

2. 2021

**CORPORATE
GOVERNANCE**
AND
RESEARCH
&
**DEVELOPMENT
STUDIES**
CGR&DS

OPEN  ACCESS

FrancoAngeli



**CORPORATE
GOVERNANCE
AND
RESEARCH
&
DEVELOPMENT
STUDIES
*CGR&DS***

OPEN  ACCESS

FrancoAngeli

Copyright © FrancoAngeli

This work is released under Creative Commons Attribution - Non-Commercial –
No Derivatives License. For terms and conditions of usage
please see: <http://creativecommons.org>

Direttore scientifico: Salvatore Esposito De Falco – *Sapienza Università di Roma*

Comitato Scientifico: Barile Sergio – Sapienza Università di Roma, Bianconi Fabio – Senior Consulting, Castaldo Angelo – Sapienza Università di Roma, Ciasullo Maria – Università degli Studi di Salerno, D’Angelo Eugenio – Università Telematica Pegaso, De Renzi Roberto – Phd Senior consulting, Ferrara Olimpia – SRM San Paolo IML, Ferri Maria Antonella – Universitas Mercatorum, Gallucci Carmen – Università di Salerno, Genco Pietro – Università degli Studi di Genova, Ginsberg Ari – NYU Stern, Golinelli Gaetano Maria – Sapienza Università di Roma, Kostyuk Alexander – Kristianstad University (Sweden), Kuckertz Andreas – Hohenheim University, La Torre Mario – Sapienza Università di Roma, Lepore Luigi – Università degli Studi di Napoli “Parthenope”, Marino Vittoria – Università del Sannio di Benevento, Mastroberardino Piero – Università di Foggia, Mateus Cesario – Aalborg University, Denmark, Miglietta Angelo – IULM Milano, Morvillo Alfonso – IRISS CNR, Mozghovyi Yaroslav – Sumy State University, Paolone Francesco – LUISS Guido Carli, Pisano Sabrina – Università degli Studi di Napoli “Parthenope”, Polese Francesco – Università degli Studi di Salerno, Profumo Giorgia – Università degli Studi di Genova, Quattrococchi Bernardino – Sapienza Università di Roma, Renzi Antonio – Sapienza Università di Roma, Sancetta Giuseppe – Sapienza Università di Roma, Schiavone Francesco – Università degli Studi di Napoli “Parthenope”, Sciarelli Mauro – Università degli Studi di Napoli Federico II, Singer Pierpaolo – Università di Salerno, Simone Cristina – Sapienza Università di Roma, Surace Francesco – Senior consulting

Comitato Editoriale: Alvino Federico – Università degli Studi di Napoli “Parthenope”, Capalbo Francesco – Università del Molise, Cucari Nicola – Sapienza Università di Roma, Esposito De Falco Salvatore – Sapienza Università di Roma, Fimmanò Francesco – Universitas Mercatorum, Penco Lara – Università degli Studi di Genova, Ugolini Marta – Università di Verona, Vargas Sanchez Alfonso – University of Huelva, Yamak Sibel – University of Wolverhampton, Zattoni Alessandro – LUISS University

Comitato Editoriale di Area: Carmen Gallucci – Università di Salerno, **South Area:** Giorgia Profumo – Università di Genova, **North Area:** Eugenio d’Angelo – Università Telematica Pegaso, **Center Area:** Wafa Khelif – Toulouse Business School in Barcelona, **International Area:** Mine Karatas-Ozkan – Southampton University UK, **International Area**

Segreteria di Redazione: Biancospino Antonio, Via Pietro Colletta, 12 – 80139 Napoli. Tel. 081.18814471/081.5934234 www.creds.it; e-mail: info@ccreds.it

Gli articoli della Rivista sono sottoposti a referaggio

Autorizzazione n. 55 del 27-2-2019 del Tribunale di Milano – Direttore responsabile Alessandra Giordano – Semestrale – Poste Italiane Spa – Sped. in abb. post. – D.L. 353/2003 (conv. in L. 27/02/2004 n. 46) art. 1, comma 1, DCB Milano – Copyright © 2021 by Franco Angeli s.r.l. – Stampa: Logo srl, sede legale: Via Marco Polo 8, 35010 Borgoricco (Pd).

L’opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d’autore ed è pubblicata in versione digitale con licenza Creative Commons Attribuzione-Non Commerciale-Non opere derivate 4.0 Internazionale (CC-BY-NC-ND 4.0)

L’Utente nel momento in cui effettua il download dell’opera accetta tutte le condizioni della licenza d’uso dell’opera previste e comunicate sul sito <https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/deed.it>

2/2021 – Finito di stampare nel dicembre 2021

Sommario n. 2/2021

Una dedica a Biagio Merola, <i>Sergio Barile</i>	pag.	5
Editoriale - Dalla Corporate Governance alla Sustainable Governance Washing, <i>Salvatore Esposito De Falco</i>	»	11
Introduzione - Tradizione e innovazione nella Corporate Governance: dal <i>new normal</i> al <i>never normal</i> , <i>Gaetano Maria Golinelli, Bernardino Quattrociochi</i>	»	17
Dinamismo ambientale, esperienza digitale del board e cambiamento strategico delle imprese. L'integrazione tra Dynamic Managerial Capabilities e Resource Dependence Theory, <i>Paolo Boccardelli, Chiara Acciarini, Enzo Peruffo</i>	»	25
Sostenibilità e sistemi di Corporate Governance delle società benefit: il caso Illycaffè, <i>Rosaria Ferlito, Rosario Faraci</i>	»	45
ESG, CSR, Shareholder value: non è il momento per un reset del capitalismo, <i>Angelo Miglietta</i>	»	65
Political Governance and Corporate Social Responsibility: Enhancing the Role of the Moral Dimension, <i>Cristiano Ciappei, Anna Marrucci, Giacomo Mininni, Marina Gallucci</i>	»	85
La diffusione dei modelli di leadership condivisa: un'analisi esplorativa sulle società quotate italiane, <i>Francesca Romana Arduino, Alessandro Zattoni, Saverio Bozzolan</i>	»	105

La responsabilità degli organi sociali, tra tradizione e riforma del diritto della crisi d'impresa. Un'interpretazione aziendalistica, <i>Alessandro Danovi, Serena Maurutto</i>	»	121
Early warning system e governance del rischio di credito: l'emersione anticipata della crisi d'impresa dal punto di vista dei creditori finanziari, <i>Fulvio Boldregghini, Giuseppe Sancetta</i>	»	147

Una dedica a Biagio Merola

di *Sergio Barile**

L'opportunità che il Prof. Salvatore Esposito de Falco mi ha offerto, chiedendomi di introdurre una raccolta di contributi dedicati al caro Biagio, ha suscitato immediatamente in me un flusso di sentimenti di differente verso ed intensità. Da un lato un senso di ritrosia, dovuto alla consapevolezza del fatto che per me Biagio Merola non è stato solo un collega. Biagio era soprattutto un amico, del quale conoscevo entusiasmi e malinconie, energia dirompente ed emozionalità talvolta irrefrenabile. Dall'altro l'opportunità di poter ricordare, non soltanto ai tanti colleghi che hanno avuto la possibilità di conoscerlo, alcuni degli aspetti caratteriali e comportamentali che ne hanno contraddistinto la dimensione individuale, tanto dal punto di vista accademico quanto da quello umano.

Ognuno di noi, con il passare degli anni, si ritrova costretto a distinguere, nell'ambito delle relazioni personali, tra quelle che finiscono per risolversi in una semplice necessità lavorativa, talaltre, inutile negarlo che si risolvono in una opportunistica necessità, ed altre ancora, già meno numerose, definibili di piacevole interazione, e poi, dulcis in fundo, quei pochi rapporti interpersonali che ti lasciano il cuor contento, dal cui ricordo non ti stacchi mai. Parlo dei rapporti con gli amici veri, quelli con puoi aprirti, essere te stesso, chiedere e dare, scherzare, stuzzicare ed essere stuzzicato. Insomma, le persone a cui senti di voler bene. Biagio certamente era per me una di queste persone. Non vi era occasione in cui, anche avendolo incontrato per caso in un qualche frangente, non ti riservava una accoglienza calorosa. Non potevi non accorgerti che la gioia dimostrata nel vederti, l'entusiasmo con cui ti abbracciava e sorrideva erano sempre spontanei e sinceri. In ogni incontro, e penso non accadesse solo quando incontrava me, aveva sempre da raccontare di qualche iniziativa, ma laddove rilevava un cenno di stanchezza, di

* Prof. Ordinario di Economia e Gestione delle Imprese, Sapienza Università di Roma.
sergio.barile@uniroma1.it

sofferenza, in ogni caso, quale che fosse la tua esigenza o difficoltà, senza bisogno che tu chiedessi, Biagio era lì già pronto ad offrirti il suo aiuto alla ricerca di una soluzione. Certo, magari proprio questo suo essere espansivo e pronto alla disponibilità verso i suoi tanti amici, ha probabilmente di converso condizionato la sua vita accademica, la sua vita lavorativa ed ancor più la sua vita familiare. Di solito, nelle occasioni di incontro, quando mi raccontava dei vari impegni, non potevo non chiedergli come facesse a districarsi tra i tanti contesti che costituivano la sua quotidianità, ed inevitabilmente mi dichiarava di essere sempre a corto di tempo. Lamentava di sentirsi incapace di soddisfare, così come avrebbe voluto, le persone a cui teneva di più, e mi includeva tra queste, ben sapendo quanto io tenessi al prosieguo della sua carriera accademica. Ricordo che rischiando di diventare noioso concludevo ognuno dei nostri incontri parlando del suo percorso universitario, e di quanto ritenevo che facesse torto a sé stesso ed a chi aveva creduto in lui, avendo desistito dall'impegnarsi.

Tra i tanti allievi approdati all'Ateneo Foggiano era l'unico ad essersi progressivamente disimpegnato nel percorso di sviluppo della carriera accademica. Una scelta sconsiderata e del tutto ingiustificata. Indubbiamente, la sua competenza per tutto quanto connesso e riconducibile alle dinamiche del "sistema sanitario" nel suo complesso, derivante oltre che da studi e ricerche condotte, anche da una pratica professionale ed imprenditoriale, gli consentiva di ben figurare nelle occasioni di incontri e dibattiti accademici. Era sua prerogativa accompagnare alle riflessioni teoriche anche immancabili riferimenti a concrete esperienze imprenditoriali.

Gli studi realizzati per il CUEIM sulle prospettive ed i possibili benefici ottenibili dall'introduzione, nell'ambito delle prestazioni assistenziali, dei "servizi di assistenza domiciliare diretta" (ADI), pur essendo stati scritti con il rilevante contributo di Biagio alcuni decenni or sono, sono ancora di enorme attualità. Infatti, nell'ambito dei provvedimenti che il sistema sanitario italiano intende promuovere, priorità particolare viene, in questi giorni, ad essere riservata alle pratiche di deospedalizzazione, rese ora attuabili grazie agli sviluppi tecnologici riconducibili alla telemedicina. Personalmente ricordo anche il periodo di collaborazione relativo all'esperienza sviluppata con la Regione Campania; occasione in cui con il significativo impegno collaborativo di Biagio e di altri giovani colleghi, venne realizzato un piano industriale di riorganizzazione del sistema di offerta dei servizi sanitari di prevenzione e cura. L'ipotesi prodotta fu all'epoca pubblicata dal Sole 24h.

Dallo sforzo congiunto praticato nelle esperienze ricordate sono derivati dei lavori di notevole interesse scientifico, lavori che lasciavano intendere senza dubbio alcuno le potenzialità di Biagio quale studioso di Economia e Gestione delle Imprese.

Non intendo dilungarmi oltre nel ricordare quello che Biagio Merola avrebbe dovuto o potuto fare nei diversi contesti che hanno caratterizzato la sua esperienza terrena, intendo però consegnare a queste brevi note il ricordo di alcuni dei momenti per me più dolorosi. Alcuni mesi prima del suo contagio ci eravamo visti, venne a trovarmi al mio studio perché era fortemente turbato da una vicenda che rischiava di compromettere il suo “status” di ricercatore presso l’università di Foggia. Nel raccontare quanto gli stava accadendo il tono della voce tradiva la forte tensione emotiva ed il senso di sconforto che provava in quel momento. Mi raccontò anche di situazioni personali che lo preoccupavano, e di uno stato di salute non proprio esaltante. Ciò nonostante, come era solito fare, nel congedarsi sul suo volto si riaccese l’immancabile sorriso, e concluse la visita assicurandomi che avrebbe in breve risolto tutto e ritrovato serenità.

Purtroppo, alcune settimane dopo ricevevo una telefonata in cui Biagio mi diceva di essersi contagiato e di avere il Covid. Era però sereno, scherzava, ed era convinto di poter superare in breve l’infezione. Gli chiesi di tenermi informato, e così fece nelle prime settimane. Poi i contatti divennero via wapp, li conservo ancora tutti. Il suo ottimismo permaneva, riteneva di poter presto risolvere. Dopo alcuni giorni i messaggi di risposta ritardavano, erano più brevi e, da un certo momento, non ho più ricevuto risposta ai miei messaggi.

Da quel momento ho scritto quasi ogni giorno, per molti giorni, ed ho pregato.

Il ricordo di Biagio è sempre vivo nel mio cuore; mi ritrovo spesso a pensare a lui. Sono certo che sono tante le persone che gli vogliono bene e che come me ne sentono la mancanza.

Sergio Barile
Università degli Studi di Roma Sapienza

In ricordo di Biagio Merola



Questo numero della rivista è dedicato al collega ed amico Biagio con il quale ho condiviso tanti momenti non solo accademici.

All'inizio del mio percorso universitario con la scuola romana ebbi modo di conoscere Biagio con il quale partecipai al progetto di ricerca ADI (Assistenza Domiciliare Integrata). Il tema introdotto da Biagio per quell'epoca rappresentò una vera innovazione per gli studiosi di Economia e Gestione delle Imprese e per me, in particolare, un'ancora alla quale agganciarsi per validare il prototipo sviluppato nell'ambito di un progetto di ricerca finanziato dal MIUR: il progetto SIVI Elsag-Datamat. Se non fosse stato per Biagio il mefistofelico progetto di ricerca ideato da Sergio Barile non sarebbe mai stato testato. Fu un successo!

Con Biagio, poi mi ha accomunato la passione per il mondo del calcio, sebbene i miei colori azzurri si contrapposero ai suoi rosso-neri. In quei momenti la mia memoria ripercorse il famoso derby scudetto perso dal Napoli al San Paolo contro la squadra di Arrigo Sacchi.

