortuna, 2001).

Tra la fine del XX e l'inizio del XXI secolo un'altra tematica è stata oggetto di chiarimento ed approfondimento all'interno del sistema di regolamentazione britannica. Essa faceva riferimento al ruolo degli amministratori non esecutivi e di quelli indipendenti. Sono state previste delle linee guida dettagliate per la loro presenza nel Board e per la selezione degli amministratori prevedendo una composizione bilanciata che andava ad evitare che gruppi che non disponevano di un numero adeguato di consenso potevano esercitare il potere decisionale.

Nel 2018, infine, con il Financial Reporting Council si è andato a completare il quadro normativo del codice di autodisciplina britannica inserendosi nel più ampio progetto di riforma governativa tracciato dal Rapporto dell'House of Commons Business, Energy and Industrial Strategy Committee.

Il nuovo codice inglese è stato profondamente rivisto per essere più semplice e incisivo. La struttura è stata ridotta a principi e previsioni, eliminando il livello intermedio dei "supporting principles". Questo snellimento ha portato alla rimozione di molte raccomandazioni dettagliate, mentre sono state rafforzate le linee guida per orientare le società nell'adesione alle best practice raccomandate dal codice, la cui applicazione resta non vincolante. Esso ha aumentato l'importanza e la responsabilità del Consiglio di amministrazione nella definizione del piano strategico della società, con un'enfasi particolare sulle prospettive di lungo termine per la sostenibilità dell'impresa.

L'obiettivo di tale approccio è quello di creare valore per gli azionisti e contribuire positivamente alla società civile generale.

Passando ad analizzare il modello tedesco si può dire che la Germania, appartenente alla tradizione giuridica del civil law, rappresenta una delle principali economie capitalistiche mondiali con un modello di organizzazione societaria notevolmente diverso rispetto al sistema monistico e al sistema tradizionale. La struttura interna delle società tedesche adotta infatti il sistema dualistico, noto come two-tier system.

Questo modello prevede due organi distinti: l'Aufsichtsrat (Consiglio di sorveglianza) e il Vorstand (Consiglio di gestione). I membri del Consiglio di sorveglianza sono eletti dall'assemblea degli azionisti (Hauptversammlung) e dai rappresentanti dei lavoratori, permettendo così la co-gestione o co-determinazione della società. Il Consiglio di sorveglianza non solo svolge funzioni di controllo sulla gestione, ma nomina e revoca i membri del Consiglio di gestione, fornisce autorizzazioni preventive per determinate operazioni e ha il potere di specificare unilateralmente queste operazioni.

Il Consiglio di gestione, invece, è responsabile della gestione ordinaria della società, della redazione del bilancio e dell'obbligo di informare il Consiglio di sorveglianza sull'andamento dell'impresa. È importante notare che i membri del Consiglio di gestione non possono essere contemporaneamente membri del Consiglio di sorveglianza, garantendo così una netta separazione tra le funzioni di gestione e quelle di controllo.

Il primo Codice di corporate governance tedesco, noto come Deutscher Corporate Governance Kodex, è stato redatto da una commissione governativa presieduta da Gerhard Cromme e pubblicato nel 2002.

Nella versione aggiornata al giugno 2007 sono state previsti poi degli aggiornamenti con riferimento a una serie di concetti fondamentali. Il primo riguardava la dichiarazione esplicita dell'obiettivo del Codice, una pratica che non risultava essere molto utilizzata negli altri Paesi. Successivamente veniva

enfaticamente la rappresentanza dei dipendenti nel Consiglio di sorveglianza, un elemento distintivo del governo societario tedesco. Inoltre, si affermava la volontarietà dell'adesione alle raccomandazioni del Codice, ma le imprese dovevano rendere pubbliche le eventuali deviazioni da tali raccomandazioni, spiegando le ragioni di tali scelte.

Da un punto di vista strutturale della società si prevedeva di articolare il Consiglio di sorveglianza in più comitati specifici per materia al fine di semplificare la trattazione di argomenti complessi. In particolare, si prevedeva l'istituzione di un comitato per il controllo interno, il quale vedeva attribuirsi funzioni relative alla gestione di tematiche quali: contabilità, rischio d'impresa e verifica e attribuzione dell'incarico di revisione legale.

Per quanto riguarda il Consiglio di sorveglianza, il codice affermava che questo doveva essere composto da membri con competenze, capacità ed esperienza necessarie per raggiungere gli obiettivi in modo adeguato, garantendo un livello adeguato di indipendenza.

Infine, nel 2019, a seguito della conclusione del processo di revisione della normativa relativa al Codice di autodisciplina veniva fornito un ulteriore aggiornamento di questa normativa.

Dal punto di vista strutturale, la revisione aveva l'obiettivo di snellire il Codice, valorizzando i principi di best practice mentre riduceva il numero

delle raccomandazioni di dettaglio. Le principali novità introdotte riguardavano tre aree chiave della governance societaria:

1. **remunerazioni degli amministratori** - veniva data maggiore enfasi alla trasparenza e alla giustificazione delle politiche retributive, con l'intento di allineare gli incentivi degli amministratori agli obiettivi a lungo termine dell'azienda;
1. **composizione del consiglio di sorveglianza** - si poneva particolare attenzione alla definizione di indipendenza dei membri del consiglio di sorveglianza. Il nuovo Codice forniva criteri più chiari per determinare l'indipendenza, assicurando che il consiglio fosse composto da membri con le competenze, le capacità e l'esperienza necessarie;
2. **regime semplificato di comunicazione delle informazioni** - il Codice introduceva un sistema semplificato per la comunicazione delle informazioni relative alla corporate governance, migliorando così la trasparenza e l'accessibilità delle informazioni per gli stakeholder.

### **2.3 Il legame tra corporate governance e crisi aziendale**

Nei paragrafi precedenti, è stato effettuato un approfondimento dettagliato sulla tematica della corporate governance. In particolare, si è analizzata la varietà dei modelli di governo d'impresa adottati a livello internazionale, esplorando anche il quadro normativo che li disciplina. Inoltre, si è posta

l'attenzione sulle due principali concezioni di corporate governance, delineando le caratteristiche e le implicazioni dei due approcci fondamentali: lo stakeholder approach e lo shareholder approach.

Lo stakeholder approach si basa sull'idea che le decisioni aziendali debbano considerare e bilanciare gli interessi di tutti i soggetti coinvolti nell'attività dell'impresa, inclusi dipendenti, clienti, fornitori, comunità locali e azionisti. Questo approccio sostiene che la sostenibilità a lungo termine dell'azienda dipende dalla sua capacità di soddisfare le esigenze e le aspettative di una vasta gamma di stakeholder.

D'altro canto, lo shareholder approach enfatizza la priorità di massimizzare il valore per gli azionisti. Secondo questa concezione, la principale responsabilità del management aziendale è quella di incrementare i profitti e il valore delle azioni, considerati come gli indicatori chiave del successo dell'impresa. Le decisioni aziendali sono dunque orientate a soddisfare principalmente gli interessi degli azionisti. Partendo da ciò, ora, si può spostare l'attenzione su uno degli argomenti più centrali di questo lavoro consistente nell'analisi del legame tra la corporate governance e la crisi d'impresa. Esso è un tema di grande rilevanza, particolarmente in un contesto economico globale caratterizzato da frequenti turbolenze e incertezze.

Analizzando in primo luogo l'impatto dello shareholder approach nell'ambito dei processi di crisi dell'impresa, si può articolare la discussione rispetto a due momenti: quello di previsione della crisi e quello di gestione della stessa.

Con riferimento al primo momento, l'approccio considerato spinge l'impresa a individuare i possibili eventi di crisi e i relativi effetti tenendo conto esclusivamente della possibile evoluzione delle relazioni con gli stakeholder percepiti come rilevanti, poiché in grado di influenzare l'approccio orientato agli azionisti (shareholder approach). Questo implica l'adozione di comportamenti di prevenzione degli eventi di crisi diversificati in base alle diverse categorie di stakeholder.

Nella fase di gestione dell'evento di crisi, un approccio focalizzato sulla prospettiva degli azionisti e degli stakeholder ritenuti rilevanti per la loro capacità di influenzare l'approccio degli azionisti può portare a sottovalutare la posizione di altri stakeholder. Questo rischio aumenta soprattutto se questi stakeholder, ignorati o considerati meno rilevanti, formano alleanze strategiche con altre categorie di portatori di interessi colpiti dagli effetti della crisi d'impresa. Inoltre, un basso livello di coinvolgimento degli stakeholder nel processo di gestione della crisi può ridurre l'entità delle informazioni disponibili per il management, compromettendo così la corretta e completa comprensione della crisi, dei suoi effetti reali e delle possibili vie di superamento (Alpaslan et al., 2009).

Lo stakeholder approach, invece, sebbene offra una visione più inclusiva e sostenibile della gestione aziendale, presenta diverse criticità applicative nel contesto di una crisi d'impresa, le quali possono compromettere la sua efficacia e mettere a rischio la sopravvivenza dell'azienda in periodi di difficoltà.

Una delle principali criticità è la complessità nella gestione degli interessi multipli. Durante una crisi, questi interessi possono diventare conflittuali, rendendo difficile per il management prendere decisioni rapide e risolutive.

La necessità di considerare una vasta gamma di opinioni e preoccupazioni può rallentare il processo decisionale, ostacolando l'implementazione tempestiva delle misure necessarie per affrontare la crisi.

In tale situazione, non tutti gli stakeholder possono essere trattati con la stessa priorità, e determinare quali sono più importanti e meritano maggiore attenzione può essere complicato e controverso. Se non si identificano correttamente gli stakeholder prioritari, si rischia di prendere decisioni che non ottimizzano la gestione della crisi, potenzialmente aggravandola.

Mantenere una comunicazione chiara, trasparente ed efficace con tutti gli stakeholder è essenziale durante una crisi, ma anche estremamente difficile.

La diversità degli stakeholder implica differenti aspettative e necessità informative. Coordinare una strategia di comunicazione che soddisfi tutti questi requisiti può essere oneroso e, se gestito male, può aumentare la confusione e il discontento tra gli stakeholder.

Alcuni stakeholder potrebbero essere resistenti ai cambiamenti necessari per superare la crisi, specialmente se questi comportano sacrifici o perdite nel breve termine. Convincere tutti gli stakeholder della necessità di certe misure può essere difficile e richiedere tempo prezioso, che l'azienda in crisi potrebbe non avere. Inoltre, implementare e mantenere un approccio stakeholder durante una crisi può aumentare significativamente i costi di gestione. La necessità di consultare e coinvolgere vari gruppi di stakeholder richiede risorse in termini di tempo, personale e finanze, che possono essere particolarmente scarse.

Il coinvolgimento di una vasta gamma di stakeholder può portare a una sovrabbondanza di informazioni, alcune delle quali potrebbero essere irrilevanti o fuorvianti. Distinguere tra informazioni utili e non utili può essere una sfida, e l'inadeguatezza delle informazioni disponibili può ostacolare la capacità del management di prendere decisioni informate e tempestive.

Infine, stakeholder trascurati o insoddisfatti possono formare alleanze strategiche che amplificano le loro influenze negative durante la crisi. Queste alleanze possono creare ulteriori pressioni sull'azienda, complicando ulteriormente la gestione della crisi.

Le numerose criticità legate all'applicazione di questi approcci emergono in modo evidente nei contesti di crisi aziendali, dove l'urgenza, l'asimmetria informativa e le variazioni del potere contrattuale tra i diversi stakeholder

diventano fattori predominanti. Negli ultimi anni, questi contesti hanno portato a una necessaria revisione della prospettiva adottata da ciascun approccio nel sistema di governance aziendale. In particolare, si è reso evidente il bisogno di ampliare o restringere tali prospettive, con conseguenti modifiche nelle direzioni attribuite al processo di creazione del valore dell'impresa. Questa dinamica ha evidenziato i limiti degli approcci tradizionali, ancorati ad una visione statica della corporate governance e ha spinto verso l'adozione di metodologie più flessibili e adattabili, in grado di rispondere in maniera più efficace alle mutevoli condizioni del contesto aziendale in crisi.

Secondo una prima impostazione, il carattere dinamico della corporate governance è strettamente legato al processo di cambiamento che sta ridefinendo la natura dell'impresa. I concetti tradizionali di proprietà e impresa, che costituiscono le fondamenta teoriche degli approcci di corporate governance di matrice economico-finanziaria, appaiono ormai inadeguati nel contesto attuale. Oggi, i fattori di competitività delle imprese non sono più rappresentati principalmente da beni tangibili e da asset fissi, ma da elementi intangibili quali la conoscenza, il capitale umano e sociale, l'innovazione e la qualità. Questi fattori, insieme ai cambiamenti in atto nell'ambiente economico, rendono i confini dell'impresa sempre più fluidi e meno chiaramente definibili. La capacità di adattamento e l'abilità nel gestire questi

nuovi elementi intangibili sono diventati cruciali per il successo e la sostenibilità delle imprese moderne.