Ciao Biagio r.i.p.

Salvatore Esposito De Falco

Editoriale

Dalla Corporate Governance alla Sustainable Governance Washing

di *Salvatore Esposito De Falco**

No abstract is available for this article

Il numero 2/2021 affronta il tema dei cambiamenti nella Corporate Governance con particolare riferimento alle tendenze emergenti negli attuali sistemi economici.

In letteratura, il mito secondo il quale la grande corporation sia prevalentemente orientata al profitto per i suoi azionisti sembra vacillare; le attuali dinamiche socio-economiche e le modifiche degli assetti proprietari delle imprese lasciano intravedere l'avvio di una nuova fase, in cui l'interesse dell'azionista viene mitigato da altri interessi anche sociali.

Sembrano, quindi, determinarsi nuove dinamiche capaci di favorire la transizione da una visione ristretta della proprietà ad una allargata, propria degli stakeholder, in cui prevalgono valori oltre il profitto, tipici di una impostazione della proprietà sempre più sistemica ed olistica.

È doveroso, tuttavia, chiedersi se trattasi davvero di un'evoluzione lineare, oppure dietro le "nuove tendenze" si celi una dinamica discontinua, quasi ad intendere solo un orientamento *washing e short term*.

La recente Shareholder Rights Directive, in verità, modificando ed integrando la Direttiva 2007/36/ CE, sembra porsi a fianco degli azionisti, incoraggiando l'impegno a lungo termine. Interessante, in proposito, il Manifesto della Business Roundtable, con il quale, nel 2019, 180 CEO hanno sottoscritto un documento fondamentale per la nascita di un nuovo capitalismo sostenibile. Tra i suoi punti la roundtable dichiara di "voler investire nei

* Professore Ordinario di Corporate Governance, Sapienza Università di Roma. salvatore.espositodefalco@uniroma1.it

dipendenti, generare valore a lungo termine per gli azionisti, trattare in modo equo ed etico i fornitori, rispettare le persone nelle comunità in cui si lavora e proteggere l'ambiente”.

Tuttavia, nonostante i proclami della roundtable, la letteratura mostra ancora alcune perplessità; secondo Bebchuk & Tallarita (2021), ad esempio, la stragrande maggioranza delle società (84%) non ha incluso gli interessi degli stakeholders nella *corporate purpose*; al pari la Apple, pur aggiornando, nel 2020, le sue *governance guidelines*, ha dichiarato che: “*The Board... assures that the long-term interests of the shareholders are being served*”, senza menzionare gli interessi degli *stakeholders*.

Tali atteggiamenti sono riscontrabili anche in Italia; nel 2021 il Board di Mediobanca ha accolto parzialmente le richieste dell'azionista Delfin di eliminare dallo Statuto la presenza di manager nel Board ed ha poi resistito alla modifica del voto di lista, dichiarando, sul punto, che, in questo modo: “avrebbero potuto crearsi le condizioni di una minore rappresentanza di Investitori istituzionali”. Nello stesso anno, il CdA Generali ha imposto di far proporre la lista per il rinnovo del CdA al Board uscente, una prassi introdotta anche da altre società, ma non disciplinata dall'ordinamento italiano.

L'esempio di Generali, quindi, evidenzia come non sempre la voce delle minoranze appaia eticamente orientata ai valori dell'impresa; in alcuni casi, infatti, la stessa minoranza può rappresentare la nascita di una nuova coalizione di comando che tende a sostituirsi a quella della maggioranza. Sul punto appaiono interessanti le considerazioni di Micossi (DG di Assonime) che, pur evidenziando l'interesse degli investitori istituzionali verso aspetti deboli della governance, quali l'attenzione ai fattori ESG, dichiara la necessità di “(...) mantenere una nitida linea di demarcazione tra quello che fanno gli Investitori e quello che fanno le società. La strategia spetta agli amministratori, e non ai Fondi, che pure hanno strumenti per condizionare le strategie. È essenziale che innanzi agli Investitori il Board si mostri unito e che non si aprano canali privilegiati con alcuni amministratori”.

Occorre quindi scongiurare il rischio di una *Sustainable Governance Washing* in cui, dietro la maschera della sostenibilità, si nasconda l'ennesima distopia elitaria e tecnocratica, storicamente contraria ad una crescita sostenibile e orientata alle istanze di una parte degli stakeholders.

Sul punto sembrano interessanti le anticipazioni emergenti dalla prossima riunione annuale del *World Economic Forum*, prevista a Davos nel gennaio 2022, in cui il fondatore e presidente esecutivo del WEF, Klaus Schwab, presenterà una “nuova” ideologia di capitalismo, più sostenibile e più solidale, aperto alla digitalizzazione ed al “green”. Una visione intrigante, ideale, persino utopistica. Per il gruppo di Davos che sostiene Schwab l'emergenza sanitaria è vista come “un'occasione” per spingere l'acceleratore della

globalizzazione e avviare un processo di “modernizzazione” in cui la tecnologia e la sharing economy sostituiscano la proprietà privata, liberando la popolazione dalla povertà in cambio della cessione della privacy.

Chi scrive crede ardentemente nella necessità di una riforma etica e culturale delle regole di governo delle imprese, ma è consapevole che il libro dei sogni non solo non è stato ancora scritto, ma non sarebbe neanche corretto che fosse implementato: meno sharing economy, meno atteggiamenti washing, più etical compliance.

In memoria di Biagio Merola.

Prima di addentrarci nell'esposizione della presente introduzione, è doveroso ricordare lo spessore morale e la bontà d'animo del compianto Biagio Merola, cui l'Editor in Chief della rivista ha voluto dedicare questo numero.

Per noi tutti Biagio è stato un amico sincero e sempre attento ai suoi doveri, il cui ricordo rimarrà impresso con affetto nella nostra memoria.

Gaetano Maria Golinelli, Bernardino Quattrococchi

Introduzione

Tradizione e innovazione nella Corporate Governance: dal *new normal* al *never normal*

di Gaetano Maria Golinelli*, Bernardino Quattrococchi**

I profondi cambiamenti economici, sociali e culturali degli ultimi anni stanno mettendo a dura prova la sopravvivenza del sistema impresa, sempre più chiamato a filtrare e graduare le dinamiche attese dei propri sovra sistemi di riferimento. La difficoltà emergente è quella di riuscire a leggere i contesti di riferimento sottoposti a notevoli cambiamenti non solo intensi e veloci, ma anche volatili e instabili; la sensazione che sembra porsi all'attenzione dello studioso è quella di una nuova epoca di cambiamenti sempre straordinari e, quindi, di vivere in un *never normal*.

In quest'ottica l'organo di governo dell'impresa è chiamato a riprogettare continuamente le proprie capacità di adattamento e risposta al cambiamento alla ricerca di una sempre più difficile sopravvivenza.

Questo processo di cambiamento contraddistingue anche gli studi sulla corporate governance, tanto da mettere in discussione sia i sistemi e modelli di governo, sia i paradigmi e gli approcci alla base degli studi (Esposito De Falco *et al.*, 2019).

Da un lato, esiste una continua diversità di sistemi di corporate governance, basata su differenze storiche, culturali e istituzionali che implicano approcci diversi ai valori e agli obiettivi dell'attività d'impresa; dall'altro lato, si avverte la necessità di molteplici prospettive teoriche e metodologiche per un'adeguata

* Prof. Emerito di Economia e Gestione delle Imprese, Sapienza Università di Roma.
gaetano.golinelli@uniroma1.it

** Prof. Ordinario di Economia e Gestione delle Imprese, Sapienza Università di Roma.
bernardino.quattrococchi@uniroma1.it

comprensione della complessità della corporate governance¹. Già Clarke (2004) evidenziava che ciascuna delle prospettive teoriche (tra cui la teoria dell'agenzia, la teoria dei costi di transazione, la teoria basata sulle risorse, etc.) si caratterizza per una visione diversa dell'impresa e della governance, una diversa focalizzazione del *problema*.

Tuttavia, a nostro giudizio, la dinamica della corporate governance, particolarmente intensa a partire dagli anni 60 del secolo passato, e che ha qualificato la generalità delle economie sviluppate, ha, a suo fondamento, la crescente divaricazione che si è venuta manifestando tra funzione e ruolo delle organizzazioni imprenditoriali.

Il sistema impresa si qualifica, a partire dalla rivoluzione industriale con la nascita della fabbrica e delle organizzazioni sindacali, per due caratteri tra loro distinti e che allo stesso tempo si compenetrano. Uno attiene alla funzione di produzione di beni e servizi; l'altro al ruolo che l'impresa riveste quale attore sociale, protagonista di determinante rilievo per il divenire della società.

Si palesa, quindi, la divaricazione prima ricordata che andrà progressivamente ad accentuarsi in una visione "ristretta" che concentra l'attenzione sul rapporto tra due solo attori (la proprietà ed il management), fino a quella più "allargata" che prende in considerazione tutti i portatori di interesse dell'impresa (Genco e Esposito De Falco, 2009).

In tale quadro di riferimento, caratterizzato dal rapporto dialettico funzione/ruolo, si rinnova negli studi di impresa e nella prassi il dibattito sugli scopi che l'impresa persegue, sugli interessi prioritari che ne debbano influenzare l'azione, sul sistema di leggi, regole, pratiche aziendali, procedure decisionali e operative che ne debbano condizionare l'agire (Mastroberardino e Calabrese, 2020).

Un dibattito sempre in atto, una corporate governance sempre in divenire, un'unica certezza: l'economicità è condizione necessaria per la sopravvivenza dell'impresa.

Il riferimento all'economicità, tuttavia, non è in grado di assicurare la qualità del ruolo e questo deve assicurare un contributo al benessere della società, di valorizzazione di quanto ambiente e territorio danno in termini di risorse, che può in concreto manifestarsi in un impoverimento di quest'ultimo generando squilibri nel contesto sociale e ambientale.

¹ Molteplici e diverse sono le definizioni di Corporate Governance, ciò anche in funzione delle discipline scientifiche di riferimento (Economia Aziendale, Economia e Gestione delle imprese, Finanza aziendale, etc.). Per Esposito De Falco (2014) la Corporate Governance rappresenta la *cornice istituzionale che regola il processo di formulazione ed implementazione delle decisioni per il buon governo dell'impresa* (Esposito De Falco, 2014).

Si spiega così il continuo e crescente interesse per la corporate governance nella visione allargata, in un divenire di crescente complessità².

Nel convincimento che la corporate governance sia comunque una realtà sistemica qualificata da una dinamica nel tempo e nello spazio³, questo numero speciale della Rivista vuole contribuire a qualificare le “spinte” ai cambiamenti, ormai frequenti e continui, tanto da abituarci ad un *never normal* anche nel contesto del governo dell’impresa.

Il presente editoriale vuole quindi porre alcuni interrogativi circa i cambiamenti in atto e i loro impatti sui sistemi capitalistici e sui relativi comportamenti delle organizzazioni imprenditoriali. Interrogativi, quest’ultimi, cui non è facile fornire risposte nette ed univoche. Una prima risposta affermativa deriva dalla crisi finanziaria globale del 2008 che, per la prima volta, ha messo in discussione le certezze del capitalismo globale, evidenziandone i forti squilibri interni. In proposito, all’incirca 10 anni dopo, nell’Agosto del 2019, alcuni amministratori delegati delle più importanti società americane, riunitesi nella Business Roundtable, hanno tentato di ridefinire le basi per un nuovo *stakeholder capitalism* annunciando una sorta di neo-capitalismo in cui le imprese non ricercano più solo profitti a breve termine, ma soprattutto puntano alla creazione di valore a lungo termine per tutti loro stakeholders e per la società in generale. Idea fortemente ripresa anche dal World Economic Forum (2020) che, in piena pandemia, definisce la “Nuova Agenda” del capitalismo globale, più orientato alla stakeholder economy.

Sembrerebbe dunque che da più parti e nel *never normal* post pandemia, si pongano le basi per un nuovo capitalismo⁴, così da creare un modello di impresa più orientato alla creazione di valore nel lungo periodo.

Tuttavia, tali considerazioni non sempre trovano riscontri e convergenze di opinioni⁵; se ci fermassimo, infatti, al lungo periodo come orizzonte temporale dell’agire dell’impresa, non potremmo certamente gridare ad una rivoluzione. Da sempre il tempo si palesa quale fattore di determinante rilievo

² Sul tema della complessità negli studi della corporate governance, e sul dibattito tra governance ristretta e allargata si rimanda a Cucari (2018, p. 78), il quale sostiene che le condizioni per il raggiungimento di una vera e propria sostenibilità proprietaria dipendono dall’interazione tra dialogo e consonanza tra gli shareholders. In quest’ottica, le azioni di shareholder engagement, favorendo il livello di dialogo tra gli azionisti e il management, di fatto inducono livelli di consonanza e di convergenza degli interessi tra gli azionisti, facendo emergere benefici per il sistema impresa. Sul punto parte della letteratura sostiene che un’organizzazione sostenibile è tale se è in grado di interpretare le pressioni derivanti dai diversi portatori di capitale di rischio, in un’ottica di consonanza sistemica (Barile, 2000; 2009).

³ Per approfondimenti sul tema si rimanda a Barile e Gatti (2007).

⁴ Già nel Settembre del 2019, la copertina del Financial Times titolava “*Capitalism: it’s time for a reset*”; ben prima della pandemia globale vissuta successivamente.

⁵ Si pensi, ad esempio, alle posizioni di Bebchuk e Tallarita (2020).

nel governo dell'impresa (Panizza, 2002) e la sua rilevanza appare evidente laddove il ragionamento si sposti sulle difficoltà che incontra l'azione di governo nel tentativo di armonizzare il tempo necessario per la progettazione e la realizzazione di modificazioni strutturali (Golinelli, 2000; 2002; 2017).

Tra le considerazioni avanzate dalla letteratura sembra anche emergere una rinnovata centralità di tutti gli stakeholders, il cui ruolo assume dimensioni diverse rispetto al passato: il capitalismo degli stakeholder parte dall'idea che la ricchezza sia creata collettivamente da vari tipi di organizzazione, non solo all'interno del business; considerazione, quest'ultima, già sostenuta in precedenti scritti circa la posizione del sistema proprietario quale sistema esterno all'impresa. Emerge, quindi, una visione sistemica delle imprese il cui ruolo non è solo quello di soggetto produttore di beni e/o servizi, ma di gestore di un sistema sempre più interconnesso con le persone e con l'ambiente di riferimento. L'idea è quella della ricerca di una consonanza continua, la cui perdita evidenzia una "(...) mancanza di sintonia con le entità che popolano l'ambiente di riferimento in cui l'impresa vive ed opera" (Golinelli, 2005⁶).

Allora possiamo porci la domanda: *cosa c'è di nuovo e come la corporate governance può essere di aiuto?*

Potremmo suggerire che, alla luce dei cambiamenti in atto, alla corporate governance, nell'epoca del *never normal*, spetta il difficile compito di convincere, indurre, obbligare o in qualche modo motivare chi dirige le imprese a mantenere le promesse fatte; se la corporate governance viene intesa come promessa⁷, oggi, più che nel passato, sembrerebbero venire meno le "devianze societarie" ovvero qualsiasi scostamento rispetto agli accordi presi tra le varie controparti interne l'impresa e la società stessa.

Da questo punto di vista, si comprende meglio il motivo per cui si chiede all'impresa di avere un *purpose*, uno scopo ultimo, che vada oltre la creazione del profitto, più attento alla interdipendenza dei fattori economici, sociali e ambientali quali driver per la creazione di valore sostenibile⁸.

⁶ La perdita di sintonia con il contesto può derivare da profili comportamentali caratterizzati da sistemi di valori non allineati con quelli generalmente diffusi, i quali possono condurre ad un disinteresse o ad una impossibilità di decifrazione dei segnali emergenti dalle sottostanti dinamiche sociali ed intersistemiche ed alla conseguente incapacità a promuovere misure che possano mitigare l'impatto di tali sommovimenti sull'economia del sistema impresa.

⁷ Tale prospettiva si rifà a Macey (2008), secondo il quale il concetto di promessa si riallaccia all'idea di base che sia la fiducia personale, e non la prospettiva dell'esecuzione di un contratto, il nodo cruciale per un sistema vincente di corporate governance. Del resto, lo stesso Marris (1964) sosteneva che non è necessario un'indagine empirica per affermare che il comportamento di un'organizzazione rappresenterà il risultato dell'interazione dei desideri, ideali, etiche e vincoli degli individui o dei gruppi di cui essa si compone.

⁸ Il *purpose* comprende la ragion d'essere, il senso, il significato e l'importanza dei fini che le imprese perseguono. Parlare di *purpose* o di *sense of purpose* esplicita il ruolo/funzione

Dipendenti, azionisti, fornitori, clienti, l'ambiente e le comunità in cui le imprese operano devono essere trattati con rispetto e diventare parte integrante del valore generato da un'impresa. Solo se questa promessa è mantenuta, la prospettiva del “*purpose beyond profits*” assume quella connotazione innovativa che innesci cambiamenti negli approcci e teorie della corporate governance. Questi cambiamenti sono tali da determinare la “*sustainability governance*”, in cui il concetto di sostenibilità si allarga verso la ricerca di una maggiore interdisciplinarietà, che trova collocazione attraverso l'utilizzo di nuove tecniche di misurazione in grado di far emergere un rinnovato approccio culturale alla gestione ed alla vita dell'impresa.

I temi e le considerazioni fin qui evidenziate trovano una giusta ed equilibrata rappresentazione nel presente numero della rivista *Corporate Governance and Research & Development studies*.

Con riferimento al tema della transdisciplinarietà, si segnalano i lavori di Boccardelli (*et al.*) e Ciappei (*et al.*); circa i nuovi metodi di misurazione, interessanti considerazioni emergono dai contributi di Danovi e Maurutto, nonché di Boldreghini e Sancetta; ed infine verso una nuova cultura dell'impresa si segnalano i lavori di Ferlito e Faraci, di Arduino *et al.* e di Miglietta.

Di seguito si riporta un'analisi più dettagliata dei contributi accolti nel presente numero.

Il lavoro di **Boccardelli et al.** si pone l'obiettivo di integrare la teoria delle capacità manageriali dinamiche con la *resource dependence theory*, investigando l'impatto del dinamismo ambientale sul metodo del cambiamento strategico (fusioni e acquisizioni, alleanze strategiche, joint venture) e sull'ampiezza dello stesso (diversificazione di prodotto e geografica). La ricerca evidenzia che una maggiore evoluzione del contesto esterno incoraggia le decisioni strategiche che riguardano la crescita inorganica dell'impresa, piuttosto che quella organica.

Ciappei et al. offrono una reinterpretazione della governance in chiave politica. Gli autori esaminano la Shareholder Theory e la Stakeholder Theory, evidenziando come nella gestione d'impresa l'approccio politico sia sovraordinato a quello etico; in quest'ottica la responsabilità sociale d'impresa diventa un fatto politico e non certo etico. La premessa perseguita è che “(...) l'impresa è un sistema aperto e il management dovrebbe garantire il perseguimento degli interessi di tutti gli attori, sia azionisti che di tutti gli altri poli di interesse”. Tuttavia, il raggiungimento di molteplici interessi non è perseguibile e nell'azione di governance emergono necessariamente dei

dell'impresa nell'evoluzione della società, in quanto attore economico che interagisce con persone, organizzazioni, società e nazioni nell'affrontare le sfide per la sostenibilità. Così facendo si sottolineano, ancora una volta, le interdipendenze tra impresa ed ecosistema di riferimento.

trade-off; in altre parole, tra una pluralità di centri verranno valorizzati quelli con più potere. La stessa teoria degli stakeholder, pur considerando gli interessi della comunità, è principalmente influenzata da aspetti politici e, successivamente, da questioni etiche.

Il contributo di **Danovi e Maurutto** rilegge in chiave aziendalistica la responsabilità degli organi di governance, nel contesto delle procedure concorsuali, evidenziando quanto sia fondamentale accertare che il danno sia obiettivamente la conseguenza dell'attività illecita dell'amministratore, senza che però tale condotta venga isolata e valutata prescindendo dalla logica sistematica che la connette all'istituto-impresa. Nel contributo è significativo il ricorso alla teoria di creazione del valore, che rende più agevole l'emersione di componenti che le regole della contabilità manterrebbero latenti e riporta necessariamente in auge il nesso di causalità tra atti di gestione e performance. Di conseguenza, richiama una misurazione della variazione del valore creato più obiettiva, tanto in termini qualitativi che quantitativi.

Il contributo di **Boldreghini e Sancetta** si propone di indagare le pratiche di governance e gli strumenti di gestione del rischio di credito adottati per rilevare tempestivamente segnali di squilibrio economico e finanziario delle società. Gli autori sostengono che i modelli di *Early Warning System* consentono al sovrasisistema finanziario di farsi promotore della gestione anticipata delle crisi d'impresa, cercando di intervenire con azioni mirate in una fase antecedente al *default*, in seguito al quale ogni intervento di regolarizzazione dei rapporti con l'impresa supportata rischia di essere vano. Da questo punto di vista, il monitoraggio del credito diviene uno strumento di ulteriore supporto alle imprese clienti, in un'ottica di processo virtuoso che punta ad intercettare e gestire prontamente eventuali segnali di squilibrio economico-finanziario, non solamente in un'ottica di mitigazione del rischio (benefici interni), ma di salvaguardia del sistema aziendale/cliente (benefici esterni).

Il contributo di **Ferlito e Faraci** analizza i profili di corporate governance delle organizzazioni ibride soffermandosi sulle società benefit, intese come quelle imprese che *“nell'esercizio di un'attività economica, oltre allo scopo di dividere gli utili, perseguono una o più finalità di beneficio comune e operano in modo responsabile, sostenibile e trasparente nei confronti di persone, comunità, territori e ambiente, beni e attività culturali e sociali, enti e associazioni e altri portatori di interesse”* (L. 208/2015 art. 1 comma 376). Il lavoro si sostanzia nell'esplorare i tre aspetti di governance caratterizzanti un'impresa ibrida con scopo di lucro ossia il bilanciamento di logiche differenti, il monitoraggio delle azioni e dei risultati e la comunicazione esterna, al fine di identificare le azioni da attuare per risolvere le tensioni manageriali insite in tale forma organizzativa.

Il contributo di **Zattoni et al.** pone in discussione il tema della leadership unitaria, investigando la diffusione, nelle imprese quotate italiane, di modelli di leadership condivisa, con particolare riferimento alla presenza di due co-amministratori delegati. Superare l'enfasi culturale sull'individualismo e incoraggiare un orientamento alla leadership condivisa nelle imprese sembra comportare una serie di benefici, come sottolineato dagli autori.

Il contributo di **Miglietta** ripercorre brevemente quanto sia sbagliato sostenere che "le imprese debbano abbandonare l'obiettivo del profitto per perseguire invece finalità ambientali e sociali". Secondo l'autore non è proprio il tempo di un reset degli obiettivi dell'impresa ma semmai di una radicale trasformazione dell'azione dello Stato: inefficiente per la farraginosità normativa e l'incapacità di sanzionare senza perseguire, assente nella costruzione di incentivi di politica economica e industriale capaci di orientare anche le imprese agli obiettivi di CSR e di ESG.

Riferimenti bibliografici

- Barile S. (2000). *L'impresa come sistema: contributi sull'approccio sistemico vitale (ASV)*. Torino: Giappichelli.
- Barile S. (2009). *Management sistemico vitale. Decidere in contesti complessi*. Torino: Giappichelli.
- Barile S., Gatti M. (2007), Corporate governance e creazione di valore nella prospettiva sistemico-vitale, *Sinergie Italian Journal of Management*, 73-74: 149-168.
- Bebchuk L.A., Tallarita R. (2020). The illusory promise of stakeholder governance. *Cornell L. Rev.*, 106, 91.
- Clarke T. (2004). *Theories of corporate governance. The philosophical foundations of corporate governance*, London and New York: Routledge.
- Cucari N. (2018). *Lo shareholder engagement negli studi di corporate governance: Un'analisi empirica mediante la Qualitative Comparative Analysis*. Milano: Franco Angeli.
- Esposito De Falco, S. (2014), *La corporate governance per il governo dell'impresa*, Milano: McGraw-Hill.
- Esposito De Falco, S., Alvino, F., Cucari N., Lepore L. (2019). *Challenges and opportunities in Italian corporate governance*. Sumy: Virtus Interpress.
- Genco P., Esposito De Falco S. (2009). Il governo dell'impresa negli studi economico-aziendali, *Sinergie*, 79.
- Golinelli G.M. (2000). *L'approccio sistemico al governo dell'impresa. La dinamica evolutiva del sistema impresa tra economia e finanza*. Padova: Cedam.
- Golinelli G.M. (2002). *L'approccio sistemico al governo dell'impresa. Valorizzazione delle capacità, rapporti intersistemici e rischio nell'azione di governo*. Padova: Cedam.
- Golinelli G.M. (2005), *L'approccio sistemico al governo dell'impresa. L'impresa sistema vitale*, II ed., Padova: Cedam.

- Golinelli G.M. (2017). *L'approccio sistemico vitale (ASV) al governo dell'impresa. Vol. 1: Verso l'impresa sistema sostenibile*. IV Edizione. Padova: Cedam.
- Macey J.R. (2008). *Corporate governance*. Oxford: Princeton University Press.
- Marris R. (1964). *La teoria economica del capitalismo manageriale*. Torino: Einaudi editore.
- Mastroberardino P., Calabrese G. (2020). *Comprendere l'impresa. Del governo e della gestione*. Milano: McGraw-Hill Education.
- Paniccia P. (2002). *Dinamiche temporali e cognitive nell'approccio sistemico al governo dell'impresa*. Padova: Cedam.

Dinamismo ambientale, esperienza digitale del board e cambiamento strategico delle imprese. L'integrazione tra Dynamic Managerial Capabilities e Resource Dependence Theory

*Paolo Boccardelli**, *Chiara Acciarini***, *Enzo Peruffo****

Ricevuto 30/07/2021 – Accettato 16/09/2021

Sommario

A partire dalla considerazione che il cambiamento strategico rappresenta un tema centrale negli studi di management e strategia, lo studio si propone di investigare le decisioni strategiche delle imprese in contesti caratterizzati da elevati livelli di dinamismo. Inoltre, l'introduzione in letteratura della variabile che misura l'esperienza digitale del board, intesa come rapporto tra membri con esperienza professionale in ambiti digital-related e il totale dei componenti del board, consente di valutare l'impatto sul metodo (fusioni e acquisizioni, alleanze strategiche e joint venture) e sull'ampiezza (diversificazione e internazionalizzazione) del cambiamento strategico. I risultati dimostrano l'associazione non solo tra maggiore dinamismo ambientale e cambiamento strategico delle imprese, ma anche tra esperienza digitale del board e lo stesso cambiamento strategico d'impresa. Le implicazioni teoriche e pratiche consentono di apprezzare il coinvolgimento del board non solo nel controllo, ma anche nella direzione strategica dell'impresa, e di comprendere come le imprese decidano di orchestrare il proprio set di capacità dinamiche per allinearsi ai cambiamenti esterni.

Parole chiave: cambiamento strategico, board, dynamic managerial capabilities, digitale, resource dependence theory, strategia

* Professore Ordinario di Management e Strategie d'Impresa, Università Luiss. Direttore, Luiss Business School. pboccard@luiss.it

** Ph.D. Candidate in Management, Università Luiss. Research Fellow, Luiss Business School. cacciarini@luiss.it

*** Professore Ordinario di Strategie d'Impresa, Università Luiss. Direttore MBA & Executive Education, Business School. eperuffo@luiss.it

Corporate Governance and Research & Development Studies, n. 2-2021
(ISSN 2704-8462-ISSNe 2723-9098, DOI: 10.3280/cgrds2-2021oa12343)

Abstract

Environmental Dynamism, Digital Expertise of The Board, And Strategic Change Of The Firms. The Integration Between Dynamic Managerial Capabilities and Resource Dependence Theory

Starting from the consideration that strategic change represents a key issue in the fields of management and strategy, the study aims to investigate the strategic decisions of firms operating in contexts characterized by high levels of dynamism. Furthermore, the introduction of the variable that measures the digital expertise of the board encourages the evaluation of the impact on the method (mergers and acquisitions, strategic alliances, and joint ventures) and on the scope (diversification and internationalization) of strategic change. The results demonstrate the association not only between greater environmental dynamism and strategic change of the firms, but also between the digital expertise of the board and the same strategic change. The theoretical and practical implications are drawn to appreciate the role of the board in directing the strategic change, and to understand why firms decide to orchestrate their own set of dynamic capabilities to be aligned with the new external environment.