L'interpretazione dinamica delle strutture, dei meccanismi e degli obiettivi della corporate governance porta a considerare un approccio di tipo contingency, dove gli assetti di governance delle imprese sono variabili e dipendono dalle caratteristiche specifiche delle imprese in un dato momento e dai fattori macro-ambientali.

Secondo questa prospettiva, non esistono modelli universalmente validi né best practices replicabili in ogni contesto aziendale o istituzionale. La crisi d'impresa è un contesto particolarmente adatto per evidenziare il carattere contingente degli assetti di corporate governance, che si riflette nella ridefinizione dei diritti di proprietà sull'impresa.

Questa ridefinizione contingente è determinata dal grado di specificità dei contributi dei diversi stakeholder e dal rischio d'impresa da loro assunto per realizzare la strategia di risoluzione della crisi prescelta. Tale contributo contingente si manifesta nella ricerca di un nuovo equilibrio tra contributi e ricompense, un equilibrio dinamico destinato a cambiare nuovamente una volta superata la crisi.

Inoltre, la crisi rende contingente anche l'approccio di corporate governance adottato per definire il ruolo e la composizione degli organi di governo durante il processo di crisi e risanamento. A seconda della strategia di

risoluzione della crisi scelta, si potrebbe assistere a una ridefinizione dei diritti di governo sull'impresa attraverso una nuova compagine proprietaria, una nuova squadra manageriale o un diverso rapporto di composizione tra membri interni ed esterni del Consiglio di amministrazione. Queste modifiche, volte a fornire all'impresa gli strumenti necessari per superare la crisi, portano a nuovi assetti e meccanismi di governance che segnano una netta discontinuità rispetto alle pratiche di governo precedenti.

## CAPITOLO III

### REVIEW DELLA LETTERATURA SU CORPORATE

#### GOVERNANCE E CRISI D'IMPRESA

##### 3.1 Metodologia adottata

Nel quadro descritto nei capitoli precedenti si sono andati ad analizzare due argomenti che nel corso degli anni hanno vissuto numerose evoluzioni sia a livello concettuale e definitorio in primis, sia a livello normativo e codicistico successivamente. Queste due macro-sfere che rappresentano le tematiche principali di questo studio sono rappresentate dalla corporate governance e dalla crisi d'impresa.

La corporate governance rappresenta un tema centrale nella gestione e risoluzione delle crisi d'impresa, influenzando le decisioni strategiche, le dinamiche di potere all'interno dell'organizzazione e le relazioni con gli stakeholder. L'obiettivo di questo capitolo è sviluppare una review della letteratura esistente, identificando i principali contributi teorici e pratici, nonché le lacune e le sfide emergenti

Il primo elemento sul quale bisogna soffermarsi riguarda la metodologia che è stata adottata per condurre questa review. Essa fa riferimento all'approccio metodologico semi-sistematico. Come definito all'interno dell'opera

*"Literature review as a reasearch methodology: an overview and guidelines"* di Hanna Snyder, per review semi sistematica si intende un approccio pensato per trattare argomenti che sono stati concettualizzati in modi diversi e studiati da vari gruppi di ricercatori all'interno di diverse discipline, rendendo impraticabile un processo di revisione sistematica completo. La metodologia in questione appare particolarmente adatta per il presente studio, data la natura multidisciplinare dell'argomento trattato.

Oltre a fornire una panoramica su un determinato argomento, questa review semi-sistematica spesso si concentra su come la ricerca in un determinato campo si sia evoluta nel tempo o su come un tema si sia sviluppato attraverso diverse tradizioni di ricerca. In generale, la review mira a identificare e comprendere tutte le tradizioni di ricerca potenzialmente rilevanti che hanno implicazioni per l'argomento studiato e a sintetizzarle utilizzando meta-narrazioni anziché misurare l'effetto di grandezza.

Questo approccio offre una comprensione delle aree complesse. Tuttavia, pur trattando argomenti ampi e diversi tipi di studi, richiede che il processo di ricerca sia trasparente e che venga sviluppata una strategia che permetta di valutare se le argomentazioni utilizzate per le decisioni prese siano state ragionevoli, sia rispetto l'argomento scelto, sia nell'ambito della prospettiva metodologica di riferimento.

Questo tipo di analisi può essere utile per individuare temi, prospettive teoriche o problemi comuni all'interno di una specifica disciplina di ricerca o metodologia o per identificare componenti di un concetto teorico.

La ricerca, inoltre, è stata condotta prendendo come database di riferimento la piattaforma Google Scholar, in quanto presenta una maggiore ampiezza e una quantità superiore di fonti accademiche e riviste scientifiche rispetto a piattaforme come Scopus.

Inizialmente, la ricerca è stata impostata sull'individuazione di tutte le fonti rientranti all'interno di un intervallo temporale specifico circoscritto a tutte le riviste e gli articoli dal 2015 fino al 2024. Successivamente, al fine di garantire uno studio ed un'analisi molto più approfondita si è deciso di allargare il filtro temporale anche agli anni fino al 2011, comprendendo anche tutte quegli articoli scientifici che, nonostante siano meno recenti possono offrire degli spunti e dei contributi interessanti ed innovativi ai fini di una maggiore completezza.

Ulteriore elemento preso in considerazione nello sviluppo di questa review, è stato quello di impostare la ricerca su articoli, riviste e documenti esclusivamente in lingua italiana, in quanto il contesto normativo, è molto specifico se si parla di governance e crisi d'impresa, pertanto, si è preferito concentrarsi sul panorama italiano.

Oltre a ciò, nell'ambito dell'individuazione delle fonti da prendere in esame, partendo da macro-temi come quelli di *"corporate governance"* e *"crisi d'impresa"* a livello di search words, l'attività di ricerca si articola ed approfondisce poi con una serie di parole chiave collegate. Queste fanno riferimento a:

- "prevenzione";
- "rilevazione tempestiva della crisi";
- "rischio d'impresa";
- "responsabilità";
- "performance aziendale";
- "innovazione tecnologica".

L'ultimo elemento considerato nell'utilizzo della metodologia semi-sistematica all'interno del presente elaborato è quello relativo alla considerazione esclusivamente di articoli scientifici, in quanto l'interesse di questa review è incentrato principalmente su contenuti di ricerca e non su materiale con finalità professionali e didattiche.

### **3.2 Identificazione e review degli articoli**

Al termine della metodologia descritta nel paragrafo precedente, sono stati identificati i seguenti diciotto articoli all'interno della Tabella 1.

**Tabella 1 – Articoli identificati**

<b>Anno di pubblicazione</b>	<b>Rivista</b>	<b>Autori</b>	<b>Titolo</b>
2011	Studi in onore di Umberto Belviso	Daniela Caterino	La funzione del collegio sindacale delle società quotate, tra “prevenzione” e “allerta” della crisi d’impresa
2012	Corporate governance e gestione dei rischi: gli insegnamenti della crisi	Stefano Mieli	Sistemi di controllo dei rischi e governo degli intermediari: una prospettiva di vigilanza Intervento del Direttore Centrale per la Vigilanza Bancaria e Finanziaria della Banca d’Italia
2015	Amministrazione & finanza	Guidalberto Gagliardi e Marzio Molinari	Il ruolo del Consiglio di amministrazione nelle società di famiglia
2015	Economia Aziendale Online	Roberta Provasi, Andrea Monti	Le reti d’impresa come nuovo modello di governance. Evidenze dalla “Bottega del vino di Moncalvo”
2016	La crisi dei modelli economici	Alessandro Marangoni	La Corporate governance nelle local utilities quotate, tra responsabilità sociale e mercati finanziari
2016	Impresa Progetto - Electronic Journal of Management	Paolo Tenuta e Domenico Rocco Cambrea	Consiglio d’amministrazione e valore d’impresa

2017	Piccola Impresa Small Business	Marco Cucculelli	Crisi, Apprendimento e Governano d'impresa
2019	Scuola di Alta Formazione Luigi Martino - I Quaderni numero 80	Francesca Novati e Rosanna Vicari	Governance e controlli interni nelle società non quotate alla luce del codice della crisi d'impresa
2020	Rivista delle Società	Maria Lilla Montagnani	Intelligenza artificiale e governance della "nuova" grande impresa azionaria: potenzialità e questioni endoconsiliari.
2020	Orizzonti del Diritto Commerciale	Massimo Bianca	Allerta e dintorni: l'adozione delle misure idonee alla tempestiva rilevazione della crisi da parte dell'imprenditore individuale
2020	Impresa Progetto - Electronic Journal of Management	Paola Schwizer	Un CdA più responsabile e consapevole dei fini dell'impresa è la migliore arma nella gestione post Covid-19
2021	Orizzonti del Diritto Commerciale	Giuliana Martina	Organoamministrativo delle imprese di assicurazione e Product Oversight and Governance tra codice delle assicurazioni private e regolamenti IVASS
2021	Rivista Piccola Impresa/Small Business	Carla Morrone	The adequate organizational, administrative and accounting structure in

			SMES: burden and honor
2021	Corporate Governance and Organizational Behavior Review	Raffaella Casciello	Early warning indicators: an empirical investigation in italian context and first implications for corporate governance
2022	Corporate Governance and Research e Development studies - Open access	Fulvio Boldregghini e Giuseppe Sancetta	Early warning system e governance del rischio di credito: l'emersione anticipata della crisi d'impresa dal punto di vista dei creditori finanziari
2022	Corporate Governance and Research & Development Studies - Open Access	Alessandro Danovi e Serena Maurutto	La responsabilità degli organi sociali nella riforma del diritto della crisi d'impresa. Un'interpretazione aziendalistica
2022	Journal of Manangement and Governance	Alberto Tron, Maurizio Dallochio, Salvatore Ferri, Federico Colantoni	Corporate governance and financial distress: lessons learned from an unconventional approach
2023	I Battelli del Reno	Serenella Sabina Luchena	Crisi d'impresa ed Innovazione tecnologica

Contestualizzando i vari articoli sopraindicati si può partire considerando il primo articolo relativo alla *"Funzione del collegio sindacale nelle società quotate, tra "prevenzione" e "allerta" della crisi d'impresa"*. Questo contributo elaborato

da Daniela Caterino nel 2011 mira, in primo luogo ad un'interpretazione delle norme vigenti in quel periodo, orientata a ricostruire in chiave attiva e preventiva il ruolo del collegio sindacale in particolar modo nell'ambito delle società quotate. Questa attività ha come finalità quella di puntare a dimostrare la capacità di intervento del collegio sindacale non solo in un'ottica di controllo ex post, successivamente al manifestarsi di un fenomeno di crisi, ma soprattutto nell'ottica di un controllo ex ante, cioè di una concreta attività di prevenzione ed allerta rispetto al manifestarsi del medesimo fenomeno o quanto meno di indirizzo su sentieri di intervento precoce tanto sulla malagestione quanto sulla crisi.

Il Testo Unico della Finanza (TUF) attribuisce ai sindaci delle società quotate poteri rilevanti, rafforzati dalle successive riforme, conferendo loro un ruolo cruciale nella gestione dei flussi informativi. Nelle società quotate, l'informazione è essenziale per garantire la corretta gestione aziendale, bilanciando trasparenza e riservatezza. Il collegio sindacale, in situazioni di crisi, deve essere pienamente coinvolto nelle decisioni aziendali, attivando tempestivamente i meccanismi necessari per affrontare la crisi e minimizzare l'impatto mediatico. Esso, di fronte a segnali di crisi, deve attivare strumenti legali, come convocare l'organo amministrativo per discutere le modalità di fronteggiamento della crisi e, in caso di inerzia, usare i suoi poteri di convocazione assembleare per discutere la revoca degli amministratori per

giusta causa. Il TUF facilita l'uso di questi poteri, permettendo anche a due soli sindaci di convocare l'assemblea e attribuendo a ciascun membro del collegio il potere di convocare gli organi gestori.

Questi strumenti devono rivitalizzare la funzione assembleare del controllo sulla gestione e prevenire il ricorso a rimedi esterni, suggerendo un uso tempestivo degli strumenti endosocietari, come la revoca assembleare dell'organo gestorio. Anche se non è sempre facile garantire l'uso di questi strumenti, l'accesso crescente degli investitori istituzionali alla sede assembleare può favorire un'autoregolamentazione aziendale, garantendo una gestione responsabile e trasparente.

Il successivo contributo oggetto di questa review, denominato *“Sistema di controllo dei rischi e governo degli intermediari: una prospettiva di vigilanza”*, pubblicato nel 2012, pone l'attenzione sulla relazione che si è venuta ad instaurare tra corporate governance e i sistemi di gestione dei rischi nell'ambito della crisi del settore bancario.