Key words: strategic change, board, dynamic managerial capabilities, digital, resource dependence theory, strategy

1. Introduzione

Il cambiamento strategico rappresenta un tema centrale negli studi di management e strategia (Boeker, 1997; Kunisch *et al.*, 2017; Quinn, 1989; Zajac *et al.*, 2000). Secondo Tushman e Romanelli (1985) il cambiamento strategico rappresenta una marcata discontinuità oppure un ri-orientamento nella vita dell'azienda. Rajagopalan and Spreitzer (1997) e van de Ven and Poole (1995), invece, definiscono il cambiamento strategico una variazione necessaria per garantire l'allineamento tra ambiente esterno e organizzazione. In generale, la letteratura esistente ha dimostrato che le aziende tendono a modificare le proprie strategie per sopravvivere e competere quando accadono eventi inaspettati (Gioia *et al.*, 1994; MacKay e Chia, 2013; Zhang e Rajagopalan, 2010). Ad esempio, il fenomeno della digitalizzazione, la crisi finanziaria 2007-2008, ma anche la recente pandemia da Covid-19, rappresentano esempi di trasformazioni inaspettate e, talvolta, dirimpenti.

Sebbene autori precedenti abbiano fornito indicazioni su quando e perché le aziende perseguano il cambiamento strategico (Boeker, 1989; Carpenter, 2000; Hardy, 1996; Quinn, 1989), le caratteristiche degli attori responsabili e le circostanze che influiscono su metodo e ampiezza del

cambiamento risultano ancora poco esplorate. In particolare, Villagrasa *et al.* (2018) hanno selezionato la crescita organica, le alleanze strategiche, e le operazioni societarie (e.g., fusioni e acquisizioni) quali metodi di crescita del cambiamento strategico; al tempo stesso, gli autori hanno interpretato l'internazionalizzazione, la penetrazione di mercato e la diversificazione quali tipologie di ampiezza del cambiamento strategico.

Helfat (2007) e Sirmon, Hitt (2009) hanno dimostrato che l'orchestrazione di determinate risorse e competenze influisce in modo significativo sul successo dell'impresa; tuttavia, gli stessi autori non hanno considerato lo specifico background professionale delle risorse umane, focalizzandosi piuttosto sul livello di istruzione del capitale umano (Khanna *et al.*, 2014). Ancora, è stato ampiamente esplorato il ruolo dei CEO quali responsabili del cambiamento strategico (Greiner e Bhambri, 1989; Haynes e Hillman, 2010), mentre risulta scarsa l'attenzione nei confronti del board (Müller e Kunisch, 2018). Infine, se da una parte sono stati studiati gli effetti indotti dal cambiamento strategico a livello micro – ad esempio, le dinamiche interne al Consiglio di amministrazione – dall'altra non sono stati considerati gli impatti a livello organizzativo (Åberg e Torchia, 2020; Herrmann e Nadkarni, 2014).

Per colmare i discussi gap di ricerca, il presente studio si pone l'obiettivo di integrare la teoria delle capacità manageriali dinamiche con la *resource dependence theory*, investigando l'impatto del dinamismo ambientale sul metodo del cambiamento strategico (fusioni e acquisizioni, alleanze strategiche, joint venture) e sull'ampiezza dello stesso (diversificazione di prodotto e geografica). Inoltre, a partire dalla considerazione che il ruolo del capitale umano manageriale è cruciale per rilevare e cogliere le opportunità in un mercato in continua trasformazione (O'Reilly e Tushman, 2008), si introduce il concetto di esperienza digitale come moderatore di questa relazione. In particolare, come suggerito da autori come Haynes and Hillman (2010) e successivamente Müller e Kunisch (2018), il focus dello studio è sul board. A tal proposito, il presente studio si riferisce al concetto di capacità manageriali dinamiche (Helfat e Martin, 2014) con lo scopo di verificare l'esperienza di queste figure manageriali nel gestire l'allocazione di risorse critiche in contesti ad elevato mutamento (Augier e Teece, 2009; Kor e Mesko, 2013). Ci riferiamo allo studio di Pershina *et al.* (2019) per definire l'esperienza digitale un fattore essenziale per incoraggiare l'innovazione digitale. In particolare, secondo Pershina *et al.* (2019) rientrano nel concetto di esperienza digitale professioni quali game designer, programmatori, artisti digitali e grafici. All'interno del board, l'esperienza digitale viene da noi associata alla possibilità di ricoprire o di aver ricoperto almeno un incarico rispetto ai seguenti job title: *Chief Technology Officer*, *Chief Technical Officer*, *Chief Information Officer*, *Chief Information Security*

Officer e Chief Information Technology Officer. In aggiunta, rientrano nella categoria “esperienza digitale” le professioni che hanno a che fare con la gestione delle nuove tecnologie, con il mobile, oppure con il commercio online.

Sviluppiamo e testiamo le ipotesi che suggeriscono che il dinamismo ambientale, inteso come tasso di variazione delle vendite annue dell’industry, rappresenta un driver importante del cambiamento strategico, sia in termini di metodo che di ampiezza. Questo perché le imprese tendono a riconfigurare le proprie strategie per adattarsi alle trasformazioni che caratterizzano l’ambiente nel quale operano. Inoltre, si ipotizza che l’inclusione di membri del board in possesso di esperienza digitale riduca l’effetto del dinamismo ambientale sul cambiamento strategico. In questo caso, sosteniamo che quando il board ha acquisito elevati livelli di esperienza digitale, anche se il contesto esterno continua ad evolvere, non c’è più bisogno di cambiare le strategie d’impresa. Secondo tale visione, le imprese tendono a preferire lo sfruttamento delle capacità interne per rispondere alle trasformazioni ambientali.

A partire dalle discusse argomentazioni, le domande di ricerca sono: Qual è l’impatto rispettivamente del dinamismo ambientale e dell’esperienza digitale del board sul cambiamento strategico? In che modo l’esperienza digitale modera la relazione tra dinamismo ambientale e cambiamento strategico?

Per rispondere a queste domande, attingiamo alla letteratura sulle capacità manageriali dinamiche, sulla *resource dependence theory*, e sul cambiamento strategico. Riconciliamo, in particolare, la prospettiva delle capacità manageriali dinamiche con la *resource dependence theory* per sostenere che le imprese adattano le proprie competenze manageriali interne per rispondere a trasformazioni di natura esterna. Pertanto, ipotizziamo che la presenza di membri del board con esperienza digitale possa influenzare la decisione di adottare metodi di crescita inorganici piuttosto che organici (e.g., fusioni e acquisizioni), e di aumentare l’ampiezza del cambiamento strategico (e.g., attraverso la diversificazione).

Al fine di testare empiricamente queste ipotesi, è stato selezionato un sample di 2527 aziende di grandi dimensioni, quotate, ed operanti negli Stati Uniti nel periodo 2005-2019. Sugeriamo che, a parità di altre condizioni, un livello crescente di dinamismo ambientale e di esperienza digitale del board influenza positivamente la probabilità che le imprese: i) adottino metodi inorganici di cambiamento strategico e ii) accrescano l’ampiezza del cambiamento strategico. Inoltre, si sostiene che tali effetti si riducono in presenza di board composti da membri in possesso di esperienza digitale.

2. Framework teorico e sviluppo delle ipotesi

Il presente studio, quindi, teorizza che determinate condizioni esterne (dinamismo ambientale) ed interne (esperienza del board) sono in grado di modellare le decisioni strategiche.

2.1. La relazione tra dinamismo ambientale e cambiamento strategico

Le imprese sono considerate sistemi aperti che tendono ad essere influenzati dall'ambiente esterno (Pfeffer e Salancik, 2009). Tale ambiente può essere caratterizzato da circostanze naturali, ma può anche dipendere da modificazioni sociali e culturali, dal progresso tecnologico o da fatti politici ed economici (Neubauer e Solomon, 1977). La capacità di un'impresa di adattare il proprio set di risorse e competenze alle condizioni esterne è trattato ampiamente dalla letteratura sulla *resource dependence theory* (Burgelman e Grove, 1996; Child, 1972; Grant, 2003; Kraatz e Zajac, 2001; Pfeffer, 1972; Pfeffer e Salancik, 2009; Tushman e Romanelli, 1985).

Alcune ricerche precedenti, infatti, suggeriscono che l'avvento di determinati cambiamenti ambientali incoraggia lo sviluppo di nuove strategie (Child, 1972; Schendel *et al.*, 1976; Tushman e Romanelli, 1985). Pertanto, come discusso, è stata esplorata la relazione tra determinanti ambientali e strategie realizzate (Kotha e Nair, 1995). In precedenza, Leavy (1991) ha analizzato il consolidamento strutturale dell'industria lattiero-casearia irlandese nel periodo 1968-1974 per presentare la relazione tra evoluzione del settore e cambiamento strategico. Nello stesso anno, McArthur e Nyström (1991) hanno selezionato oltre 100 aziende manifatturiere di grandi dimensioni per indagare il rapporto tra ambiente esterno e strategia. Gli autori hanno dimostrato che dimensioni ambientali quali il turnover delle scorte e l'intensità del capitale interagiscono in modo significativo con la strategia d'impresa; pertanto, si suggerisce che le organizzazioni includano considerazioni relative alle condizioni ambientali nei propri progetti futuri. Più di recente, Cao *et al.* (2015) hanno interpretato il dinamismo ambientale come la fonte principale di incertezza per le imprese. Infatti, quando l'ambiente cambia, è più difficile per le aziende pianificare la propria strategia. Pertanto, il dinamismo può essere interpretato come una "imprevedibilità" (Li and Liu, 2014, p. 2795).

In generale, gli studi precedenti che hanno esaminato in che modo il dinamismo ambientale influenza la probabilità che le imprese cambino strategia, hanno principalmente evidenziato gli effetti sulla performance aziendale (Girod e Whittington, 2017). Al contrario, la nostra previsione di base

è che il dinamismo ambientale aumenta la probabilità che le aziende cambino strategia. A partire dall'analisi condotta da Villagrasa *et al.* (2018), il presente studio si propone di sviluppare il costrutto del cambiamento strategico attraverso i *metodi* di crescita e l'*ampiezza* dello stesso (diversificazione di prodotto e geografica).

Pertanto, includendo nei metodi di crescita operazioni straordinarie d'impresa quali fusioni e acquisizioni, alleanze strategiche, e joint venture, e misurando l'*ampiezza* del cambiamento con le strategie di diversificazione di prodotto e di diversificazione geografica, sono formulate le seguenti ipotesi:

Ipotesi 1 – Un maggiore livello di dinamismo ambientale impatta in modo diretto e positivo sulla probabilità che le imprese:

H1a. adottino fusioni e acquisizioni, alleanze strategiche, e joint venture come metodi di crescita del cambiamento strategico;

H1b. modifichino la propria strategia attraverso la diversificazione geografica e di prodotto.

2.2. L'esperienza digitale del board come principale driver del cambiamento strategico

La letteratura esistente ha ampiamente discusso il ruolo di singoli manager o dei team manageriali nei confronti del cambiamento strategico (Augier e Teece, 2009; Helfat e Martin, 2014; Kor e Mesko, 2013; Teece, 2012). In particolare, Adner e Helfat (2003) hanno riconosciuto che la guida esercitata dalle figure manageriali può avere un impatto rilevante sul modo in cui le aziende affrontano le mutevoli circostanze. Il concetto specifico di capacità manageriali dinamiche è stato originariamente introdotto da Adner and Helfat nel 2003, e rappresenta un'evoluzione del framework delle capacità dinamiche sviluppato precedentemente da Teece *et al.* (1997). In particolare, Adner e Helfat (2003) hanno fatto riferimento ai termini di *capitale umano manageriale*, *capitale sociale manageriale* e *cognizione manageriale* per spiegare rispettivamente: i) l'importanza delle competenze pregresse acquisite dai manager nel corso della propria carriera professionale, ii) lo sviluppo delle relazioni tra le diverse figure manageriali, e iii) gli atteggiamenti e le modalità mentali dei manager.

Con riferimento al capitale umano manageriale, il presente studio introduce il concetto di esperienza digitale del board per spiegare la capacità delle imprese di implementare strategie di crescita inorganica e di aumentare l'*ampiezza* del cambiamento. Secondo Dondi *et al.* (2021) l'esperienza digitale in generale comprende l'apprendimento digitale e la capacità di uti-

lizzare computer, ma può anche essere riferita all'utilizzo e allo sviluppo di software, in aggiunta alla comprensione di sistemi digitali (e.g., smart system, cybersecurity). Il presente studio riprende il concetto di esperienza digitale a partire dallo studio di Pershina *et al.* (2019), i quali la definiscono un fattore essenziale per incoraggiare l'innovazione digitale. In particolare, secondo Pershina *et al.* (2019) rientrano nel concetto di esperienza digitale professioni quali game designer, programmatori, artisti digitali e grafici. All'interno del board, l'esperienza digitale viene da noi associata alla possibilità di ricoprire o di aver ricoperto almeno un incarico rispetto ai seguenti job title: *Chief Technology Officer*, *Chief Technical Officer*, *Chief Information Officer*, *Chief Information Security Officer*, e *Chief Information Technology Officer*. In aggiunta, rientrano nella categoria "esperienza digitale" le professioni che hanno a che fare con la gestione delle nuove tecnologie, con il mobile, oppure con il commercio online.

Sebbene la letteratura esistente abbia esaminato l'influenza di determinate conoscenze manageriali sul cambiamento strategico (Helfat e Martin, 2014), l'attenzione si è concentrata prevalentemente sul top management team (Barkema e Shvyrkov, 2007; Hambrick *et al.*, 1996; Wiersema e Bantel, 1992) piuttosto che sul board (Müller e Kunisch, 2018). Inoltre, laddove il ruolo del board è stato esplorato, la ricerca ha evidenziato il relativo impatto in termini di performance aziendale piuttosto che di cambiamento strategico (Khanna *et al.*, 2014). Ancora, gli autori Khanna *et al.* (2014) suggeriscono che è stato studiato livello di istruzione del board in relazione al cambiamento strategico, piuttosto che il background professionale, esplicativo del concetto più ampio di capitale umano manageriale (Helfat e Martin, 2014). Nonostante i precedenti risultati siano edificanti, si rende necessario indagare, come suggerito da Müller e Kunisch (2018), le condizioni che rendono il board responsabile della direzione del cambiamento strategico. Inoltre, si ritiene cruciale analizzare i risultati organizzativi associati all'inclusione di membri con determinate esperienze professionali (Herrmann e Nadkarni, 2014).