Il contesto storico nel quale si va a sviluppare questa relazione fa riferimento in primis alla crisi bancaria dei mutui subprime, la quale originatasi nel 2007, fu determinata dalla realizzazione di prodotti legati al mercato immobiliare americano estendendosi all'intero mercato finanziario e ai rapporti interbancari causando la peggiore recessione dal dopoguerra. Successivamente ciò ha portato ad intaccare anche il debito sovrano

generando di fatto un ulteriore fenomeno di crisi. Tale contestualizzazione effettuata dall'autore appare necessaria, in quanto egli attribuisce alle lacune e inefficienze riscontrate nei sistemi di governance e risk management, le principali cause che hanno contribuito a determinare la situazione di crisi o a ritardarne l'adozione di tempestive misure correttive.

I punti di debolezza messi in evidenza dalla crisi dal punto di vista della corporate governance bancaria consistono nel fatto che i board sono stati spesso poco scrupolosi nel fissare ex-ante limiti precisi ai livelli di rischio, hanno dimostrato di avere un'insufficiente consapevolezza dell'esposizione effettivamente assunta, soprattutto verso i prodotti più complessi. In un contesto privo di adeguati controlli, si sono verificati fenomeni di "cattura" del board da parte del CEO. Anche i flussi informativi da e verso la struttura aziendale non sempre sono stati adeguati a qualità, completezza e tempestività alla complessità dei fenomeni da presidiare, in particolare alle connessioni tra rischi, patrimonio e liquidità. Sul fronte dei sistemi di remunerazione criticità sono emerse sia con riferimento al processo, laddove il CEO e l'alta dirigenza hanno avuto la possibilità di determinare essi stessi il proprio piano di incentivazione, sia riguardo alla struttura dei bonus che sono stati collegati a risultati di breve periodo e slegati dall'effettiva rischiosità e solidità dell'intermediario. Il valore di mercato di azioni e opzioni si è dimostrato di fatto poco idoneo a riflettere tali profili.

Anche sul fronte delle pratiche e dei modelli di risk management la crisi ha fatto emergere elementi di debolezza, in quanto le previsioni dei modelli sono basate sulla nozione di esogeneità del rischio. Per ciascun intermediario il rischio è trattato come un elemento dato, senza tener conto delle interazioni tra modello e operatori e tra operatori diversi. Si possono creare modelli sofisticati, ma nel momento stesso in cui li si impiega, il contesto al quale sono applicati muta, perché il sistema finanziario è il risultato dell'interazione dei comportamenti intelligenti e informati di un numero elevatissimo di soggetti. Questo aspetto, poco rilevante in condizioni di relativa stabilità, diventa invece cruciale in un contesto di turbolenza.

Basati sull'assunzione di esogeneità del rischio e stimati sulla base di relazioni statistiche osservate su un orizzonte temporale relativamente breve e caratterizzato da stabilità del quadro macroeconomico, i modelli non hanno tenuto adeguato conto degli eventi a bassa probabilità, né della tendenza delle correlazioni ad aumentare in condizioni di stress. Le misure di rischio da essi elaborate sono così risultate significativamente sottostimate.

Sulla base dei vari punti di debolezza sopracitati l'articolo in esame pone in evidenza, come principale elemento di risoluzione di tali problematiche, l'avvento della riforma Financial Stability Board, il quale stabilisce la necessità di maggiori regole nella corporate governance, minore fiducia nella capacità dei modelli di valutare il rischio, integrazione degli aspetti quantitativi in una

visione generale, che tenga conto anche del quadro macroeconomico e degli aspetti qualitativi, rafforzamento dell'azione di controllo da parte delle autorità di vigilanza.

Un'adeguata struttura di governo societario e dei sistemi di gestione dei rischi costituisce un presupposto fondamentale per la stabilità del sistema finanziario e per la salvaguardia della stabilità macroeconomica. La crisi ha fatto emergere con chiarezza le debolezze degli assetti esistenti, e ha fornito l'impulso per un profondo processo di revisione delle regole e delle prassi. Si tratta quindi di tradurre le indicazioni di policy in comportamenti coerenti da parte degli intermediari e promuovendo una maggiore responsabilizzazione degli azionisti, quale elemento chiave al fine di garantire un sistema, nel caso specifico bancario, molto più solido e resiliente.

Passando all'analisi dell'articolo successivo, *“Il ruolo del consiglio di amministrazione nella società di famiglia”*, si va ad effettuare una panoramica di studio circa una delle realtà più largamente diffuse all'interno del panorama italiano concernenti l'impresa familiare.

Dato questo ruolo estremamente centrale da parte di questa tipologia societaria, questo studio pone l'attenzione sulla necessità di comprendere quali possano essere i modelli di corporate governance più idonei all'impresa familiare in modo da permettergli di avere una struttura che sia contemporaneamente efficace e flessibile al punto di poter far fronte e

adattarsi alle mutevoli circostanze interne e ambientali, oltre ad attribuirgli gli strumenti per essere capace di prevenire e superare un eventuale stato di dissesto.

Nello specifico focalizzando l'attenzione sul ruolo del cda e sull'individuazione dell'organo ottimale a ricoprire un ruolo estremamente cruciale nell'ambito della corporate governance, si può notare come nell'esperienza pratica numerose imprese familiari abbiano optato per un consiglio di amministrazione collegiale, con una maggiore varietà di esperienze e qualche membro indipendente in modo da agevolare un confronto più costruttivo sulle strategie e rendere meno personalizzata la gestione aziendale, riducendo i rischi legati a un eventuale calo dell'operatività quotidiana dell'imprenditore.

Un consiglio di amministrazione con la presenza di membri esterni alla famiglia può portare obiettività e indipendenza. La tranquillità con cui un outsider può mettere in discussione lo status quo può facilitare l'adozione di decisioni difficili da parte degli amministratori familiari. In situazioni critiche, un'impresa che riconosce tempestivamente il momento di abbandonare le "cause perse" ha una maggiore probabilità di sopravvivere.

Uno dei principali vantaggi che un sistema di governance evoluto può offrire a una PMI è la responsabilizzazione della direzione (accountability). La necessità di riunioni consiliari periodiche può disciplinare i gestori

dell'azienda, costringendoli a presentare relazioni, report sul raggiungimento degli obiettivi operativi o finanziari, sui cambiamenti strategici e sui progetti d'investimento.

Lo stesso vale per il controllo di gestione e la gestione del rischio, in cui consiglieri esterni possono sollevare l'esigenza di monitorare periodicamente l'andamento economico-finanziario dell'azienda e di verificare e gestire i rischi.

Con questo, quindi il risultato finale che si va a mettere in evidenza all'interno di questo contributo, consiste nel precisare che al fine di realizzare e adottare un modello di corporate governance ottimale nell'ambito delle imprese familiari, la governance deve essere determinata alla luce della complessità aziendale come pure pragmaticamente da ciò che l'imprenditore vuole. Un modello è adatto ad una determinata situazione societaria solo se l'imprenditore si evolve in parallelo con l'attività aziendale e con l'ambiente esterno, altrimenti la modifica della governance sarà solo apparente.

Ulteriore tematica che occorre revisionare e porre all'attenzione della presente review è quella relativa alle reti d'impresa. A tal riguardo la rivista di riferimento relativa a *"le reti d'impresa come nuovo modello di governance. Evidenze dalla bottega del vino Moncalvo"* mostra l'introduzione di un sistema reputato innovativo rispetto al momento nel quale è stato realizzato l'articolo, ovvero il 2015, consistente nelle reti d'impres.

Nell'ordinamento italiano, le reti d'impresе rappresentano un modello organizzativo caratterizzato da relazioni stabili, basate su rapporti informali e di interdipendenza tra imprese giuridicamente distinte. La rete è un contratto tra più imprenditori che mirano a incrementare, individualmente e collettivamente, la loro capacità innovativa e la loro competitività. In Italia, il fenomeno dell'aggregazione fra aziende per condividere risorse, criticità e costi è consolidato da anni. Recentemente, grazie a una migliore definizione normativa della struttura della rete e a diverse agevolazioni fiscali, le reti d'impresе sono diventate una realtà consolidata nel panorama imprenditoriale italiano. Questo modello organizzativo permette alle singole imprese di mantenere la propria indipendenza e autonomia aziendale, acquisendo al contempo nuove risorse finanziarie e know-how, fondate su un senso di fiducia reciproca indispensabile per il successo.

Uno dei principali vantaggi dell'aggregazione reticolare è la crescita in termini di dimensione critica offerta alle imprese partecipanti. Queste, pur mantenendo la propria autonomia imprenditoriale, crescono in rilevanza, adottando un modello di aggregazione flessibile e agile che consente loro di acquisire nuove capacità, informazioni e risorse tecniche, finanziarie e umane. Questo permette loro di raggiungere obiettivi di mercato altrimenti irraggiungibili per una singola piccola impresa.

L'aggregazione in rete offre nuovi orizzonti di visibilità e la possibilità di esplorare nuovi mercati, affrontando con maggiore efficacia i processi di internazionalizzazione grazie alla ripartizione equa degli investimenti. Le imprese in rete possono rispondere in maniera rapida, adeguata ed efficiente alle evoluzioni della domanda in un mercato in continuo cambiamento.

Le reti rappresentano spesso la soluzione ideale per le imprese che necessitano di infrastrutture specifiche, troppo onerose per essere realizzate individualmente. La rete, dunque, facilita la crescita competitiva delle imprese aderenti, alleggerendole dei costi elevati in termini di investimenti, rischi e tempi necessari per la produzione di nuove conoscenze.

In un contesto di crisi d'impresa, le reti di imprese possono svolgere un ruolo cruciale nel mitigare gli effetti negativi. La condivisione delle risorse e dei rischi consente alle aziende di affrontare meglio le difficoltà economiche. Le reti offrono una maggiore resilienza grazie alla possibilità di supporto reciproco tra le imprese partecipanti, facilitando l'accesso a risorse e competenze che possono essere decisive per superare periodi di crisi. Inoltre, la capacità di adattarsi rapidamente alle mutate condizioni di mercato permette alle imprese in rete di rimanere competitive e di trovare nuove opportunità di crescita, nonostante le difficoltà economiche.

Proseguendo nell'analisi della corporate governance nell'ambito della crisi d'impresa, un'altra tematica che occorre porre sotto la lente di ingrandimento,

è quella riguardante il governo societario nell'ambito delle Local utilities quotate. Riguardo ciò, si può dire che l'articolo oggetto della review, ovvero *"la corporate governance nelle Local utilities quotate, tra responsabilità sociale e mercati finanziari"*, pone in evidenza sin da subito un obiettivo fondamentale che viene perseguito nel corso di tutto il presente contributo consistente nella definizione di un modello di corporate governance, nell'ambito delle Local utilities, che permetta di garantire una maggiore autonomia al management, fornendo un sistema più snello nelle decisioni strategiche e nella valutazione dei vari indicatori al fine di permettere la previsione e il superamento di uno stato di crisi.

Il settore delle utilities in Italia ha subito profondi cambiamenti nel corso degli anni, trasformando radicalmente la struttura e le strategie delle aziende coinvolte. La liberalizzazione dei mercati energetici negli anni Novanta ha portato a una serie di aggregazioni e alla quotazione in Borsa delle aziende di maggiori dimensioni. Questo processo ha modificato notevolmente le caratteristiche delle imprese, influenzandone l'assetto societario, l'organizzazione, la gestione e i meccanismi operativi, alterando la loro stessa natura.

Le nuove dinamiche rendono la corporate governance un aspetto cruciale nella gestione delle local utilities. Esso deve adattarsi alle nuove esigenze gestionali delle aziende, preservando la natura di pubblica utilità dei servizi

erogati, gli interessi delle comunità locali e soddisfacendo al contempo le esigenze degli investitori e gli standard delle società quotate. La governance delle utilities si distingue per il carattere di "pubblica utilità" dei servizi forniti e per il forte legame territoriale.

L'obiettivo primario di questa tipologia di aziende è bilanciare l'interesse pubblico con gli obiettivi di economicità e managerialità della gestione secondo principi aziendalistici. I cambiamenti nella corporate governance hanno riguardato diversi aspetti:

- trasformazione strutturale del settore e del contesto competitivo;
- modifiche nel quadro regolatorio dei servizi pubblici locali;
- quotazione in Borsa e conseguenti cambiamenti nella proprietà e nella natura dell'impresa.

Il panorama delle Local utilities italiane evidenzia le specificità della governance in queste imprese. La progettazione del sistema di governo deve soddisfare criteri precisi, sia nella sua architettura sia nella scelta degli strumenti. Innanzitutto, la capacità di competere dell'impresa richiede tempestività e competenza nelle valutazioni e nelle scelte strategiche e gestionali. In secondo luogo, la capacità di compliance, non solo formale, con il sistema delle regole economico-finanziarie, di business e di tutela dei clienti. Terzo, la trasparenza e accountability verso tutti gli stakeholder, specialmente i cittadini, che sono sia elettori che clienti dei servizi erogati. Quarto, la

rappresentatività delle diverse componenti territoriali e sociali, particolarmente importante in aggregazioni complesse. Infine, l'adeguatezza per il corretto ed efficace svolgimento delle verifiche e dei controlli delle attività e delle decisioni dell'impresa che permettano di attuare tutti gli strumenti idonei a prevenire un'eventuale situazione di dissesto.

È cruciale scegliere strumenti di indirizzo, decisione e controllo adeguati, sia a livello di gruppo sia a livello di singola area territoriale o di business. Sono necessari sistemi di misurazione delle performance e di rendicontazione sociale, che coprano non solo i profili economico-finanziari ma anche quelli di soddisfazione dei clienti-cittadini, dato il contesto di "concorrenza per il mercato" piuttosto che "concorrenza nel mercato" che caratterizza alcuni settori, come quello ambientale. Lo sviluppo di sistemi di controllo economico-finanziario e di valutazione dei servizi dovrebbe fissare standard minimi di informazione ai cittadini, legando a questi i sistemi di controllo e incentivazione del management.

L'adozione del modello dualistico, con la separazione tra la decisione degli azionisti e la gestione operativa, potrebbe facilitare l'autonomia manageriale, ma rischia di rallentare i processi decisionali e di mantenimento degli equilibri politici o territoriali preesistenti.

L'evoluzione delle Local utilities rende cruciale progettare un sistema di corporate governance che equilibri l'interesse pubblico e i principi di gestione

industriale, distinguendo chiaramente la formulazione delle decisioni aziendali dalla rappresentanza politica. I processi di aggregazione influenzano in modo determinante gli assetti di governance, richiedendo un'attenta progettazione per garantire l'efficacia e l'efficienza operativa delle aziende.

Oltre a quanto appena descritto rispetto alle Local utilities, un ulteriore argomento che deve essere affrontato è quello relativo alla relazione tra Consiglio di amministrazione e valore d'impresa.

Riguardo tale tematica gli studiosi Paolo Tenuta e Domenico Rocco Cambrea, all'interno dello loro studio intitolato: *"Consiglio d'amministrazione e valore d'impresa"*, propongono un'indagine volta, sulla base di quanto previsto dalle varie teorie manageriali di governance, ad analizzare l'impatto della composizione, delle caratteristiche e del ruolo del Cda sul valore di mercato e sulle performance delle imprese italiane tra il 2003 ed il 2013.

I risultati raggiunti in questo contributo, mostrano come l'influenza sulla performance delle imprese italiane, all'interno di quel determinato arco temporale di riferimento, dovuta all'impatto ruolo del Cda o più in generale della corporate governance sul valore di mercato d'impresa.

L'analisi, sviluppata su un campione di 1613 osservazioni e 193 imprese italiane mostra come le caratteristiche essenziali del Consiglio di amministrazione che si dimostrano capaci di influenzare il valore di mercato dell'impresa. In particolare, i principali risultati evidenziano come le variabili

della busy governance, cioè un amministratore che fa parte di più Cda e la dimensione del Consiglio di amministrazione impattino in maniera rilevante sul valore dell'impresa.

Questo, in quanto, per quanto riguarda la busy governance di alcuni amministratori si può dire che essi, sulla base delle maggiori esperienze nei board aziendali, presentano delle competenze più approfondite che permettono loro sia di effettuare un controllo costante nei confronti del management sia di aiutare l'impresa nell'acquisizione di risorse esterne che permettano ad essa di poter avviare determinati progetti di investimenti maggiormente redditizi e sostenibili in un'ottica di medio lungo termine.

Allo stesso tempo, avere un board aziendale più numeroso, permette di effettuare un controllo molto più approfondito e dettagliato sull'operato del manager per il semplice motivo che, più persone, vigilano sulle operazioni di gestione evitando la tenuta di condotte opportunistiche che potrebbero portare ad originare conflitti di agenzia in grado di sfociare in riduzioni di valore dell'impresa e nel conseguente innesco di segnali che possano far presagire uno stato di crisi.

Altro contenuto estremamente importante da sviscerare nel presente elaborato, è quello relativo all'articolo *"Crisi, apprendimento e governo d'impresa"*.

All'interno del presente studio, realizzato nel 2017, lo studioso Marco Cucculelli pone come obiettivo centrale quello di analizzare se e in quale misura, le imprese apprendono da precedenti esperienze ed eventi negativi, nello specifico situazioni di crisi, e se, grazie all'apprendimento, adattano e modificano il loro approccio al mercato.

In particolare, questo paper va a verificare se le performance negative registrata da un'impresa durante una crisi conduce, la stessa ad una modifica del proprio modello di business, migliorando di fatto la propria performance in un'eventuale crisi successiva. Uno degli adattamenti fondamentali che devono essere eseguiti è sicuramente quello relativo al cambiamento del CEO e alle politiche da esso attuate.

Affrontare un processo di riorientamento strategico innescato da una crisi aziendale richiede un notevole talento e una grande energia. In tale contesto, è fondamentale ridefinire la strategia e la mission aziendale, selezionare tecnologie appropriate, acquisire risorse, rivedere politiche, modificare valori, ristrutturare l'organizzazione, rassicurare il personale, fornire nuove ispirazioni e stabilire nuove relazioni informali. Tuttavia, gli attuali dirigenti, pur essendo profondi conoscitori della situazione aziendale, potrebbero non possedere le capacità necessarie per avviare e gestire efficacemente una riorganizzazione. In questo scenario, la successione del CEO emerge come uno

strumento cruciale per innescare il cambiamento necessario per superare la crisi.

La successione del CEO può introdurre abilità e prospettive nuove, liberando l'azienda dai vincoli del passato e dallo status quo. I nuovi dirigenti, non essendo legati ai precedenti modi di operare, possono portare visioni fresche e attuare azioni organizzative più appropriate. Cognitivamente, la sostituzione del CEO aiuta a superare le resistenze psicologiche che influenzano le interpretazioni del management, facilitando il cambiamento strategico. Inoltre, un nuovo gruppo dirigente può simboleggiare il cambiamento, infondendo energia e motivazione all'intera organizzazione.

Successivamente numerosi hanno dimostrato che esiste una correlazione tra la durata del mandato del CEO e la probabilità di implementare modifiche strategiche durante una crisi. I CEO con lunghi mandati tendono a mantenere lo status quo, mentre quelli con mandati più brevi sono più propensi a implementare cambiamenti strategici. Altri elementi molto importanti sono l'eterogeneità del top management team e il turnover dei dirigenti, i quali sono fondamentali per l'adattamento ai cambiamenti imposti dalla crisi. La diversità dei background e delle età dei manager aumenta la propensione ai cambiamenti strategici, spezzando l'inerzia e promuovendo nuovi processi cognitivi e interpretativi. Questo permette all'azienda di rispondere in modo più flessibile e innovativo alle sfide della crisi.

Dopo aver analizzato, all'interno di diversi contenuti, la relazione che si viene a generare tra la governance societaria e il sistema di controllo nell'ambito della crisi d'impresa delle società quotate, si può procedere ad effettuare un opportuno approfondimento rispetto quelle società che, invece, non sono quotate all'interno del mercato borsistico. In particolare, l'articolo di riferimento riguarda *“Governance e controlli interni nelle società non quotate alla luce del Codice delle crisi d'impresa.”*

Le autrici, Francesca Novati e Rosanna Vicari, nel presente studio, mirano a rispondere concretamente alle nuove e più complesse esigenze strategiche e operative delle imprese italiane non quotate, con un focus particolare su quelle di piccole e medie dimensioni rispetto alla normativa prevista dal Codice delle Crisi d'impresa. L'obiettivo è fornire un quadro operativo di riferimento preciso, che includa principi e modelli di best practice. In questo contesto, si intende contribuire all'introduzione di sistemi di gestione dei rischi e delle procedure di pianificazione e controllo all'interno della governance e dei sistemi di controllo interno.

L'obiettivo finale è fornire linee guida che permettano anche alle aziende di dimensioni minori, nel rispetto del principio di proporzionalità, di adottare sistemi adeguati di risk governance e controllo interno. Questo per poter "gestire" il rischio aziendale e per rilevare tempestivamente un'eventuale situazione di crisi. Al fine di raggiungere il seguente risultato, si prevede la

necessità di predisporre anche nell'ambito delle piccole-medie imprese, un sistema più adeguato e funzionale all'istituzione di adeguati assetti organizzativi, amministrativi e contabili, idonei e volti a rilevare tempestivamente le cause di una crisi al fine di salvaguardare la continuità aziendale, quale requisito fondamentale dell'impresa intesa come un'entità generatrice di valore per tutti gli stakeholder con cui l'impresa stessa si relaziona.

Spostando l'attenzione nei confronti di altri argomenti strettamente collegati sempre all'ambito della corporate governance e della crisi d'impresa risulta molto importante approfondire il legame che nel corso degli ultimi anni si è venuto a realizzare tra le nascenti innovazioni tecnologiche e le evoluzioni caratterizzanti i diversi sistemi di governo d'impresa. A tal riguardo un contributo molto importante è quello realizzato da Maria Lilla Montagnani, la quale nel suo articolo *"Intelligenza artificiale e governance della nuova grande impresa azionaria: potenzialità e questioni endoconsiliari"*, va ad approfondire il ruolo dell'intelligenza artificiale all'interno delle nuove grandi società azionarie quale strumento di innovazione a livello di business e come strumento volto alla ripresa e al superamento della crisi del Covid-19.

L'integrazione dell'Intelligenza Artificiale (IA) può giocare un ruolo cruciale all'interno delle aziende, sia come strumento di supporto nei processi decisionali tradizionali, sia nell'affrontare sfide emergenti come la

sostenibilità. Sebbene l'adozione diffusa dei sistemi di IA sia ancora in fase embrionale in molti settori, diverse ricerche indicano già i benefici significativi che l'IA può apportare, non solo in termini di sostenibilità, ma anche riguardo ai fattori ambientali, sociali e di governance (ESG).

Una strategia aziendale che includa l'utilizzo dell'IA può quindi migliorare il valore per gli azionisti. Poiché l'integrazione dei fattori ESG nella gestione aziendale può aumentare il valore delle azioni, l'adozione di strumenti avanzati per promuovere l'innovazione, individuare inefficienze e gestire i rischi può generare un ritorno sano sugli investimenti. In questo contesto, l'IA emerge come uno strumento fondamentale per creare valore, grazie alla sua capacità innegabile di migliorare i modelli predittivi e fornire informazioni più accurate e dettagliate ai dirigenti e agli amministratori.

Nell'attuale panorama aziendale, il primo passo verso la formazione di un consiglio capace di governare efficacemente la tecnologia e di utilizzarla per perseguire obiettivi a lungo termine dovrebbe derivare dall'auto-disciplina. L'adozione dell'IA impatta profondamente sulla corporate governance, influenzando la composizione del consiglio secondo le Best practice, le competenze richieste ai consiglieri, il funzionamento del consiglio stesso, la natura dei flussi informativi e l'identificazione delle figure più idonee per guidare nei settori emergenti, caratterizzati dall'uso intensivo dei dati e di metodologie computazionali avanzate nel top management.

In questo contributo si sono andate a esprimere le potenzialità dell'IA, nel tentativo di comprendere quali siano le condizioni alle quali essa può davvero divenire uno strumento di superamento del fenomeno di crisi per il grande azionariato delle imprese post Covid.

Sempre nell'ambito di questo contesto storico un altro articolo da attenzionare è quello relativo a *"Allerta e dintorni: l'adozione delle misure idonee alla tempestiva rilevazione della crisi da parte dell'imprenditore individuale"*, pubblicato nel 2020 da Massimo Bianca, il quale pone come obiettivo del suo studio quello di evidenziare tutte le implicazioni derivanti da quanto sancito nel Codice civile e nel Nuovo Codice delle crisi d'impresa con riferimento alla disciplina dell'art.2086. Inoltre, orienta la propria disamina all'individuazione dei nuovi strumenti di allerta e delle conseguenze derivanti da un uso congiunto di questi due interventi normativi in materia di corporate governance.

La governance delle imprese sta subendo un cambiamento significativo con l'introduzione delle procedure di allerta previste dal nuovo Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza. Queste procedure, sebbene inizialmente ospitate nel contesto della crisi d'impresa, sono state concepite per integrarsi completamente nell'ordinaria governance aziendale. Di conseguenza, la combinazione dei nuovi obblighi organizzativi e delle procedure di allerta rappresenta un sistema unitario destinato a stabilire una governance aziendale più virtuosa e tempestiva.

L'articolo 12 del c.c.i.i. espande il perimetro delle nuove regole, richiamando espressamente gli obblighi organizzativi già previsti dal Codice civile. Questo non si limita al diritto della crisi, ma si estende all'intero diritto delle imprese, imponendo una governance che consenta la pronta rilevazione della crisi e la perdita della continuità aziendale, oltre all'adozione immediata di misure per risolvere tali situazioni.

Questi nuovi obblighi, elencati nell'articolo 12 del c.c.i.i., si integrano profondamente con l'organizzazione aziendale, trasformando la funzione dell'organizzazione stessa. Si tratta di un cambiamento che impone agli imprenditori di adeguare le proprie scelte gestionali, evitando di contrarre debiti che non possono essere sostenuti dai flussi di cassa previsti, riducendo così il rischio d'impresa.