Come discusso, l'adozione del framework delle capacità manageriali dinamiche fornisce interessanti spunti in termini di differenze nelle decisioni manageriali e di adattamento ai cambiamenti (Adner e Helfat, 2003). Infatti, Helfat e Martin (2014) suggeriscono che questa teoria è utile per rivelare come i manager influenzano il cambiamento strategico delle imprese. In particolare, lo studio tratta il ruolo del background professionale del board per introdurre il nuovo concetto di *esperienza digitale*. In questo senso, l'analisi si propone di osservare se, nell'ambito della digitalizzazione, la presenza di almeno uno dei membri del board con esperienza digitale aumenta la probabilità che le imprese modifichino le proprie strategie. Questo

argomento è coerente con i presupposti teorici delle capacità dinamiche: il board in possesso dell'esperienza digitale sarà in grado di integrare, adattare e riconfigurare le risorse e competenze interne ed esterne per affrontare le rapide trasformazioni dell'ambiente circostante.

Da tali argomentazioni, deriva la seguente ipotesi:

Ipotesi 2 – Un maggiore livello di esperienza digitale del board impatta in modo diretto e positivo sulla probabilità che le imprese:

H2a. finalizino fusioni e acquisizioni, alleanze strategiche, e joint venture come metodi del cambiamento strategico.

H2b. intraprendano strategie di diversificazione e di internazionalizzazione.

Pertanto, si sostiene che una maggiore presenza di membri del board con esperienza digitale aumenta la probabilità che le imprese crescano in modo inorganico e diversifichino in termini di prodotto e di area geografica. Infatti, si ipotizza che i membri del board in possesso di esperienza professionale digitale siano più inclini ad aprirsi all'ambiente esterno e, quindi, a vagliare opportunità di crescita innovative.

2.3 L'effetto di moderazione dell'esperienza digitale sul cambiamento strategico

Finora, lo studio si è concentrato sull'effetto diretto dell'esperienza digitale del board sul cambiamento strategico delle imprese. Ad integrazione di quanto discusso nelle sezioni precedenti, la variabile "esperienza digitale del board" è stata introdotta come moderatore della relazione tra dinamismo ambientale e cambiamento strategico. In tal caso, si ipotizza che trasformazioni repentine e dirompenti, quali la digitalizzazione, siano in grado di spingere – e talvolta forzare – le imprese a cambiare le proprie strategie, con lo scopo di sopravvivere ai nuovi contesti ambientali. Sebbene la presenza di membri del board con esperienza digitale sia rilevante, non rappresenta comunque una condizione sufficiente per incoraggiare le imprese a crescere in modo inorganico oppure a diversificare. Piuttosto, il ruolo del board può essere quello di supportare le decisioni strategiche, facilitando il cambiamento laddove in alcune realtà aziendali si riscontrassero maggiori ostacoli.

In accordo con Schilke (2014), ipotizziamo che il potenziale delle capacità dinamiche sia maggiore a livelli più elevati di dinamismo ambientale; pertanto, il board avrebbe maggiori occasioni per esercitare efficacemente la propria esperienza professionale quando il contesto esterno varia fre-

quentemente. Ciò significa anche che il board accresce le proprie conoscenze nel tempo, preparandosi così a gestire trasformazioni ed eventi imprevisti.

Pertanto, assumiamo che, avendo le imprese raggiunto elevati e consolidati livelli di esperienza digitale del board, anche se l'ambiente esterno continua ad evolvere e a trasformarsi, non sarà più necessario attuare il cambiamento strategico. Ciò può essere spiegato dal fatto che, pur continuando a modificarsi il contesto nel quale operano le imprese, il board ha acquisito un livello di competenze tali da consentire all'organizzazione di adattarsi ai recenti mutamenti, senza dover per questo adottare nuove strategie.

A sostegno di tali idee, è formulata la seguente ipotesi:

Ipotesi 3 – L'esperienza digitale del board modera:

H3a. negativamente la relazione tra dinamismo ambientale e metodo del cambiamento strategico delle imprese.

H3a. negativamente la relazione tra dinamismo ambientale e ampiezza del cambiamento strategico delle imprese.

3. Metodologia

L'analisi di regressione svolta con panel data ha l'obiettivo di comprendere l'impatto del dinamismo ambientale sul cambiamento strategico dell'impresa. Per la costruzione del dataset sono state selezionate 2527 aziende di grandi dimensioni (> 250 dipendenti nell'ultimo anno disponibile), quotate, attive, e localizzate negli Stati Uniti negli anni 2005-2019. I database Compustat e Refinitiv Workspace sono stati consultati per l'integrazione di dati di carattere finanziario. Zephyr, invece, ha fornito informazioni relative alle fusioni e acquisizioni completate nel periodo di riferimento. Infine, l'utilizzo di BoardEx è stato cruciale per la ricerca di dati sui membri del board, mentre la consultazione dei proxy statement dei board – pubblicati su SEC EDGAR – ha consentito di reperire informazioni sul background professionale dei membri che ne fanno parte.

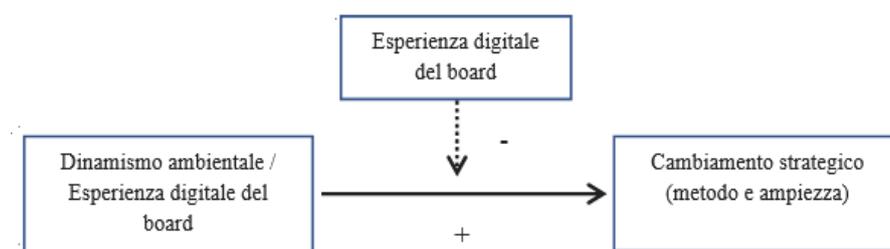
In particolare, per determinare la variabile indipendente – dinamismo ambientale – è stato calcolato il tasso di variazione delle vendite annue dell'industry di riferimento, come suggerito da Boyd (1990) e più di recente da Girod e Whittington (2017). In sostanza, il dinamismo ambientale è stato misurato in funzione della percentuale di aumento delle vendite annuali del settore di riferimento, sulla base del relativo codice SIC. Per misurare l'esperienza digitale del board, è stato utilizzato il software Rstudio con la ricerca – a partire dai proxy statement del board – delle seguenti pa-

role chiave: *online, digital*, technolog*, mobile, electronic*, Chief Technology Officer, Chief Technical Officer, CTO, Chief Information Officer, CIO, Chief Information Security Officer, CISO, Chief Information Technology Officer, e CITO*. Informazioni aggiuntive sui membri del board sono state fornite da una ricerca manuale sui rispettivi profili LinkedIn. La variabile “esperienza digitale del board” è stata poi misurata calcolando la percentuale di membri con background digitale sul totale dei componenti del board (Sarwar Bushra *et al.*, 2018; Whitler *et al.*, 2018).

La variabile dipendente di cambiamento strategico è stata suddivisa in due dimensioni: metodo e ampiezza. Nel dettaglio, il metodo è calcolato attraverso una misura composita che tiene conto del numero di operazioni fusione e acquisizione, di alleanze strategiche e di joint venture finalizzate nel periodo 2005-2019. L’ampiezza del cambiamento strategico, invece, prende in considerazione il livello di diversificazione geografica dell’impresa – misurata in termini di crescita dell’internazionalizzazione (Mayer *et al.*, 2015) – e di diversificazione di prodotto – misurata in termini di crescita della diversificazione (Mayer *et al.*, 2015).

Completano l’analisi variabili di controllo i) relative al *settore*, tra cui la tipologia di industry nella quale l’impresa opera (sulla base dei SIC code), l’intensità della spesa in ricerca e sviluppo, il numero dei competitor, ii) relative all’*impresa*, tra cui la disponibilità delle risorse, la performance espressa dall’indice Tobin’s Q, la dimensione dell’impresa, iii) *individuali*, tra cui la dimensione e l’età media del board. La figura 1 che segue è rappresentativa del modello di ricerca, e la Tabella 1 presenta le statistiche riepilogative descrittive del campione e le relative correlazioni.

Fig. 1 – Modello del cambiamento strategico



Tab. 1 – Statistiche descrittive e correlazioni

TAB. 1A	Crisi finanziaria	Tenure media board	Anni	Codice SIC	Esperienza digitale	Dinamismo ambientale	Ampiezza	Metodo
Osserv.	37815	35190	37815	35490	6600	32955	21364	37815
Media	.8	6.637.793	2012	4.439.786	.1259043	53.591	2.989.009	.3417427
Dev, standard	.4000053	5.303.996	4.320.551	2.002.997	.1752652	5.754.366	1.378.785	1.021.101
Min.	0	0	2005	1	0	(100)	1	0
Max.	1	35.4	2019	9	1	6.804.888	7437	42
Metodo	(0.0190)	0.0727	(0.0138)	0.0442	0.0496	0.0069	0.0211	1.0000
Ampiezza	0.0130	0.0278	(0.0194)	0.0034	(0.0170)	0.0215	1.0000	
Dinamismo ambientale	(0.0415)	(0.0274)	(0.0327)	0.0116	(0.0049)	1.0000		
Esperienza digitale	0.1998	(0.1036)	0.3075	0.0975	1.0000			
Codice SIC	(0.0000)	(0.0356)	0.0000	1.0000				
Anni	0.6944	0.1337	1.0000					
Tenure media board	0.0981	1.0000						
Crisi finanziaria	1.0000							
Stato US								
Numero competitor								
Dimensione board								
Età media board								
Performance impresa								
Dimensione impresa								
Disponibilità risorse								
Intensità ricerca e sviluppo settore								

TAB. 1B	Intensità ricerca e sviluppo settore	Disponibilità risorse	Dimensione impresa	Performance impresa	Età Media board	Dimensione board	Numero competitor	Stato US
Osserv.	13888	21442	26657	27748	29451	15343	33116	34935
Media	.0011116	3.178.384	1.634.609	2.336.415	5.066.151	9.802.516	1.780.991	2.730.872
Dev, standard	.0345059	104.449	6.513.914	1.356.331	3.388.169	2.371.638	3.041.868	1.614.504
Min.	(.002346)	0	0	0	0	1	1	1
Max.	3.236.269	6.085.608	2300	22540	108	33	2516	55
Metodo	(0.0121)	(0.0068)	0.0783	(0.0019)	0.0947	0.0293	(0.0483)	(0.0121)
Ampiezza	(0.0100)	(0.0066)	0.0382	(0.0027)	0.0098	0.0543	(0.0170)	0.0162
Dinamismo ambientale	0.0022	0.0237	(0.0100)	(0.0006)	(0.0204)	(0.0194)	(0.0112)	(0.0069)
Esperienza digitale	0.2730	0.0102	(0.0058)	0.1819	(0.0965)	(0.0828)	0.0429	(0.1725)
Codice SIC	(0.0290)	(0.0494)	0.0424	(0.0093)	(0.0452)	0.0160	0.2830	(0.0307)
Anni	0.0142	(0.0008)	0.0012	(0.0007)	0.0407	0.0163	(0.0098)	(0.0000)
Tenure media board	(0.0256)	(0.0409)	(0.0042)	(0.0101)	0.4490	(0.0015)	0.0142	0.0504
Crisi finanziaria	0.0059	(0.0108)	(0.0001)	0.0028	0.0230	0.0094	(0.0075)	(0.0000)
Stato US	(0.0200)	(0.0295)	(0.0054)	(0.0038)	0.0311	0.0357	(0.0002)	1.0000
Numero competitor	0.0615	0.0585	(0.0682)	0.0020	(0.0233)	0.2502	1.0000	
Dimensione board	(0.0250)	(0.0775)	0.2144	(0.1117)	0.2067	1.0000		
Età media board	0.0035	(0.0229)	0.0657	(0.0147)	1.0000			
Performance impresa	0.0106	0.0114	(0.0021)	1.0000				
Dimensione impresa	(0.0072)	(0.0367)	1.0000					
Disponibilità risorse	0.0647	1.0000						
Intensità ricerca e sviluppo settore	1.0000							

4. Risultati

Come indicato nelle Tabelle 2 e 3, l'analisi di regressione per il panel data¹ mostra l'esistenza di una relazione diretta e positiva (p-value = 0.022) tra dinamismo ambientale e metodo del cambiamento strategico; pertanto, risulta accettata l'ipotesi H1a.

Tab. 2 – Risultati di regressione con panel data (effetti casuali) con metodo del cambiamento strategico come variabile dipendente

Variabili	Modello di regressione	
<i>Numero di osservazioni</i>	2620	
<i>Wald chi2(30)</i>	72.78	
<i>Prob > chi2</i>	0.0001	
R²	0.0813	
	Coefficiente	Deviazione standard
<i>Dinamismo ambientale</i>	.0022318	.0009738
<i>Esperienza digitale del board</i>	.5860885	.2468837
<i>Dinamismo ambientale *esperienza digitale del board</i>	-.0162355	.0072547
<i>Codice SIC</i>	Si	Si
<i>Anni</i>	Si	Si
<i>Crisi finanziaria</i>	Omessa	Omessa
<i>Stato US</i>	.0019617	.0034532
<i>Numero di competitor</i>	.0007593	.0009074
<i>Intensità spesa ricerca e sviluppo del settore</i>	-.5737853	139037
<i>Performance azienda</i>	-.0305825	.018891
<i>Dimensione azienda</i>	.0008393	.0005524
<i>Disponibilità risorse</i>	.0069824	.0139957
<i>Tenure media del board</i>	.0107842	.0107835
<i>Dimensione del board</i>	.04257*	.0219531
<i>Età media del board</i>	-.0012198	.0012811
<i>Costante</i>	.0239203	.2930384

¹ Il test di Hausman ha indicato che la stima degli effetti casuali è stata preferita al suo equivalente degli effetti fissi (Prob>chi2 = 0.2051).

La stessa relazione diretta – con p-value pari a 0.018 – emerge tra le variabili esperienza digitale del board e metodo del cambiamento strategico; quindi, anche l'ipotesi H1b è dimostrata. Ancora, entrambe le ipotesi H2a e H2b sono dimostrate, evidenziando così una relazione diretta e significativamente positiva rispettivamente tra dinamismo ambientale e ampiezza del cambiamento strategico (p-value = 0.006), e tra esperienza digitale del board e ampiezza del cambiamento strategico (p-value = 0.018).

L'effetto di moderazione dell'esperienza digitale del board sulla relazione tra le due variabili risulta negativo sia con riferimento al metodo del cambiamento strategico, in cui si registra un p-value pari a 0.025, sia per quanto riguarda l'ampiezza dello stesso (p-value = 0.028). Anche in questo caso, entrambe le ipotesi H3a e H3b sono accettate.