Questa evoluzione normativa segna un punto di svolta nella concezione della governance aziendale. Non si tratta solo di una novità per le imprese collettive; con l'entrata in vigore dell'articolo 3 del c.c.i.i., anche gli imprenditori individuali saranno tenuti a adottare misure idonee per rilevare tempestivamente lo stato di crisi.

Nonostante alcune differenze tra le normative – una situata nel Codice civile e l'altra nel c.c.i.i., una già in vigore e l'altra futura, con termini differenti come "assetti" e "misure", e riferimenti sia allo stato di crisi che alla perdita di continuità – il principio fondamentale rimane: i nuovi doveri organizzativi

devono permettere a tutti gli imprenditori, sia individuali che collettivi, di rilevare autonomamente il deterioramento delle condizioni dell'impresa. Questo cambiamento mira a creare un sistema più robusto e reattivo, capace di prevenire e gestire le crisi aziendali in modo più efficace.

Successivamente a questa analisi, ulteriori interessanti spunti, sono offerti all'interno dell'articolo *“un Cda più responsabile e consapevole ai fini dell'impresa è la migliore arma nella gestione post Covid-19”*. Sempre nel corso del 2020, l'articolo in esame offre un contributo che mira a mettere in luce il ruolo e la responsabilità degli organi di amministrazione e controllo nella gestione della crisi dovuta al Covid-19 e l'evoluzione verso un modello di stakeholder governance fondato su una chiara definizione e comunicazione della “purpose” dell'impresa. Questo modello deve consentire di affrontare situazioni di emergenza e momenti di discontinuità in modo efficace senza compromettere il raggiungimento di obiettivi di successo sostenibile nel medio-lungo periodo.

Per quanto riguarda la richiesta rivolta alle imprese di definire e comunicare il proprio "purpose", ovvero le modalità con cui la loro attività contribuisce a migliorare la vita delle persone e il benessere della collettività, i dati di mercato e i risultati economici mostrano che le società che riescono a esprimere chiaramente il proprio purpose ottengono migliori performance. In questo contesto, il profitto diventa il risultato di un circolo virtuoso: un dialogo aperto

e un confronto tra l'impresa e gli stakeholder permette di condividere il potenziale valore di un'innovazione, prodotto o servizio, mirato a risolvere problemi o soddisfare bisogni collettivi.

La condivisione del purpose rafforza la fiducia tra l'impresa e i suoi stakeholder, prevenendo crisi di fiducia e favorendo la creazione di relazioni durature. Questo spiega perché le aziende con una maggiore esperienza e tradizione di relazioni fiduciarie con gli stakeholder hanno reagito più rapidamente alla crisi Covid-19, contribuendo subito al benessere del territorio e della società nel suo complesso.

Definire il purpose richiede di integrare fattori finanziari e tematiche di sostenibilità (ESG: Environmental, Social, Governance) nelle scelte strategiche, valutandone le interconnessioni e gli impatti sui risultati economico-finanziari a lungo termine. Per questo motivo, le aziende che avevano investito maggiormente nella sostenibilità dei propri modelli di business, migliorando il welfare e il governo delle relazioni con gli stakeholder, hanno ottenuto performance migliori rispetto ai concorrenti, subendo meno perdite di valore sul mercato nei primi mesi della crisi Covid-19.

In definitiva, quindi, Schwizer raggiunge nel suo studio il seguente risultato consistente nel fatto che, se è vero che le imprese maggiormente orientate alla sostenibilità hanno manifestato un migliore capacità di affrontare le crisi, tutte le altre, in seguito a perdite di valore rilevanti subite, dovranno mutare

rapidamente il proprio approccio, ricercando anch'esse il proprio purpose.

Sarà necessario, inoltre, che esse investano nell'analisi e nella considerazione delle attese espresse e dell'utilità generata per gli stakeholder rilevanti.

Continuando nell'esame degli articoli che compongono la review di questa tesi si può procedere ad analizzare il contributo relativo all' "*Organo amministrativo delle imprese di assicurazione e Product Oversight and Governance tra Codice delle assicurazioni private e regolamenti IVASS*" realizzato e pubblicato nel 2021 da parte della studiosa Giuliana Martina.

L'obiettivo di questo contributo concerne nell'individuazione del ruolo dell'organo amministrativo delle imprese di assicurazione e il suo rapporto sia con la funzione di compliance sia con il comitato di controllo interno e i rischi nella Product Oversight and Governance.

Muovendo dal primo profilo oggetto di indagine nel presente lavoro nella disciplina regolamentare delle imprese di assicurazione, il ruolo dell'organo amministrativo nel sistema di governo societario, finalizzato alla sana e prudente gestione dell'attività, prende l'avvio dai compiti di indirizzo strategico e organizzativo di cui all'art. 2381 c.c., ma si sviluppa secondo un quadro normativo più articolato e specifico, rispondendo alle esigenze di adeguamento ai dettami del legislatore europeo e ai principi di governance definiti dal regolatore del settore.

Per quanto riguarda il secondo profilo dell'indagine, è essenziale comprendere il ruolo e il rapporto tra i soggetti e/o funzioni all'interno del governo societario dell'impresa di assicurazione, in particolare con l'organo amministrativo.

L'art. 5, terzo comma, del regolamento IVASS n. 45 sottolinea l'importanza della funzione di compliance, responsabile del monitoraggio dello sviluppo e della revisione periodica delle procedure e delle misure di governo dei prodotti assicurativi. Questa funzione deve identificare i rischi di mancato adempimento degli obblighi normativi, inclusi quelli europei, anche da parte dell'intermediario produttore di fatto. È richiesto che il titolare della funzione di compliance includa nella relazione annuale all'organo amministrativo dettagli sulle verifiche e analisi effettuate, la definizione corretta e l'efficacia delle procedure di approvazione e revisione dei prodotti, informazioni sulla strategia di distribuzione e eventuali criticità riscontrate.

Questo approccio integra ulteriori compiti alle funzioni preesistenti, contribuendo al contenimento dei costi. La funzione di compliance consiglia l'organo amministrativo, permettendogli di valutare costantemente la conformità interna e di apportare modifiche necessarie al processo dei prodotti.

Per quanto riguarda il terzo profilo d'indagine, esso riguarda il comitato per il controllo interno e la gestione dei rischi, alla luce della Product Oversight and

Governance (POG), la quale rivela implicazioni rilevanti per la governance delle imprese assicurative.

La prima di queste è la decisione di istituire il comitato per il controllo interno generalmente lasciata all'apprezzamento dell'organo amministrativo, il quale valuta l'appropriatezza in base alla natura, portata e complessità dell'attività dell'impresa e dei rischi inerenti. Tuttavia, l'IVASS, in una lettera al mercato, ha precisato che l'istituzione del comitato è attesa nei casi di governance societaria rafforzata o ordinaria, ma non nel modello semplificato.

Le funzioni del comitato per il controllo interno possono estendersi alla politica del governo e controllo dei prodotti assicurativi. L'organo amministrativo ha il potere di determinare i compiti del comitato, potendo scegliere di avvalersi di questo per l'intera gamma di attività, inclusa l'identificazione dei rischi aziendali e la verifica dell'adeguatezza dei sistemi di controllo interni.

Il comitato, inoltre, è composto da amministratori non esecutivi, in maggioranza indipendenti, con funzioni consultive e propositive. Nonostante il linguaggio dell'IVASS possa suggerire una terzietà del comitato, esso rimane un organo interno con il compito di assistere l'organo amministrativo.

È importante considerare anche la sovrapposizione tra il comitato per il controllo interno e altri comitati, come quello per la revisione contabile o il comitato controllo e rischi previsto dal codice di autodisciplina delle società

quotate. Questi comitati possono condividere obiettivi simili, ma operano con modalità e responsabilità specifiche.

L'attività del comitato può attenuare la responsabilità degli altri amministratori, in particolare nei casi in cui funzioni consultive o istruttorie siano delegate a quest'ultimo. Tuttavia, la responsabilità dell'organo amministrativo nel suo complesso non viene sollevata dall'istituzione del comitato.

L'integrazione delle funzioni del comitato per il controllo interno con la POG dimostra l'importanza di un approccio sistemico alla gestione dei rischi e alla governance dei prodotti assicurativi. La discrezionalità dell'organo amministrativo nel definire i compiti del comitato e la stretta interazione tra questi soggetti evidenziano l'importanza di un'adeguata procedimentalizzazione delle decisioni aziendali, per garantire una gestione consapevole e ponderata dei rischi e delle politiche di prodotto.

Passando ora ad analizzare un'ulteriore tematica sempre riguardante il legame tra i due temi principali di corporate governance e crisi d'impresa si può procedere ad esaminare l'articolo *"The adequate organizational, administrative and accounting structure in SMES burden and honor"*, pubblicato nel 2021 da Carla Morrone. La studiosa, all'interno del contributo, focalizza l'attenzione sullo strumento di analisi del sistema di controllo interno che le aziende di minori dimensioni dovrebbero implementare per essere compliant

alle nuove disposizioni normative, sottolineando i benefici che le stesse potrebbero trarne. I risultati principali che emergono dall'articolo prevedono che il sistema di controllo interno e di gestione dei rischi rappresenta un essenziale elemento della governance che non può e deve costituire un mero obiettivo di compliance.

Sebbene l'implementazione di un adeguato SCI necessiti di tempo e investimenti potrebbe innescare processi virtuosi a beneficio sia della singola impresa, sia dell'intero mercato in considerazione della più efficace e consapevole gestione dei rischi della maggiore efficienza organizzativa e della più affidabile formazione dei dati economici e finanziari che impattano positivamente sul rapporto con tutti gli stakeholder.

Detto ciò, altro contributo estremamente rilevante è quello relativo all' *"Early Warning Indicators: an empirical investigation in italian context and first implications for corporate governance"*.

L'obiettivo principale del presente studio è quello di mappare l'esposizione al rischio di sofferenza finanziaria e di insolvenza delle imprese italiane nell'ambito del 2019, attraverso l'utilizzo dei 5 indicatori di Early Warning definiti dal CNDCEC. Questi indicatori, combinati con le soglie di allarme specifiche per settore merceologico, consentono di identificare tempestivamente segnali di difficoltà finanziaria.

Il sistema diagnostico "ad albero" di questi indicatori, descritto da Raffaella Casciello, prevede una serie di passaggi attraverso "nodi" decisionali per valutare la situazione finanziaria di un'impresa. Il primo nodo verifica la presenza di tre fenomeni critici:

- ripetuti e significativi ritardi nei pagamenti;
- patrimonio netto negativo o inferiore al livello minimo stabilito dalla legge;
- debiti insostenibili nei sei mesi successivi, calcolati attraverso l'indice di copertura del servizio del debito.

La presenza di almeno uno di questi fenomeni indica uno stato di sofferenza finanziaria rilevante, richiedendo specifici obblighi di segnalazione da parte dell'imprenditore e dell'organo di vigilanza. In particolare, se queste condizioni si manifestano nell'ultimo bilancio approvato o per tre mesi consecutivi, è obbligatorio presentare una domanda di accesso alla procedura di regolazione della crisi. Se nessuno dei tre fenomeni critici è presente, si procede al secondo nodo, che consiste nella valutazione di cinque specifici indicatori da interpretare congiuntamente:

- indice di sostenibilità degli oneri finanziari - rapporto tra oneri finanziari e fatturato;
- indice di adeguatezza patrimoniale - rapporto tra patrimonio netto e passività totali;

- indice di redditività delle attività - rapporto tra il flusso di cassa dell'anno e il totale delle attività;
- indice di liquidità - rapporto tra attività a breve termine e passività a breve termine;
- indice di debito previdenziale e fiscale - rapporto tra il debito previdenziale e fiscale e il totale delle attività.

Quando i valori di questi cinque indicatori superano le soglie limite stabilite dal CNDCEC per ciascun settore merceologico, si presume ragionevolmente uno stato di sofferenza finanziaria, anche se non vi è un obbligo immediato di notifica.

In sintesi, il sistema distingue tra sintomi di una crisi rilevante e segnali di una ragionevole presunzione di crisi. I primi indicano una sofferenza finanziaria evidente, mentre i secondi suggeriscono una possibile crisi in arrivo.

L'analisi dei risultati ottenuti dalla mappatura dello stato di esposizione a sofferenza finanziaria e rischio di insolvenza delle imprese italiane del 2019 suggerisce diverse riflessioni sul ruolo delle strategie di corporate governance.

Il monitoraggio continuo degli indicatori di Early Warning è sicuramente un valido supporto per valutare l'evoluzione prevedibile delle performance aziendali, della solvibilità e della continuità aziendale. Tuttavia, riteniamo che la sola creazione e monitoraggio di tali indicatori non sia sufficiente per garantire l'individuazione tempestiva dei segnali di sofferenza finanziaria.

È essenziale adottare strategie di corporate governance flessibili per anticipare e affrontare eventi improvvisi e avversi che possono minacciare la continuità aziendale. La crisi provocata dalla pandemia di Covid-19 ne è un esempio lampante: molte aziende italiane, indipendentemente dal settore merceologico, che prima della pandemia non mostravano segni evidenti di sofferenza finanziaria o insolvenza, sono fallite nel corso del 2020. Questo fallimento è stato spesso dovuto all'incapacità dei loro modelli di governance di essere flessibili e di trovare soluzioni immediate a problemi nuovi e imprevisti.

Nonostante gli indicatori di Early Warning siano strumenti utili per comprendere lo stato attuale della performance economica e la sua evoluzione immediata, l'adozione di modelli di governance flessibili può aiutare le aziende a prevenire il fallimento. È quindi necessario adottare scelte strategiche di governance che non solo mirino al raggiungimento degli obiettivi di lungo periodo e siano funzionali alle caratteristiche organizzative dell'azienda, ma che siano anche flessibili, in grado di anticipare cambiamenti o eventi rischiosi imprevisti e di intervenire tempestivamente, se necessario.

Alla luce dell'importanza delle politiche di governance sulla performance aziendale, l'osservazione degli indicatori di Early Warning insieme ai principali indicatori qualitativi (KPI) e agli indicatori chiave di rischio (KRI)

faciliterebbe senza dubbio la formulazione di un giudizio più accurato e plausibile sulla prevedibile performance aziendale.

Successivamente un altro contributo che deve essere attenzionato è quello pubblicato, nel 2022, da Alessandro Danovi e Serena Maurutto, intitolato *“La responsabilità degli organi sociali tra tradizione e riforma del Diritto della crisi d’impresa. Un’ interpretazione aziendalistica.”* Dopo aver analizzato nei molteplici articoli differenti legami tra corporate governance e crisi d’impresa andando a effettuare un focus principalmente sulla struttura dei modelli di governo d’impresa e sui soggetti che ne devono far parte, in questo caso si passa ad analizzare la tematica della responsabilità.

Questo articolo si propone di razionalizzare i diversi profili di responsabilità in chiave aziendalistica, al fine di evitare il rischio di attribuire una natura inopportuna oggettiva alle fattispecie. È cruciale considerare il nesso di causalità e la misurazione del danno, rivisitandoli attraverso le teorie manageriali e la creazione del valore. Questa prospettiva consente di ottenere una valutazione più oggettiva, che bilanci adeguatamente tra tendenze eccessivamente garantiste e approcci inopportuna deterministici.

Il superamento di questo determinismo si realizza con la proposta di un metodo di stima del danno liquidabile, basato sulla logica decrementale della misurazione del valore distrutto anziché su quella meramente contabile del profitto. Questa metodologia si focalizza sulla valutazione del danno in

termini di perdita di valore, offrendo così un approccio più realistico e equilibrato alla quantificazione dei danni aziendali.

Con l'introduzione del Codice della Crisi d'Impresa, il legislatore ha reintrodotto le modalità di computo del danno basate su presunzioni. Il nuovo art. 2486 c.c. ha previsto, infatti, la liquidazione del danno in termini di differenza tra attivi e passivi emergenti dalla procedura fallimentare, specialmente in caso di irregolarità nella tenuta delle scritture contabili. Inoltre, il riformato art. 2086 c.c. responsabilizza ulteriormente la governance aziendale, imponendo l'adozione di adeguati assetti gestionali, contabili, organizzativi e amministrativi.

Nonostante i recenti interventi legislativi, la Suprema Corte ha continuato a sostenere la necessità di un nesso causale concreto tra l'inadempimento degli amministratori e il danno.

Per superare i limiti degli approcci tradizionali, si propone di adottare una prospettiva di misurazione del valore. Questo metodo, che prende spunto dalle moderne teorie finanziarie, suggerisce di valutare il danno attraverso un percorso a stadi successivi, in cui il legame eziologico tra la condotta degli amministratori e il danno può essere identificato con maggiore precisione.

Questo approccio tiene conto dei fattori di disturbo e della multi-causalità, utilizzando strumenti delle scienze economiche e aziendali.

Una valutazione del danno basata sul concetto di valore, anziché sul semplice profitto contabile, offre una misura più obiettiva e coerente. Adottando un sistema di valutazione ibrido, che integra le tecniche economiche e di valutazione d'azienda, è possibile ottenere una stima del danno più precisa e adeguata. Questo approccio consente di considerare i vari antecedenti causali della crisi aziendale, fornendo una base più solida per la quantificazione delle responsabilità degli organi di governo. La responsabilità degli amministratori nelle crisi aziendali deve essere valutata attraverso criteri, quindi, che riflettano meglio la complessità delle dinamiche aziendali. Un approccio basato sulla misurazione del valore e sulla concreta rilevanza degli inadempimenti offre una soluzione più equa e scientificamente fondata, contribuendo a delineare con maggiore chiarezza i confini della responsabilità gestionale in situazioni di crisi.

Altra tematica che merita un approfondimento necessario nel corso di questa review della letteratura è rappresentata dal contributo pubblicato nel 2022, dagli studiosi Alberto Tron, Maurizio Dallochio, Salvatore Ferri, Federico Colantoni, intitolato *“Corporate governance and financial distress lessons learned from an unconventional approach”*.

I modelli di previsione del fallimento aziendale, di interesse per banche, agenzie di credito, governi e analisti finanziari, si sono sviluppati dagli anni '60 ma si basano ancora principalmente su variabili contabili e finanziarie.

Tuttavia, l'innovazione nei processi di gestione e le variabili di corporate governance, come i cambiamenti nel management e la presenza di revisori interni o esterni, possono migliorare la competitività aziendale. Negli ultimi decenni, diversi studi hanno esplorato il legame tra distress finanziario e governance aziendale, confermando che queste variabili possono migliorare la previsione dei fallimenti aziendali.

Nonostante ciò, la ricerca è ancora limitata e frammentata, con una predominanza di studi focalizzati sulle variabili finanziarie. Questo studio mira a valutare l'efficacia dei meccanismi interni di corporate governance, in particolare del Consiglio di amministrazione, nel prevedere i fallimenti aziendali all'interno del contesto italiano, dove mancano ricerche approfondite su questo argomento. Questo è particolarmente rilevante per le aziende familiari non quotate italiane, che operano a livelli di rischio più elevati.

Inoltre, nonostante l'uso crescente di previsioni di default aziendale, non sono ancora stati sviluppati modelli più efficienti e affidabili rispetto ai modelli statistici tradizionali.

Utilizzando un set di dati unico di posizioni UTP (Unlikely To Pay) italiane non quotate, lo studio confronta le prestazioni predittive di un modello Logit e di un modello Random Forest tramite la curva ROC. Le posizioni UTP anticipano le difficoltà aziendali, permettendo ai manager di trovare soluzioni

tempestive. Le variabili predittive includono il turnover dei membri del Consiglio di amministrazione, il numero di CEO e la presenza di revisori interni ed esterni. I risultati confermano l'importanza delle variabili finanziarie e di corporate governance, mostrando che i modelli che includono queste ultime hanno una migliore capacità predittiva.

In definitiva i risultati che vengono esposti all'interno di questo contributo prevedono che nel confronto tra i due modelli, Logit e Random Forest, l'utilizzo delle variabili di corporate governance riguardanti il rinnovo del CEO e la stabilità della composizione del Consiglio di amministrazione, aumenta l'accuratezza della tecnica Random Forest e influenza il processo di turnaround. Inoltre, conferma la capacità di quest'ultimo di superare significativamente il modello Logit in termini di accuratezza.

Procedendo nell'analisi dei vari contributi, un altro legame che necessita di opportuno approfondimento è quello relativo all'Early Warning System e alla governance del rischio di credito. In merito a questa tematica l'articolo di riferimento pubblicato nel 2022 da Fulvio Boldreghini e Giuseppe Sancetta, intitolato *"Early Warning System e governance del rischio di credito: l'emersione anticipata della crisi d'impresa dal punto di vista dei creditori finanziari"*, mira a esaminare brevemente gli studi sulla previsione anticipata della crisi d'impresa e gli strumenti utilizzati dai creditori finanziari, focalizzandosi sugli Early Warning System (EWS).

Esso vuole inserirsi nel dibattito sulla gestione anticipata della crisi d'impresa, delineando un percorso per futuri approfondimenti sulle metodologie di analisi e le variabili considerate per prevedere l'insolvenza, tenendo conto degli impatti della pandemia, e sulle pratiche di governance del rischio nella realtà post-pandemica.

In primo luogo, riprendendo quanto affermato anche in contributi precedenti, occorre sottolineare che la previsione dell'insolvenza aziendale ha visto un'evoluzione significativa dai primi approcci univariati agli attuali modelli complessi che integrano variabili finanziarie, qualitative e di mercato, con una continua ricerca per migliorare l'accuratezza e la validità predittiva di questi strumenti.

Dopo la recessione provocata dalla crisi dei mercati finanziari, la vigilanza bancaria si è concentrata maggiormente sul profilo di rischio e la solidità dei singoli istituti di credito. Questo approccio si basa sull'assunto che la somma di istituti di credito solvibili contribuisca a un sistema bancario solido, garantendo così la stabilità finanziaria complessiva.

La funzione di risk management delle banche ha attirato crescente interesse anche dalla dottrina aziendalistica, evidenziando le carenze nella governance del rischio emerse durante la crisi. Studi empirici internazionali hanno dimostrato che gli istituti con governance efficiente e gestione integrata del rischio hanno risposto meglio alla crisi

La crisi ha portato a una modifica significativa del quadro regolamentare nelle principali giurisdizioni, riconoscendo la cultura del rischio come elemento fondamentale della governance bancaria. Ci sono stati progressi nella composizione degli organi aziendali e nel funzionamento del sistema dei controlli interni, inclusi risk management, compliance, audit interno e antiriciclaggio.

La figura del Chief Risk Officer (CRO) e il comitato rischi ha mostrato una correlazione positiva con le performance bancarie, evidenziando l'importanza della risk governance. Tuttavia, studi successivi hanno riscontrato risultati contrastanti riguardo alla frequenza degli incontri del comitato rischi e le performance delle banche.

Nell'ambito del rischio di credito, la BCE ha introdotto nel 2017 le "Linee guida per le banche sui crediti deteriorati", sottolineando la necessità di rivalutazioni periodiche del merito creditizio e del valore dei collaterali, oltre a implementare un sistema di key risk indicators per rilevare preventivamente possibili deterioramenti delle esposizioni creditizie. La European Banking Authority (EBA) ha successivamente pubblicato nel 2020 le "Guidelines on Loan Origination and Monitoring", focalizzandosi sulla governance interna e sui modelli di Early Warning System (EWS) per il monitoraggio e la gestione preventiva dei rischi di deterioramento del credito. Anche qui è stato dimostrato che le banche con politiche di monitoraggio efficaci possono

ridurre significativamente l'esposizione delle controparti a rischio di default e perdite su crediti. La digitalizzazione ha giocato un ruolo cruciale nel supportare l'evoluzione dei sistemi di monitoraggio, consentendo l'accesso e l'elaborazione immediata di ampi set di dati attraverso tecniche di advanced data analytics e machine learning, facilitando così una gestione più proattiva e tempestiva del rischio di credito.

Boldegrini e Sancetta, al termine del loro studio, raggiungono il risultato secondo cui la gestione efficace del rischio di credito si basa su un monitoraggio costante e puntuale delle relazioni con le controparti, dei loro comportamenti e del merito creditizio derivato dai bilanci periodici. È cruciale utilizzare strumenti automatizzati di monitoraggio per identificare tempestivamente segnali di potenziale deterioramento del credito. I modelli di Early Warning System (EWS) permettono di gestire anticipatamente le crisi aziendali, intervenendo prima del default e supportando le imprese in difficoltà, migliorando così la gestione del rischio e salvaguardando il sistema aziendale.

In risposta alla pandemia da Covid-19 dotarsi di strumenti di monitoraggio avanzati per una gestione virtuosa del rischio di credito diventa una priorità per gli istituti finanziari.

L'ultimo contributo oggetto di analisi all'interno di questa review è quello relativo alla *"Crisi d'impresa ed innovazione tecnologica"*, pubblicato nel 2023 da

Serenella Sabina Luchena. Essa pone come obiettivo principale quello di mostrare l'interazione tra innovazione tecnologica e l'attività d'impresa, la quale riveste un'importanza crescente distinguendosi in due principali ambiti di interazione. Da un lato, l'innovazione tecnologica può costituire l'oggetto principale dell'attività produttiva, come nel caso delle start-up innovative, dove la legislazione prevede misure speciali in caso di crisi. Queste imprese sono esentate dalla procedura fallimentare tradizionale nei primi cinque anni dalla loro costituzione, mirando a una liquidazione più rapida e a una segregazione semplificata del patrimonio per garantire la continuità imprenditoriale. In secondo luogo, l'innovazione tecnologica può influenzare la struttura organizzativa e i processi decisionali delle imprese esistenti, migliorando l'efficienza e la competitività. L'adozione di tecnologie avanzate può facilitare il monitoraggio tempestivo della salute finanziaria dell'impresa e consentire interventi preventivi per evitare crisi più gravi. In entrambi i casi, l'obiettivo è quello di gestire proattivamente la crisi d'impresa, rilevando tempestivamente i segnali di difficoltà finanziarie e promuovendo la continuità aziendale attraverso una liquidazione controllata.