Tab. 3 – Risultati di regressione con panel data (effetti casuali) con ampiezza del cambiamento strategico come variabile dipendente

Variabili	Modello di regressione	
	Coefficiente	Deviazione standard
<i>Numero di osservazioni</i>	1560	
<i>Wald chi2(30)</i>	76.24	
<i>Prob > chi2</i>	0.0001	
R²	0.0593	
<i>Dinamismo ambientale</i>	2.412.638**	.8722201
<i>Esperienza digitale del board</i>	6.481.172*	3.508.703
<i>Dinamismo ambientale *esperienza digitale del board</i>	-2.105.106**	9.559.829
<i>Codice SIC</i>	Yes	Yes
<i>Anni</i>	Yes	Yes
<i>Crisi finanziaria</i>	Omitted	Omitted
<i>Stato US</i>	120.737***	408.543
<i>Numero di competitor</i>	.0116879	.9252286
<i>Intensità spesa ricerca e sviluppo del settore</i>	207930.1	130395.8
<i>Performance azienda</i>	1.009.124	5.012.228
<i>Dimensione azienda</i>	.082885	.2768881
<i>Disponibilità risorse</i>	1.864.493	20.823
<i>Tenure media del board</i>	-5.141.127	1.400.887
<i>Dimensione del board</i>	4.646.139*	2.505.205
<i>Età media del board</i>	3.195.234*	1.836.957
<i>Costante</i>	2.636.419	4.981.115

5. Discussioni

Lo studio nasce con lo scopo di indagare gli effetti del dinamismo ambientale e dell'esperienza digitale del board sul cambiamento strategico delle imprese. È stato dimostrato che la presenza di elevati livelli di trasformazione dell'ambiente esterno aumenta la probabilità che le imprese adottino fusioni e acquisizioni, alleanze strategiche, e joint venture. In sostanza, una maggiore evoluzione del contesto esterno incoraggia le decisioni strategiche che riguardano la crescita inorganica dell'impresa piuttosto che quella organica. In aggiunta, si registra una maggiore propensione a diversificare non solo in termini di prodotto ma anche di area geografica. Ciò significa che ad elevati livelli di trasformazione ambientale corrispondono strategie di diversificazione e internazionalizzazione. Al tempo stesso, argomentando il ruolo delle figure manageriali quali responsabili delle decisioni strategiche aziendali, è stato dimostrato che un determinato background del board – nel nostro caso, l'esperienza digitale – aumenta la probabilità che le imprese crescano in modo inorganico (tramite fusioni e acquisizioni, alleanze strategiche, e joint venture), che diversifichino il proprio portafoglio, e che si espandano all'estero. Infine, una considerazione importante è legata al fatto che, sebbene l'ambiente esterno continui a modificarsi, oltre una certa soglia, il coinvolgimento di membri del board con esperienza digitale consente all'impresa di adattarsi al nuovo contesto, senza dover ulteriormente cambiare la propria strategia. In sostanza, il board diviene capace di affrontare le nuove sfide, tanto che l'organizzazione decide di non avviare una crescita inorganica né tantomeno una diversificazione di prodotto o area geografica.

6. Limiti dello studio e ricerca futura

Lo studio non è esente da limitazioni, che lasciano spazio a diverse altre promettenti direzioni di ricerca. Innanzitutto, come suggerito da Helfat and Martin (2014), autori successivi potrebbero analizzare l'interrelazione esistente tra capitale sociale manageriale, capitale umano manageriale e cognizione manageriale, a differenza della presente ricerca, che si focalizza sul capitale umano manageriale. Inoltre, la misurazione della variabile indipendente "esperienza digitale del board" – introdotta per la prima volta in letteratura – è frutto di un lavoro manuale ed automatizzato, e quindi non esonerato da errore umano. Poi, ricerche future potrebbero considerare il ruolo della diversità del board, piuttosto che focalizzarsi su un'unica tipologia di esperienza. La presenza dell'esperienza digitale del board, poi, potrebbe essere esaminata in relazione alla capacità dell'impresa di avviare un

cambiamento strategico di tipo digitale. Sebbene, in aggiunta, la ricerca si focalizzi su settori molteplici, potrebbero essere analizzate variabili più specifiche associate a determinati contesti (e.g., banking). Infine, il presente studio non mira ad analizzare il processo di implementazione del cambiamento strategico (Zajac *et al.*, 2000), che meriterebbe una trattazione distinta, limitandosi invece ad investigarne l'avvio.

7. Conclusioni e implicazioni teoriche e pratiche

I risultati della presente ricerca forniscono implicazioni teoriche e pratiche. Anzitutto, l'integrazione tra la teoria delle capacità manageriali dinamiche e la *resource dependence theory* consente di esplorare il ruolo dell'esperienza professionale del board, fino ad oggi poco discusso. In particolare, l'esperienza digitale del board – introdotta per la prima volta in letteratura – viene posta in relazione al cambiamento strategico dell'impresa con lo scopo di comprendere in quali circostanze il board è responsabile dell'avvio del cambiamento strategico. L'unione tra le due teorie dimostra come, in presenza di trasformazioni che caratterizzano l'ambiente esterno (e.g., digitalizzazione), le imprese – attraverso l'orchestrazione delle proprie capacità dinamiche – siano spinte a modificare le proprie strategie, con lo scopo di adattarsi ai nuovi contesti. Inoltre, sebbene la suddivisione del cambiamento strategico in metodo e ampiezza sia stata in precedenza trattata da autori come Villagrasa *et al.* (2018) e Haynes e Hillman (2010), i dati sono stati elaborati qualitativamente, e senza esplorare il ruolo del board bensì quello dei CEO.

In merito alle implicazioni pratiche, i risultati evidenziano la necessità da parte dei professionisti coinvolti nella direzione strategica dell'impresa di prestare una maggiore attenzione alla scelta dei membri del board con determinate competenze ed esperienze professionali, anche con riferimento al contesto nel quale l'azienda opera. Inoltre, se da una parte l'attenzione è stata focalizzata finora sulla composizione del board nel suo complesso, e in particolare sulla diversità in termini di età, tenure, e background formativo (Haynes e Hillman, 2010; Kipkirong Tarus e Aime, 2014) l'esperienza professionale nell'ambito di un determinato settore acquisisce una importanza sempre maggiore. Pertanto, lo studio suggerisce che le aziende non dovrebbero ignorare il ruolo del board in possesso di esperienza digitale nel considerare nuove opportunità strategiche. Interessanti implicazioni per le imprese sono anche rappresentate dal fatto che l'interpretazione e la risposta aziendale a specifiche condizioni ambientali ed elementi organizzativi possono favorire oppure ostacolare il cambiamento strategico. Pertanto, il ruolo sia di fattori interni (e.g., esperienza del board) sia di fattori esterni

(e.g., dinamismo ambientale) incide sugli effetti prodotti in termini di cambiamento strategico delle imprese. Infine, in considerazione della sempre maggiore importanza che ricopre il fenomeno della digitalizzazione, la presenza di membri del board con esperienza digitale potrebbe favorire ed incoraggiare la crescita delle imprese in contesti permeati dallo sviluppo e dall'adozione delle tecnologie avanzate. Si pensi, ad esempio, alle decisioni relative all'allocazione del capitale per la tecnologia, in aggiunta alla necessità di stimolare il dialogo su come le tendenze tecnologiche e digitali possano incidere sulla creazione di valore delle imprese.

Riferimenti bibliografici

- Adner R., Helfat C.E. (2003). Corporate effects and dynamic managerial capabilities. *Strategic Management Journal*, 24(10): 1011-1025. DOI: 10.1002/smj.331
- Augier M., Teece D.J. (2009). Dynamic Capabilities and the Role of Managers in Business Strategy and Economic Performance. *Organization Science*, 20(2): 410-421. DOI: 10.1287/orsc.1090.0424
- Barkema H.G., Shvyrkov O. (2007). Does top management team diversity promote or hamper foreign expansion? *Strategic Management Journal*, 28(7): 663-680. DOI: 10.1002/smj.604
- Boeker W. (1989). Strategic Change: The Effects Of Founding And History. *Academy of Management Journal*, 32(3): 489-515. DOI: 10.5465/256432
- Boyd B. (1990). Corporate linkages and organizational environment: A test of the resource dependence model. *Strategic Management Journal*, 11(6): 419-430. DOI: 10.1002/smj.4250110602
- Burgelman R.A., Grove A.S. (1996). Strategic Dissonance. *California Management Review*, 38(2): 8-28. DOI: 10.2307/41165830
- Cao Q., Simsek Z., Jansen J.J.P. (2015). CEO Social Capital and Entrepreneurial Orientation of the Firm: Bonding and Bridging Effects. *Journal of Management*, 41(7): 1957-1981. DOI: 10.1177/0149206312469666
- Carpenter M.A. (2000). The Price of Change: The Role of CEO Compensation in Strategic Variation and Deviation From Industry Strategy Norms. *Journal of Management*, 26(6): 1179-1198. DOI: 10.1177/014920630002600606
- Child J. (1972). Organizational Structure, Environment and Performance: The Role of Strategic Choice. *Sociology*, 6(1): 1-22. DOI: 10.1177/003803857200600101
- Dondi M., Klier J., Panier F., Schubert J. (2021). *Defining the skills citizens will need in the future world of work*. McKinsey & Co. <https://www.mckinsey.com/industries/public-and-social-sector/our-insights/defining-the-skills-citizens-will-need-in-the-future-world-of-work#>
- Girod S.J.G., Whittington R. (2017). Reconfiguration, restructuring and firm performance: Dynamic capabilities and environmental dynamism: Reconfiguration, Restructuring and Firm Performance: Dynamic Capabilities and Environmental Dynamism. *Strategic Management Journal*, 38(5): 1121-1133. DOI: 10.1002/smj.2543

- Grant R.M. (2003). Strategic planning in a turbulent environment: evidence from the oil majors. *Strategic Management Journal*, 24(6): 491-517. DOI: 10.1002/smj.314
- Hambrick D.C., Cho T.S., Chen M.J. (1996). The Influence of Top Management Team Heterogeneity on Firms' Competitive Moves. *Administrative Science Quarterly*, 41(4), 659. DOI: 10.2307/2393871
- Hardy C. (1996). Understanding Power: Bringing about Strategic Change. *British Journal of Management*, 7(1), S3-S16. DOI: 10.1111/j.1467-8551.1996.tb00144.x
- Haynes K.T., Hillman A. (2010). The effect of board capital and CEO power on strategic change. *Strategic Management Journal*, 31(11): 1145-1163. DOI: 10.1002/smj.859
- Helfat C.E., Martin J.A. (2014). Dynamic Managerial Capabilities: Review and Assessment of Managerial Impact on Strategic Change. *Journal of Management*, 41(5): 1281-1312. DOI: 10.1177/0149206314561301
- Herrmann P., Nadkarni, S. (2014). Managing strategic change: The duality of CEO personality. *Strategic Management Journal*, 35(9): 1318-1342. DOI: 10.1002/smj.2156
- Khanna P., Jones C.D., Boivie S. (2014). Director Human Capital, Information Processing Demands, and Board Effectiveness. *Journal of Management*, 40(2): 557-585. DOI: 10.1177/0149206313515523
- Kipkirong Tarus D., Aime F. (2014). Board demographic diversity, firm performance and strategic change: A test of moderation. *Management Research Review*, 37(12): 1110-1136. DOI: 10.1108/MRR-03-2013-0056
- Kor Y.Y., Mesko A. (2013). Dynamic managerial capabilities: Configuration and orchestration of top executives' capabilities and the firm's dominant logic: Research Notes and Commentaries. *Strategic Management Journal*, 34(2): 233-244. DOI: 10.1002/smj.2000
- Kotha S., Nair A. (1995). Strategy and environment as determinants of performance: Evidence from the Japanese machine tool industry. *Strategic Management Journal*, 16(7): 497-518. DOI: 10.1002/smj.4250160702
- Kraatz M.S., Zajac E.J. (2001). How Organizational Resources Affect Strategic Change and Performance in Turbulent Environments: Theory and Evidence. *Organization Science*, 12(5): 632-657. DOI: 10.1287/orsc.12.5.632.10088
- Leavy B. (1991). A Process Study of Strategic Change and Industry Evolution – the Case of the Irish Dairy Industry, 1958-74. *British Journal of Management*, 2(4): 187-204. DOI: 10.1111/j.1467-8551.1991.tb00026.x
- Li D., Liu J. (2014). Dynamic capabilities, environmental dynamism, and competitive advantage: Evidence from China. *Journal of Business Research*, 67(1): 2793-2799. DOI: 10.1016/j.jbusres.2012.08.007
- Mayer M.C.J., Stadler C., Hautz J. (2015). The relationship between product and international diversification: the role of experience. *Strategic Management Journal*, 36(10): 1458-1468. DOI: 10.1002/smj.2296
- McArthur A.W., Nystrom P.C. (1991). Environmental dynamism, complexity, and munificence as moderators of strategy-performance relationships. *Journal of Business Research*, 23(4): 349-361. DOI: 10.1016/0148-2963(91)90020-X
- Müller J., Kunisch S. (2018). Central Perspectives and Debates in Strategic Change Research: Central Perspectives and Debates in Strategic Change Research, *International Journal of Management Reviews*, 20(2): 457-482. DOI:10.1111/ijmr.12141