L'interazione tra innovazione tecnologica e governance aziendale assume una particolare rilevanza, soprattutto per quanto riguarda la capacità di individuare tempestivamente la crisi aziendale e mitigare la responsabilità degli amministratori. Secondo l'articolo 2086 del Codice civile italiano, gli

imprenditori devono istituire un assetto organizzativo idoneo che consenta di rilevare precocemente la crisi e adottare misure adeguate al recupero della continuità aziendale.

Questo assetto organizzativo deve includere strutture, procedure e programmi che permettano di valutare e gestire i rischi attuali e futuri in modo proporzionato alla natura e alla complessità dell'attività aziendale. È essenziale anticipare i segnali di crisi prima che diventino evidenti, intervenendo nella "twilight zone" della crisi aziendale, quando i segnali sono presenti ma la situazione non è ancora grave.

In questo contesto, l'innovazione tecnologica riveste un ruolo cruciale come strumento di governance e monitoraggio dei rischi aziendali. Tecnologie come intelligenza artificiale, machine learning e analisi dei big data stanno diventando sempre più centrali nel processo decisionale aziendale e nei Consigli di amministrazione. Esse non solo supportano i processi decisionali, ma migliorano anche l'efficienza operativa e la capacità predittiva dell'azienda. Alla luce di ciò i risultati raggiunti da questo studio consistono nell'evidenziare come l'adozione di innovazioni tecnologiche nell'assetto organizzativo delle imprese non solo migliora la resilienza aziendale e la capacità di gestire la crisi, ma rappresenta anche un'opportunità per rafforzare la governance aziendale, mantenendo alta la competitività sul mercato globale.

### 3.3 Analisi della letteratura identificata e spunti di riflessione

Dopo aver illustrato la metodologia adottata e i vari articoli identificati per la review della letteratura sulla corporate governance nell'ambito della crisi d'impresa, si illustra un raggruppamento degli stessi in base alle tematiche trattate. Di seguito, la Tabella 2 propone una suddivisione tematica dei contributi precedentemente esaminati.

**Tabella 2 – Analisi tematica degli articoli identificati**

<b>Tematica</b>	<b>Articoli</b>
Innovazione e strumenti digitali di monitoraggio nell'ambito della crisi e della corporate governance	Montagnani, 2020 Casciello, 2021 Boldegrini e Sancetta, 2022 Alberto Tron et. al, 2022 Luchena, 2023
Ruoli e funzioni degli organi e modelli di governance rispetto alla crisi d'impresa	Caterino, 2011 Gagliardi e Molinari, 2015 Provasi e Monti, 2015 Marangoni, 2016 Tenuta e Cambrea, 2016 Cucculelli, 2017 Novati e Vicari, 2019 Schwizer, 2020 Martina, 2021
Indici, sistemi di allerta e gestione del rischio in ottica di prevenzione della crisi	Mieli, 2012 Bianca, 2020 Morrone, 2021 Danovi e Maurutto, 2022

Partendo in questa analisi da una descrizione di ciascuna di queste macroaree si prevede:

- **innovazione e strumenti digitali di monitoraggio nell'ambito della crisi e della corporate governance** - questa area esplora l'uso di tecnologie avanzate come l'intelligenza artificiale e l'analisi dei big data per il rilevamento e il monitoraggio tempestivo delle crisi aziendali. Gli articoli in questa sezione evidenziano l'importanza di adottare soluzioni tecnologiche a livello di governance per migliorare la resilienza e la capacità di reazione dell'impresa;
- **ruoli, funzioni degli organi e modelli di governance rispetto alla crisi d'impresa** - questa area si concentra sui modelli organizzativi necessari per gestire efficacemente le crisi. Gli articoli trattano in maniera approfondita il ruolo e le funzioni adottate nei vari modelli dagli organi principali in materia di governo d'impresa, evidenziando, inoltre l'importanza di strutture flessibili e adattabili, nonché delle competenze e delle responsabilità richieste agli amministratori per implementare e gestire tali modelli;
- **indici, sistemi di allerta e gestione del rischio in ottica di prevenzione della crisi** - in questa area si raggruppano tutti quegli articoli aventi ad oggetto l'introduzione e il rispetto di determinati obblighi di allerta e segnalazione, nonché l'implementazione di sistemi di gestione del

rischio che permettano di prevenire ed eventualmente superare lo stato di crisi.

Le opere analizzate rivelano vari elementi in comune e spunti di riflessione che emergono rispetto alla tematica "Innovazione Tecnologica e Monitoraggio della Crisi". Un elemento centrale che si ripete in molte delle opere è l'importanza dell'Intelligenza Artificiale (IA) e delle tecnologie avanzate nel migliorare la governance aziendale e nel gestire le crisi d'impresa. Maria Lillà Montagnani, ad esempio, esplora come l'IA possa essere integrata nelle grandi società azionarie per innovare a livello di business e affrontare le sfide post-Covid-19. Questa visione è supportata dall'idea che l'IA possa migliorare i processi decisionali, individuare inefficienze e gestire rischi, creando così valore per gli azionisti.

Un altro tema comune è l'utilizzo degli Early Warning Systems (EWS) per la diagnosi precoce della crisi d'impresa. Gli studi di Raffaella Casciello e quelli di Fulvio Boldregghini e Giuseppe Sancetta mettono in evidenza come questi sistemi, attraverso specifici indicatori finanziari e settoriali, possano identificare tempestivamente segnali di difficoltà finanziaria. Questo approccio è particolarmente rilevante nel contesto italiano, dove il monitoraggio continuo degli indicatori di Early Warning può supportare la valutazione della solvibilità e della continuità aziendale.

Un ulteriore punto di riflessione riguarda l'importanza della governance flessibile e proattiva. La crisi provocata dalla pandemia di COVID-19 ha mostrato che molte aziende, nonostante avessero indicatori di solidità finanziaria pre-pandemia, sono fallite a causa dell'incapacità di adattare rapidamente i loro modelli di governance a eventi imprevisti. Questo suggerisce che, oltre agli strumenti di monitoraggio, è cruciale avere strategie di governance in grado di anticipare e rispondere prontamente a cambiamenti improvvisi.

Inoltre, le opere discutono l'evoluzione della previsione dell'insolvenza aziendale, evidenziando come i modelli più avanzati integrino variabili finanziarie e qualitative per migliorare l'accuratezza delle previsioni. Alberto Tron e colleghi, ad esempio, mostrano come l'inclusione di variabili di corporate governance, come il turnover dei membri del Consiglio di amministrazione e la presenza di revisori interni ed esterni, possa migliorare significativamente la capacità predittiva dei modelli di previsione del fallimento aziendale.

L'innovazione tecnologica, come discusso da Serenella Sabina Luchena, non solo migliora l'efficienza operativa e la capacità predittiva delle aziende, ma rappresenta anche un'opportunità per rafforzare la governance aziendale. La tecnologia facilita il monitoraggio tempestivo della salute finanziaria

dell'impresa e consente interventi preventivi, migliorando così la resilienza aziendale e la competitività sul mercato globale.

In sintesi, le opere esaminate convergono sull'importanza di integrare l'innovazione tecnologica nella governance aziendale per gestire efficacemente le crisi d'impresa. L'IA e gli EWS emergono come strumenti cruciali per la diagnosi precoce e la gestione proattiva delle difficoltà finanziarie, mentre la flessibilità e la capacità di adattamento delle strategie di governance ad essi sono fondamentali per rispondere a eventi imprevisti. Questi strumenti non solo migliorano la capacità predittiva dei modelli di fallimento aziendale, ma contribuiscono anche a creare un ambiente aziendale più resiliente e sostenibile.

La seconda tematica di opere esaminate condividono diversi elementi chiave riguardanti i ruoli e le funzioni degli organi e i modelli di governance rispetto alla crisi d'impresa. Un primo punto comune è l'importanza della prevenzione e del ruolo attivo del collegio sindacale. Più che limitarsi a un controllo ex post, il collegio sindacale deve agire in modo preventivo, utilizzando i suoi poteri per convocare l'assemblea e coinvolgere l'organo amministrativo nelle decisioni cruciali, contribuendo così a una gestione anticipatoria delle situazioni di crisi. L'efficacia del Consiglio di amministrazione emerge come un altro tema ricorrente. La presenza di amministratori indipendenti e di membri esterni alla famiglia, nelle imprese familiari, è ritenuta fondamentale

per garantire obiettività e trasparenza nella gestione. Inoltre, un consiglio di amministrazione composto da membri con esperienze diversificate può migliorare la governance complessiva, riducendo i rischi di comportamenti opportunistici.

Le reti d'impresa sono spesso citate come uno strumento di resilienza. Queste reti permettono alle aziende di mantenere la propria autonomia, condividendo al contempo risorse e know-how. Ciò si traduce in una maggiore capacità di affrontare e superare i periodi di crisi, grazie alla collaborazione e al supporto reciproco tra le imprese.

Un altro elemento condiviso è il coinvolgimento degli investitori istituzionali. Questi investitori possono giocare un ruolo chiave nell'autoregolamentazione aziendale, partecipando attivamente alle assemblee e influenzando positivamente la governance attraverso le loro decisioni di investimento e il loro impegno nelle questioni aziendali.

Nelle local utilities, la trasparenza e la responsabilità sono aspetti cruciali. Queste aziende devono trovare un equilibrio tra interessi pubblici e privati, garantendo che la governance sia rappresentativa, trasparente e responsabile, per poter affrontare efficacemente le crisi.

Un'ulteriore considerazione è l'importanza di imparare dalle crisi passate. Le imprese devono adattare strategie e processi interni in base alle lezioni apprese

dalle esperienze precedenti, migliorando le performance future e prevenendo nuove crisi.

Infine, la compliance e la governance sono essenziali nelle imprese di assicurazione. Una robusta struttura di compliance, unita a una governance trasparente, è cruciale per garantire la sostenibilità e la trasparenza in questo settore, particolarmente sensibile alle crisi.

Analizzando i vari contributi, emergono inoltre, diversi spunti di riflessione innovativi. Uno di questi è l'adozione di modelli di governance flessibili nelle imprese familiari. Questi modelli devono essere in grado di adattarsi rapidamente ai cambiamenti del contesto, coinvolgendo membri esterni e indipendenti che possano apportare nuove prospettive e competenze, rendendo la governance più robusta e adattabile.

Per le piccole e medie imprese (PMI), è cruciale sviluppare una cultura della trasparenza e della comunicazione aperta. Questo approccio permette di mantenere la fiducia degli stakeholder e di creare un ambiente di lavoro che favorisca la collaborazione e la risoluzione tempestiva delle problematiche.

La pandemia di Covid-19 ha evidenziato la necessità, inoltre, di evolvere verso un modello di governance orientato agli stakeholder. Le imprese devono definire e comunicare chiaramente il loro purpose, integrando fattori finanziari e di sostenibilità nelle scelte strategiche. Questo approccio migliora le relazioni con gli stakeholder e rende le imprese più resilienti e sostenibili.

Promuovere la diversità all'interno del top management team è un altro spunto innovativo. La diversità facilita l'adattamento e l'innovazione, elementi fondamentali per rispondere efficacemente alle crisi. Un team di gestione eterogeneo è in grado di apportare una varietà di prospettive e soluzioni, migliorando la capacità dell'impresa di affrontare le sfide.

Infine, l'incentivazione della partecipazione degli investitori istituzionali alle assemblee aziendali può favorire un'autoregolamentazione più efficace. Gli investitori istituzionali, attraverso la loro partecipazione attiva, possono garantire una gestione più responsabile e trasparente, influenzando positivamente le pratiche di governance e contribuendo a una gestione aziendale più solida e sostenibile.

In sintesi, le opere esaminate evidenziano l'importanza di un approccio proattivo e preventivo alla governance per gestire efficacemente le crisi d'impresa. La flessibilità dei modelli di governance, la promozione della diversità del top management e il coinvolgimento attivo degli investitori istituzionali emergono come spunti innovativi per migliorare la resilienza e la sostenibilità delle imprese in tempi di crisi. Questi elementi, se implementati correttamente, possono contribuire a costruire imprese più robuste e capaci di affrontare le sfide del futuro.

L'ultima tematica identificata, all'interno di questa approfondita revisione di articoli scientifici le opere esaminate condividono una serie di elementi

centrali riguardanti l'adozione di sistemi di allerta e gestione relativamente alla crisi d'impresa. Un punto fondamentale è l'importanza della prevenzione e della gestione proattiva dei rischi. La crisi bancaria dei mutui subprime ha messo in luce le lacune nei sistemi di governance e risk management, sottolineando la necessità di fissare ex-ante limiti precisi ai livelli di rischio e migliorare la consapevolezza dell'esposizione ai rischi, specialmente verso i prodotti complessi. L'adeguata informazione e trasparenza all'interno della struttura aziendale sono cruciali per una governance efficace, e la mancanza di questi elementi è stata evidenziata come una causa significativa della crisi. Oltre a ciò, la necessità di riformare e rafforzare la governance aziendale attraverso l'introduzione di norme più rigorose e l'adozione di modelli di governance flessibili e adattabili rappresenta un elemento essenziale. Le riforme del Financial Stability Board, ad esempio, sottolineano la necessità di regole più stringenti nella corporate governance e una maggiore integrazione tra gli aspetti quantitativi e qualitativi della gestione dei rischi. Le opere concordano sull'importanza del coinvolgimento attivo degli organi di governance, come il Consiglio di amministrazione e il collegio sindacale, nella prevenzione e nella gestione delle crisi. La presenza di amministratori indipendenti e membri esterni è ritenuta fondamentale per garantire obiettività e trasparenza, riducendo i rischi di comportamenti opportunistici.

Anche il ruolo degli investitori istituzionali è evidenziato come cruciale per una gestione responsabile e trasparente.

Infine, la crisi ha evidenziato la necessità di un approccio più integrato alla gestione dei rischi, che tenga conto delle interazioni tra diversi rischi e della loro evoluzione in condizioni di stress. I modelli di risk management basati su assunzioni di esogeneità del rischio si sono dimostrati inadeguati, sottolineando la necessità di una visione più dinamica e interconnessa del rischio.

Dall'analisi delle opere emergono diversi spunti di riflessione innovativi. Uno di questi è l'evoluzione della governance aziendale verso un modello orientato agli stakeholder, come evidenziato dalla necessità di definire e comunicare chiaramente il purpose aziendale. Questo approccio migliora le relazioni con gli stakeholder e rende le imprese più resilienti e sostenibili.

L'introduzione delle procedure di allerta previste dal nuovo Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza rappresenta un cambiamento significativo nella governance aziendale. Queste procedure sono concepite per integrarsi completamente nell'ordinaria governance aziendale, creando un sistema unitario destinato a stabilire una governance aziendale più virtuosa e tempestiva. La combinazione dei nuovi obblighi organizzativi e delle procedure di allerta mira a ridurre il rischio d'impresa e a creare un sistema

più robusto e reattivo, capace di prevenire e gestire le crisi aziendali in modo più efficace.

Un altro spunto innovativo riguarda la responsabilità degli organi sociali in situazioni di crisi. L'approccio proposto di razionalizzare i profili di responsabilità in chiave aziendalistica, attraverso una metodologia di stima del danno basata sulla logica decrementale della misurazione del valore distrutto, offre una valutazione più obiettiva e coerente. Questo approccio consente di considerare i vari antecedenti causali della crisi aziendale, fornendo una base più solida per la quantificazione delle responsabilità degli organi di governo.

Infine, l'adozione di un sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, come sottolineato nell'articolo di Carla Morrone, è essenziale per una governance efficace nelle piccole e medie imprese (PMI). Sebbene richieda tempo e investimenti, un adeguato sistema di controllo interno può innescare processi virtuosi a beneficio sia della singola impresa che dell'intero mercato, migliorando la gestione dei rischi e la formazione di dati economici e finanziari affidabili.

## CONCLUSIONI

La presente tesi ha affrontato il complesso e attuale tema della corporate governance nel contesto delle crisi d'impresa, delineando come la qualità e l'efficacia della governance aziendale possano influenzare profondamente la capacità delle imprese di prevenire, gestire e superare situazioni di difficoltà finanziaria.

Nel primo capitolo, è stata analizzata la natura della crisi d'impresa, evidenziando come essa non sia solo un evento improvviso e inaspettato, ma spesso il risultato di inefficienze e disfunzioni protratte nel tempo. L'importanza di assetti amministrativi, organizzativi e contabili adeguati è stata sottolineata come elemento cruciale per la prevenzione e la gestione delle crisi. È emerso che una corporate governance solida può fungere da pilastro fondamentale, contribuendo a rilevare tempestivamente segnali di crisi e attuare le necessarie misure correttive.

Il secondo capitolo ha fornito una panoramica sulla corporate governance, esplorandone le origini, le definizioni e i vari modelli esistenti. È stata esaminata la normativa di riferimento, che ha un ruolo determinante nel delineare le linee guida e i principi di best practice. Il capitolo ha inoltre messo in luce il legame intrinseco tra una governance aziendale efficace e la capacità di un'impresa di affrontare crisi, indicando come le best practice di

governance possano migliorare la resilienza aziendale. Attraverso l'analisi delle migliori pratiche, delle normative vigenti e degli studi accademici più recenti, è emerso un quadro chiaro delle sfide e delle opportunità che la governance aziendale offre nel contesto delle crisi economiche e finanziarie, evidenziando e ponendo la lente di ingrandimento sull'importanza, per le imprese, della predisposizione di strumenti idonei a prevenire una situazione di dissesto finanziario.

Nel terzo capitolo sono stati analizzati alcuni dei più recenti contributi scientifici sul tema indagato. Attraverso l'adozione della metodologia di review semi sistematica sono stati identificati diciotto articoli, pubblicati in un orizzonte temporale che va dal 2011 al 2024. L'analisi dei vari contributi scientifici ha permesso di individuare nuovi spunti di riflessione e aree di ulteriore ricerca. In particolare, l'integrazione delle nuove tecnologie nei sistemi di governance e l'adozione di approcci più dinamici nella gestione del rischio rappresentano temi di grande attualità e rilevanza. La continua evoluzione del contesto economico globale richiede un costante aggiornamento delle pratiche di governance per affrontare le sfide future con successo.

La corporate governance si conferma come un elemento essenziale non solo per la prevenzione delle crisi d'impresa, ma anche per la costruzione di un sistema economico più stabile e affidabile. Le conclusioni di questo studio

sottolineano l'importanza di una governance aziendale robusta e reattiva come pilastro fondamentale per la resilienza e la competitività delle imprese nel lungo termine.



## BIBLIOGRAFIA

Alpaslan C.M., Green S.E., Mitroff I.I. (2009), *Corporate governance in the context of crisi: towards a stakeholder theory of crisis management*, in *Journal of Contingencies and Crisis Management*, Blackwell publishing, Oxford

Airoldi G., Forestieri G. (1998), *Corporate governance. Analisi e prospettive del caso italiano*, Rizzoli editore, Milano

Baumol W.J. (1959), *Business Behavior, value and growth*, Macmillan, New York

Berle A.A, Means G.C. (1932), *The Modern Corporation and private property*, Legal Classic Library, Omaha

Bianca M. (2020), *Allerta e dintorni: l'adozione delle misure idonee alla tempestiva rilevazione della crisi da parte dell'imprenditore individuale*, Giappichelli Editore, Torino

Boldreghini F., Sancetta G. (2022), *Early warning system e governance del rischio di credito: l'emersione anticipata della crisi d'impresa dal punto di vista dei creditori finanziari*, Franco Angeli, Milano

Calandra Buonauro V. (2003), *I modelli di amministrazione e controllo nella riforma del diritto societario*, in *Giurisprudenza commerciale*

Casciello R. (2021), *Early Warning Indicators: an empirical investigation in Italian context and first implications for corporate governance*, Corporate Governance and Organizational Behavior Review, Napoli

Caterino D. (2011), *La funzione del collegio sindacale delle società quotate, tra "prevenzione" e "allerta" della crisi d'impresa*, Cacucci Editore, Bari

Cerchiai C., Camaiora A., Siena F.A., Giuliani F., Rizzo F., Gualtieri G., Villa J., Pasquini L., Alfisi M.G., Guzzanti V. (2022), *Crisi d'impresa. Spunti d'insieme*, The Skill Press, Roma

Cucculelli M. (2017), *Crisi, Apprendimento e Governo d'impresa*, Carocci Editore, Roma

Danovi A., Maurutto S. (2022), *La responsabilità degli organi sociali nella riforma del diritto della crisi d'impresa. Un'interpretazione aziendalistica*, Franco Angeli, Milano

Fortuna F. (2001), *Corporate governance: soggetti, modelli e sistemi*, Franco Angeli, Milano

Gagliardi G., Molinari M. (2015), *il ruolo del consiglio di amministrazione nelle società di famiglia*, Equity Factory S.A., Lugano

Guatri L. (1995), *Turnaround. Declino, crisi e ritorno al valore*, E.G.E.A, Milano

Luchena S.S. (2023), *Crisi d'Impresa ed Innovazione tecnologica*, I Battelli del Reno, Bari

Marangoni A. (2016), *La Corporate governance nelle Local utilities quotate, tra responsabilità sociale e mercati finanziari*, Maggioli Editore, Rimini

Martina G. (2021), *Organo amministrativo delle imprese di assicurazione e Product Oversight and Governance tra codice delle assicurazioni private e regolamenti IVASS*, Giappichelli Editore, Torino

Melis A. (2002), *Creazione di valore e meccanismi di corporate governance*, Giuffrè Editore, Milano

Mieli S. (2012), *Sistemi di controllo dei rischi e governo degli intermediari: una prospettiva di vigilanza Intervento del Direttore Centrale per la Vigilanza Bancaria e Finanziaria della Banca d'Italia*, Università di Milano, Milano

Migliori, S. (2013), *Crisi d'impresa e corporate governance*, Franco Angeli, Milano

Monks R., Minow N. (2004), *Corporate governance*, Blackwell publishing, Oxford

Montagnani L.M. (2020), *Intelligenza artificiale e governance della "nuova" grande impresa azionaria: potenzialità e questioni endoconsiliari*, in Riv. Soc.

Morrone C. (2021), *The adequate organizational, administrative and accounting structure in SMES: burden and honor*, University of Naples Parthenope, Napoli

Novati F., Vicari R. (2019), *Governance e controlli interni nelle società non quotate alla luce del codice della crisi d'impresa*, ODCEC, Milano

Prosperi S. (2003), *Il governo economico della crisi aziendale*, Giuffrè Editore, Milano

Provasi R., Monti A (2015), *Le reti d'impresa come nuovo modello di governance. Evidenze dalla "Bottega del vino di Moncalvo"*, Pavia University Press, Pavia

Schwizer P. (2020), *Un CdA più responsabile e consapevole dei fini dell'impresa è la migliore arma nella gestione post Covid-19*, AIDEA, Bologna

Smith A. (1776), *Indagine sulla natura e le cause della ricchezza delle nazioni*, Londra

Snyder H. (2019), *Literature review as a research methodology: an overview and guidelines in Journal of business research*, Elsevier, Oslo

Tenuta P., Cambrea D.R. (2016), *Consiglio d'amministrazione e valore d'impresa*, AIDEA, Bologna

Tron A., Dall'occhio M., Ferri S., Colantoni F. (2022), *Corporate governance and financial distress: lessons learned from an unconventional approach*, AIDEA, Bologna

Zattoni A (2015), *Corporate governance*, E.G.E.A, Milano

## SITOGRAFIA

Baglioni M., Grasso G. (2006), *Nuovo codice di autodisciplina delle società quotate*,

([https://www.edicolaprofessionale.com/bd/riviste/ORW/83/583/7806583\\_SOC\\_I\\_00134996\\_2006\\_09\\_1061.pdf](https://www.edicolaprofessionale.com/bd/riviste/ORW/83/583/7806583_SOC_I_00134996_2006_09_1061.pdf))

Balp G. (2000), *Corporate governance e controlli esterni in Germania*,

(<https://www.jura.uni-hamburg.de>)

Comitato italiano corporate governance (2019), *Relazione 2019 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate. 7°rapporto sull'applicazione del codice di autodisciplina*,

(<https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance7documenti/comitato/rapporto2019.pdf>)

Comitato italiano corporate governance (2021), *Relazione 2021 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate. 9°rapporto sull'applicazione del codice di autodisciplina*,

(<https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance7documenti/comitato/rapporto2021.pdf>)

De Feo C (2023), *Corporate governance: le novità e i temi da considerare per la stagione assembleare 2023*,

([lw.com/admin/upload/siteattachments/Corporate-Governance-le-novità-e-i-temi-da-considerare-per-la-stagione-assembleare-2023.pdf](http://lw.com/admin/upload/siteattachments/Corporate-Governance-le-novità-e-i-temi-da-considerare-per-la-stagione-assembleare-2023.pdf))

SIDREA (2001), *Le parole della crisi. La lettura degli azionisti italiani*,

(<https://www.sidrea.it/wp-content/uploads/2021/06/le-parole-della-crisi-versione-finale-2.pdf>)

Montefiori C. (2009), *Corporate governance, assetti proprietari e autodisciplina*,

(<https://torvergata.it>)