- Neubauer F.F., Solomon N.B. (1977). A managerial approach to environmental assessment. *Long Range Planning*, 10(2): 13-20. DOI: 10.1016/0024-6301(77)90116-9
- Pershina R., Soppe B., Thune T.M. (2019). Bridging analog and digital expertise: Cross-domain collaboration and boundary-spanning tools in the creation of digital innovation. *Research Policy*, 48(9): 103819. DOI: 10.1016/j.respol.2019.103819
- Pfeffer J. (1972). Size and Composition of Corporate Boards of Directors: The Organization and its Environment. *Administrative Science Quarterly*, 17(2): 218-228. DOI: 10.2307/2393956
- Pfeffer J., Salancik G.R. (2009). *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*, Nachdr., Stanford, Calif: Stanford Business Books.
- Quinn J.B. (1989). Managing Strategic Change. In Asch D., Bowman C. (Eds.), *Readings in Strategic Management*, London: Macmillan Education UK.
- Sarwar B., Xiao M., Husnain M. Naheed R. (2018). Board financial expertise and dividend-paying behavior of firms: new insights from the emerging equity markets of China and Pakistan. *Management Decision*, 56(9): 1839-1868. DOI: 10.1108/MD-11-2017-1111
- Schendel D., Patton G.R., Riggs J. (1976). Corporate Turnaround Strategies: A Study of Profit Decline and Recovery. *Journal of General Management*, 3(3): 3-11. DOI: 10.1177/030630707600300301
- Schilke O. (2014). On the contingent value of dynamic capabilities for competitive advantage: The nonlinear moderating effect of environmental dynamism: On the Contingent Value of Dynamic Capabilities. *Strategic Management Journal*, 35(2): 179-203. DOI: 10.1002/smj.2099
- Teece D.J. (2012). Dynamic Capabilities: Routines versus Entrepreneurial Action: Routines versus Entrepreneurial Action. *Journal of Management Studies*, 49(8): 1395-1401. DOI: 10.1111/j.1467-6486.2012.01080.x
- Teece D.J., Pisano G., Shuen A. (1997). Dynamic capabilities and strategic management", *Strategic Management Journal*, 18(7): 509-533. DOI: 10.1002/(SICI)1097-0266(199708)18:7<509::AID-SMJ882>3.0.CO;2-Z
- Tushman M.L., Romanelli E. (1985). Organizational evolution: A metamorphosis model of convergence and reorientation. *Research in Organizational Behavior*, Vol. 7, 71-222.
- Villagrasa J., Buyl T., Escribá-Esteve A. (2018). CEO satisfaction and intended strategic changes: The moderating role of performance cues. *Long Range Planning*, 51(6): 894-910. DOI: 10.1016/j.lrp.2017.12.002
- Whitler K.A., Krause R., Lehmann D.R. (2018). When and how Board Members with Marketing Experience Facilitate Firm Growth. *Journal of Marketing*, 82(5): 86-105. DOI: 10.1509/jm.17.0195
- Wiersema M.F., Bantel K.A. (1992). Top Management Team Demography and Corporate Strategic Change. *Academy of Management Journal*, 35(1): 91-121. DOI: 10.5465/256474
- Zajac E.J., Kraatz M.S., Bresser R.K.F. (2000). Modeling the dynamics of strategic fit: a normative approach to strategic change. *Strategic Management Journal*, 21(4): 429-453. DOI: 10.1002/(SICI)1097-0266(200004)21:4<429::AID-SMJ81>3.0.CO;2-%23

Sostenibilità e sistemi di Corporate Governance delle società benefit: il caso Illycaffè

Rosaria Ferlito*, Rosario Faraci**

Ricevuto 20/09/2021 – Accettato 08/11/2021

Sommario

Negli ultimi anni si è assistito alla crescita del numero di organizzazioni ibride, imprese caratterizzate da più domini funzionali e dalla coesistenza di sistemi di valori differenti. Le stesse presentano un modello di corporate governance allargato che richiede l'assunzione di responsabilità nei confronti non solo della proprietà, ma anche verso tutti gli stakeholder. L'obiettivo del presente lavoro si sostanzia nell'esplorare i tre aspetti di governance caratterizzanti un'impresa ibrida con scopo di lucro ossia il bilanciamento di logiche differenti, il monitoraggio delle azioni e dei risultati e la comunicazione esterna, al fine di identificare le azioni da attuare per risolvere le tensioni manageriali insite in tale forma organizzativa. Per far ciò sono state prese in analisi le società benefit che nell'esercizio della propria attività economica oltre allo scopo del profitto perseguono una o più finalità di beneficio comune. Le evidenze empiriche derivanti dall'analisi del caso studio riguardante l'impresa italiana Illycaffè permettono di apportare nuova conoscenza nella letteratura sulla corporate governance e sul sustainability management.

Parole chiave: corporate governance, triplice sostenibilità, organizzazioni ibride, società benefit, duplice mission, case study

Abstract

Sustainability and corporate governance of benefit corporation: the Illycaffè case study

The last few years have been characterized by the growth of hybrid organizations, firms which present multiple functional domains and the coexistence of different value

* Assegnista di ricerca in Economia e Gestione delle Imprese, Università degli Studi di Catania. rosaria.ferlito@unict.it

** Professore Ordinario di Economia e Gestione delle Imprese, Università degli Studi di Catania. faraci@unict.it

Corporate Governance and Research & Development Studies, n. 2-2021
(ISSN 2704-8462-ISSNe 2723-9098, DOI: 10.3280/cgrds2-2021oa12550)

systems. They have an enlarged corporate governance model that requires the assumption of responsibility towards not only the shareholders, but also towards all stakeholders. So, the aim of this paper is to explore the three aspects of governance that characterize a hybrid organization, the balancing of different logics, the monitoring of actions and results and external communication, in order to identify the actions to be implemented to solve the managerial tensions of this organizational model. In order to achieve the research's goal, the authors consider Italian benefit corporations that pursue both profit and common benefit. The empirical evidences deriving from the case study presented about Italian firm, Illycaffè, create new knowledge about corporate governance and sustainability management literature.

Key words: corporate governance, triple sustainability, hybrid organizations, benefit corporation, dual mission, case study

1. Introduzione

Oggi la triplice sostenibilità, economica, sociale e ambientale rappresenta un requisito essenziale dei modelli di business al fine di garantire l'armonia tra impresa e contesto di riferimento (Golinelli, 2013). Questa evoluzione del paradigma aziendale sta creando uno spostamento del focus dell'impresa dalla realizzazione del profitto per gli shareholders alla creazione di valore per gli stakeholders (Barnett, 2007) e, conseguentemente, sta richiedendo l'introduzione di nuovi sistemi di corporate governance.

In linea con ciò, la nostra attenzione è stata posta sulle organizzazioni ibride, imprese che uniscono più domini funzionali e che permettono la coesistenza di sistemi di valori differenti (Doherty, Haugh e Lyon, 2014).

Gli studi precedenti hanno analizzato diversi aspetti dell'ibrido organizzativo, dalla definizione alle implicazioni della duplice mission (i.e. Bruneel *et al.*, 2016), dalle procedure di *accountability* (i.e. Ebrahim, Battilana e Mair, 2014; Nigri, Del Baldo e Agulini, 2020) alla composizione del board (Corsi, Prencipe e Boffa, 2020) e la misurazione delle performance (Ponte *et al.*, 2017) senza però soffermarsi sulle azioni necessarie per garantire una corretta gestione delle sfide derivanti dai profili di corporate governance che lo caratterizzano. Pochi lavori, inoltre, hanno analizzato realtà ibride con scopo di lucro, focalizzandosi principalmente sulle imprese sociali (Murphy e Coombes 2009; Pache e Santos, 2010; Wilson e Post, 2013; Doherty, Haugh, e Lyon, 2014; Ebrahim, Battilana e Mair, 2014).

Conseguentemente, l'obiettivo del presente lavoro si sostanzia nell'esplorare i tre aspetti di governance caratterizzanti un'impresa ibrida con scopo di lucro ossia il bilanciamento di logiche differenti, il monitoraggio delle azioni e dei risultati e la comunicazione esterna, al fine di identificare le azioni da attuare per risolvere le tensioni manageriali insite in tale forma organizzativa.

Per far ciò sono state prese in analisi le società benefit, ossia una nuova forma di impresa simbolo dell'ibrido organizzativo introdotta nell'ordinamento italiano dalla legge di stabilità 2016. Le società benefit nell'esercizio della propria attività economica, oltre allo scopo del profitto perseguono una o più finalità di beneficio comune.

Questa volontà di generare un vantaggio per la società le annovera nell'insieme dell'*imprenditorialità di impatto* (Markman, *et al.*, 2019) di cui fanno parte, ad esempio, anche le cooperative sociali, le imprese sociali e le startup innovative a vocazione sociale. Le società benefit però si collocano oltre le realtà imprenditoriali che sposano unicamente il valore della *corporate social responsibility* in quanto lo scopo non si sostanzia nel produrre profitto prima e distribuirlo poi per finalità sociali o ambientali, ma nel far entrare la sostenibilità sociale e ambientale nel modello di business affinché ne sia positivamente influenzato. Non si parla, dunque, di dualismo, bensì di triplice sostenibilità integrata.

Nel dettaglio, per colmare il gap di ricerca è stato analizzato il sistema di corporate governance della Illycaffè, prima impresa italiana operante nel settore del caffè ad assumere la forma di società benefit e ad ottenere la certificazione B-corp®. L'analisi di un caso di successo consente di fornire nuovi elementi sulla corporate governance nel contesto delle organizzazioni ibride.

Il lavoro è organizzato come segue. Dopo una prima descrizione degli aspetti di corporate governance delle organizzazioni ibride, lo studio approfondisce la metodologia adottata. La seconda parte si focalizza sulle società benefit, evidenziandone le caratteristiche essenziali e lo sviluppo nel nostro Paese. Nella terza parte si propone il caso studio. Infine si dà spazio alle discussioni e alle riflessioni conclusive.

2. I profili di corporate governance delle organizzazioni ibride

L'aggettivo ibrido è utilizzato nella letteratura manageriale per descrivere organizzazioni che uniscono più domini funzionali e che permettono la coesistenza di paradigmi e sistemi di valori differenti (Doherty, Haugh e Lyon, 2014). Negli ultimi dieci anni si è osservato un numero crescente di organizzazioni ibride nate dalla convergenza dei soggetti *for profit* verso la sfera del *no-profit* e/o viceversa. Questo modello aziendale definito "for-benefit" rimette in discussione la logica classica di fare business: le attività svolte per sopravvivere economicamente nel breve termine generano un impatto positivo di lungo periodo sia sul piano sociale che su quello ambientale.

L'economista Lorenzo Sacconi parla di "*un modello di governo societario allargato in base al quale chi gestisce un'impresa ha responsabilità che*

vanno dall'adempimento di doveri nei confronti dei proprietari, a quello verso tutti gli stakeholder dell'impresa" (Sacconi, 2004, p. 2). Alla luce di ciò, un ruolo essenziale è svolto dal sistema di governance che, d'altro canto, inteso come etica e integrità aziendale, trasparenza, correttezza e funzionamento efficace del consiglio di amministrazione, rappresenta uno degli elementi cardine degli indicatori ESG, degli standard GRI e delle metriche introdotte dall'istituto Global compact delle Nazioni Unite.

In particolare, nelle organizzazioni ibride il board manageriale si pone come interfaccia tra l'impresa e l'ambiente esterno con l'obiettivo non solo di supervisione delle attività svolte, ma anche di interpretazione della mission alla luce della variazione delle circostanze di contesto (Ebrahim, Battilana e Mair, 2014). Una governance multistakeholder inadatta potrebbe generare una *mission drift*, ossia un allontanamento dagli obiettivi aziendali per via del conflitto tra il raggiungimento dello scopo sociale-ambientale e la razionalità manageriale che dà priorità agli obiettivi economico-finanziari (Doherty, Haugh e Lyon, 2014).

Gli stakeholder tendono a sostenere attività dall'impatto positivo sul territorio e legittimare comportamenti senza considerare rischi economici e finanziari sostenuti interamente dall'imprenditore. L'impresa infatti potrebbe avere una struttura interna disallineata e inadeguata con quanto richiesto dall'esterno. Il board è, dunque, chiamato a bilanciare le richieste degli stakeholder esterni con le esigenze e le caratteristiche dell'organizzazione interna, garantendo il continuo equilibrio (Haigh e Hoffman, 2012). È suo compito, ad esempio, avvertire l'imprenditore dei pericoli di una crescita richiesta dal contesto esterno che risulterebbe però troppo rapida per l'impresa in relazione alla sua organizzazione interna. (Bruneel *et al.*, 2016).

È necessario, in altre parole, un monitoraggio costante che può avere per oggetto sia i comportamenti di manager e staff, che i risultati finali delle loro azioni. Tale attività tipica della teoria dell'agenzia è in contrasto però con quanto sostenuto dalla *stewardship theory* che spinge per il potenziamento e il miglioramento qualitativo delle attività di selezione e formazione al fine di infondere ai membri dell'organizzazione i valori dell'impresa (Donaldson e Davis, 1991). In questo modo viene meno la conflittualità principale-agente/steward e i manager orientano automaticamente la propria azione verso la soddisfazione del principale (Davis, Schoorman e Donaldson, 1997).

Le continue pressioni da parte dei vari stakeholder su una maggiore trasparenza dell'agire aziendale, inoltre, hanno fatto in modo che la corporate governance delle organizzazioni ibride si occupasse anche della divulgazione delle informazioni di carattere non-finanziario. Si tratta di una *disclosure*, in alcuni casi volontaria, che nasce per cercare di ridurre l'asimmetria informativa tra impresa e attori della rete, per fornire una migliore reputa-

zione sociale all'impresa e una maggiore legittimazione a proseguire la duplice *mission* (Argento *et al.*, 2019). Il rischio maggiore in ambito di business sostenibili è quello del *greenwashing*, ossia che le imprese effettuino una comunicazione cosmetica nel tentativo di apparire più sostenibili di quanto siano nella realtà (Vollero, 2013; De Freitas Netto *et al.*, 2020).

Alla luce dell'analisi della letteratura soprariportata possiamo identificare tre profili di governance: bilanciamento di logiche differenti, monitoraggio delle azioni e dei risultati e comunicazione esterna. Come evidenziato, ogni aspetto include sfide per l'imprenditore e per i manager da cui derivano tensioni manageriali (tabella 1).

Tab. 1 – Profili di corporate governance nelle organizzazioni ibride

PROFILI DI CORPORATE GOVERNANCE DELLE ORGANIZZAZIONI IBRIDE	SFIDE	TENSIONI MANAGERIALI
BILANCIAMENTO LOGICHE DIFFERENTI	<ul style="list-style-type: none"> • Presenza duplice mission: massimizzazione del profitto e massimizzazione benefici sociali e ambientali (impatto positivo o riduzione impatto negativo) 	<ul style="list-style-type: none"> • "Mission drift" (allontanamento dalla duplice missioni): conflitti tra logiche differenti
MONITORAGGIO AZIONI O RISULTATI	<ul style="list-style-type: none"> • Azioni coerenti con gli interessi degli stakeholder esterni e con la struttura e le esigenze dell'organizzazione 	<ul style="list-style-type: none"> • Problemi d'agenzia principale/agente. • Divergenza mission e azioni
COMUNICAZIONE ESTERNA	<ul style="list-style-type: none"> • Trasparenza 	<ul style="list-style-type: none"> • Disclosure volontaria vs disclosure obbligatoria • Asimmetria informativa • Rischio greenwashing

Fonte: elaborazione degli autori.

Nonostante ciò, gli studi precedenti non si sono soffermati sui meccanismi da implementare per affrontare tali problematiche. Inoltre pochi lavori hanno analizzato realtà con scopo di lucro focalizzandosi su imprese con finalità esclusivamente sociali (Murphy e Coombes 2009; Pache e Santos, 2010; Wilson e Post, 2013; Doherty, Haugh, e Lyon, 2014; Ebrahim, Battilana e Mair, 2014). Conseguentemente la domanda di ricerca di questo studio è la seguente: come le imprese ibride con scopo di lucro possono affrontare le tensioni manageriali derivanti dalla necessità del bilanciamento di logiche differenti, dall'esigenza di monitoraggio delle azioni e dei risultati e dalla richiesta degli stakeholder esterni di trasparenza?

3. Metodologia di ricerca

Per rispondere alla domanda di ricerca, lo studio prende in analisi le società benefit (SB), ossia una nuova forma di impresa introdotta nell'ordinamento italiano nel 2016.

Le SB sono obbligate per legge ad effettuare modifiche nella loro governance e questo garantisce la presenza all'interno dell'impresa di meccanismi che si prestano ad essere studiati e teorizzati.

Nel dettaglio, la metodologia utilizzata è l'analisi del singolo caso studio considerata adatta ad affrontare domande sul "come" e sul "perché" (Yin, 1989; Eisenhardt, 1989) e appropriata per comprendere fenomeni complessi. Da un punto di vista pratico, inoltre, il ricorso al caso studio permette di individuare *best practices* replicabili da qualsiasi società benefit e organizzazione ibrida.

Il caso identificato è Illycaffè Spa, impresa che sin dalla nascita si è impegnata per rendere i suoi processi più sostenibili integrando nel modello di business principi quali etica, eccellenza, cultura, trasparenza e responsabilità. La stessa, inoltre, è la prima impresa italiana operante nel settore del caffè ad assumere la forma di società benefit e ad ottenere la certificazione B-corp®. In quanto tale si presta come realtà italiana simbolo dell'ibrido organizzativo e come caso emblematico di successo che coniuga un elevato impegno nel sociale e nella tutela ambientale con ottime performance economiche-finanziarie. Il bilancio 2020, infatti, chiude con un utile netto di 5 milioni, una EBITDA adjusted 57,7 milioni e 446,5 milioni di euro di ricavi (Aida Bureau Van Dick, 2021).

3.1. Raccolta dei dati

I dati raccolti provengono dalla combinazione di diverse tipologie di fonti e questo ha permesso la triangolazione delle informazioni. Una prima fase ha coinvolto dati quantitativi estrapolati dalla banca dati Aida Bureau Van Dick nell'agosto 2021 al fine di effettuare una valutazione sulla rilevanza del fenomeno delle società benefit in Italia. L'obiettivo era quello di avvalorare la scelta di considerare le società benefit come organizzazione ibrida di successo da cui poter partire per generalizzare conoscenza.

Dopo il quadro generale, si è passati alla raccolta delle informazioni riguardanti la Illycaffè consultando il sito web *www.illy.com* al fine di ricostruire la storia aziendale e accedere ai comunicati stampa e ai documenti interni. I dati sull'impresa sono stati desunti anche dalla consultazione della banca dati del quotidiano economico-finanziario *Il Sole 24 ore* (Banca dati 24).

In particolare, per gli aspetti legati alla qualifica di società benefit è stata analizzata la relazione d'impatto 2020 e l'oggetto sociale riportato nel sito www.societabenefit.net, mentre per quelli sulla "struttura di governance della sostenibilità" sono stati analizzati il report "politica di sostenibilità 2030", il "modello di organizzazione, gestione e controllo" e "il codice etico".

Le ultime informazioni a convalida di quanto già acquisito dalle altre fonti sono state raccolte dai comunicati stampa presenti nella sezione "press" del sito internet.

3.2. Analisi dei dati

In linea con la domanda di ricerca, l'analisi dei dati è stata condotta con la finalità di estrapolare le azioni che la Illycaffè mette in atto per ognuna delle tre macro-aree emerse dall'analisi della letteratura: il bilanciamento di logiche differenti, il monitoraggio delle azioni e dei risultati e la comunicazione esterna.

Tra i documenti pubblicati online sono stati analizzati solo quelli contenenti informazioni riportabili ad una o più di tali aree. Per effettuare tale cernita è stato valutato il titolo e l'indice. Nel caso di dubbi interpretativi si è proceduto alla lettura del documento.

Nel dettaglio, la prima analisi ha cercato di estrapolare evidenze relative al bilanciamento della duplice mission dell'impresa. È stato *in primis* esaminato l'oggetto sociale per poi confrontarlo con il contenuto della relazione di impatto. Sono stati visionati, inoltre, i comunicati stampa pubblicati nel sito web dal 2020, data di acquisizione della qualifica di società benefit, ad oggi. Sulla base di tale criterio, i documenti presi in considerazione sono stati tre: il primo risalente al marzo 2020 che sottolinea le motivazioni dietro la scelta di diventare società benefit, il secondo pubblicato nel luglio 2020 che mette in evidenza l'obiettivo di lungo periodo dell'impresa, e il terzo dell'aprile 2021 riguardante l'acquisizione della certificazione B Corp®.

Rimanendo in tema di bilanciamento di logiche differenti, la seconda fase di analisi si è occupata di comprendere la presenza o meno di risorse umane atte a garantire il rispetto di tale equilibrio. Per far ciò si è approfondita la composizione dell'organo di gestione. Il report "politica di sostenibilità 2030" presenta la sezione "governance della sostenibilità" da cui sono emersi i dati ricercati. Anche in questo caso, per ulteriore convalida, sono stati consultati i comunicati stampa pubblicati dal 2019 in poi, anno dell'ultimo rinnovo del CdA. La selezione ha portato all'analisi dei contenuti di un solo comunicato stampa risalente al 30 aprile 2019.

In tema di monitoraggio delle azioni e dei risultati si sono estrapolate le informazioni contenute nel modello di organizzazione, gestione e controllo ed, in particolare, quelle riportate nel capitolo "gli elementi del modello e il

sistema di corporate governance” e quelle presenti nel “codice etico”. Sono in tal modo emersi i principi generali, gli attori del controllo e le modalità di attuazione dello stesso. In base all’analisi della letteratura, altro aspetto ricercato è stato la rilevanza o meno per l’impresa di una adeguata formazione e diffusione della cultura aziendale da affiancare ai meccanismi di controllo. Tali informazioni sono emerse dal “Report di sostenibilità 2019” nella sezione “capitale umano”.

L’ultima analisi ha riguardato il profilo della comunicazione esterna. In questo ultimo caso è stato effettuato l’elenco di tutti i documenti ufficiali pubblicati nel sito internet.

L’ultima fase ha visto la ricognizione di tutte le informazioni raccolte e la discussione delle stesse tra gli autori al fine di arrivare all’elaborazione dei risultati della ricerca.

4. Una nuova forma di organizzazione ibrida in Italia: le società benefit

4.1. Aspetti definitivi

Introdotta nell’ordinamento italiano dalla legge di stabilità 2016 (Legge n. 208 del 28 dicembre 2015, art. 1 commi 376-384), le SB sono imprese che *“nell’esercizio di un’attività economica, oltre allo scopo di dividere gli utili, perseguono una o più finalità di beneficio comune e operano in modo responsabile, sostenibile e trasparente nei confronti di persone, comunità, territori e ambiente, beni e attività culturali e sociali, enti e associazioni e altri portatori di interesse”* (L.208/2015 art. 1 comma 376).

La legge consente la creazione ex novo o la trasformazione in SB di qualsiasi società non prevedendo nessuna deroga alle previsioni del codice civile o delle leggi speciali. Tutti i requisiti richiesti sono obblighi integrativi (Pellegri e Caruso, 2020).

Le SB rientrano a pieno titolo tra le organizzazioni ibride in quanto oltre al raggiungimento del profitto, perseguono la finalità del beneficio comune ossia l’ottenimento di effetti positivi, o la riduzione degli aspetti negativi su tutte le categorie di soggetti che sono coinvolti, direttamente o indirettamente, nell’attività economica. Ne consegue che, ai fini del riconoscimento dello status di SB non è necessario che l’impresa crei nuovi benefici nei confronti degli stakeholders, essendo sufficiente la minimizzazione delle esternalità negative prodotte (Nigri, Del Baldo e Agulini, 2020). Le finalità di beneficio comune devono essere inserite nell’atto costitutivo o nello statuto mediante l’indicazione nell’oggetto sociale.

Generare beneficio comune si traduce nella consapevolezza che l’impresa è inserita in una rete di relazioni tra loro interconnesse che solo se nutrite

secondo principi di etica, in modo responsabile e sostenibile permetteranno di contemperare le necessità degli stakeholder dell’ecosistema (Gazzola *et al.*, 2019). Le SB si trovano, quindi, ad operare con un livello di trasparenza rafforzato che rende ragionevole ritenere che gli amministratori diano conto all’esterno nell’adozione delle loro decisioni. A tal proposito, in capo ad essi è posto l’obbligo di redigere e pubblicare annualmente una specifica relazione denominata relazione d’impatto.

Per il raggiungimento del duplice scopo, dunque, rileva anche la modalità con cui l’impresa conduce la propria attività. Conseguentemente, tale qualifica rappresenta un onere aggiuntivo anche sotto il profilo della governance.

4.2. I numeri delle società benefit in Italia

Avere un quadro generale sul numero di SB presenti in Italia risulta piuttosto complicato non essendoci ancora una sezione speciale del registro delle imprese ad esse dedicata. Il sito internet “*societàbenefit.net*” permette una registrazione volontaria ma, ad oggi, l’elenco presenta poco più di 400 imprese iscritte. Constatato che il 97% delle società benefit italiane è una società di capitali, al fine di effettuare una ulteriore analisi possiamo estrapolare le informazioni dalla banca dati AIDA (Aida Bureau Van Djck, 2021).

In merito all’età media prendiamo in considerazione le informazioni rilevate al 01 agosto 2021. L’età riportata deriva dalla differenza tra la data di costituzione e la data di rilevazione. La tabella espone nel dettaglio i risultati per l’intero aggregato composto da 910 società di capitali SB distinguendole per aree geografiche (tabella 2).

Tab. 2 – Età media società benefit in Italia

Area geografica	Numero	%	Età Media (anni)	Numero di imprese nate SB	%	Numero di imprese trasformate in SB	%
<i>Nord-est</i>	397	44%	6	201	51%	196	49%
<i>Nord-ovest</i>	217	24%	7	114	53%	103	47%
<i>Centro</i>	186	20%	5	120	65%	66	35%
<i>Sud</i>	76	8%	4	41	54%	35	46%
<i>Isole</i>	34	4%	4	28	82%	6	18%
TOT ITALIA	910		6	504		406	

Fonte: elaborazione dati Aida Bureau Van Dick del 01 agosto 2021.

L'età media si attesta a circa 6 anni, leggermente in calo rispetto all'anno precedente a prova del crescente interesse di tale status da parte delle imprese nascenti. Il nord-ovest si pone sopra la media, mentre il sud e le isole non si allontanano molto dal dato nazionale. In linea con ciò, risulta maggiore il numero di imprese nate come SB rispetto a quelle che hanno modificato la loro organizzazione. Rilevante è il dato delle isole che mostra una notevole reticenza delle imprese già presenti sul mercato ad effettuare cambiamenti nel loro paradigma aziendale.

In merito alla dimensione aziendale abbiamo preso in considerazione i ricavi, il numero dei dipendenti e il totale attività. Le SB di cui si hanno queste informazioni sono 560 sulle 902. I dati fanno riferimento ai bilanci chiusi al 31 dicembre 2020. I risultati sono riportati nella tabella che segue (tabella 3).

In merito ai ricavi delle vendite solo le SB con sede legale nel nord-est superano la media che ammonta a poco più di 14.000 migliaia di Euro. Le altre aree si pongono molto al di sotto del dato italiano con i ricavi medi più bassi riportati dalle SB del sud-Italia. Rispetto al numero di dipendenti e al totale dell'attivo di bilancio valgono le stesse considerazioni. Notiamo che il nord-est con più di 24 dipendenti medi e circa 23.000 migliaia di euro di totale attivo di bilancio si discosta in maniera rilevante dalle SB del centro Italia, del sud e delle isole che oscillano dai 5 ai 9 dipendenti medi e un attivo di bilancio che si attesta a circa 3.000 migliaia di Euro.

I dati dimensionali rispecchiano la suddivisione territoriale delle imprese in generale. Sembra non esistere, dunque, una correlazione tra dimensione aziendale e la qualifica delle SB.

Tab. 3 – Dimensione società benefit in Italia

Area geografica	NUM.	RICAVI (migliaia di euro)			DIPENDENTI (unità)			ATTIVITA' (migliaia di euro)		
		MIN	MAX	MEDIA	MIN	MAX	MEDIA	MIN	MAX	MEDIA
Nord-est	253	0	4.171.830	23.518	0	3.489	39	2	3.259.863	23.252
Nord-ovest	135	0	297.054	6.042	0	1.106	24	1	936.484	11.988
Centro	105	0	101.587	3.306	0	105	9	3	378.843	3.647
Sud	53	0	24.868	1.900	0	73	6	3	33.923	3.008
Isole	14	0	24.625	2.849	0	36	5	3	29.803	3.427
ITALIA	560	0	4.171.830	14.027	0	3.489	24	0	3.259.863	14.580

Fonte: elaborazione dati Aida Bureau Van Dick del 01 agosto 2021.

5. Aspetti di corporate governance delle società benefit: il caso “Illycaffè”

5.1. *Illycaffè: il profilo d'impresa in breve*

Nel 1933 Francesco Illy, uomo ingegnoso e cosmopolita decide di fondare a Trieste un'attività imprenditoriale nel settore del cacao e del caffè, materie prime che arrivavano copiose nel porto della città giuliana. Successivamente si focalizzerà solo sulla produzione di caffè apportando in azienda innovazioni e rivoluzioni tecnologiche. È del 1934 il brevetto ottenuto per il sistema di pressurizzazione e del 1935 l'introduzione dell'*illetta*, l'antesignana delle attuali macchine per il caffè professionali.

L'impostazione strategica dell'impresa è chiara sin dagli inizi: “vogliamo essere nel mondo il punto di riferimento della cultura e dell'eccellenza del caffè”.

Nel 1947 arriva in azienda il figlio di Francesco, Ernesto che porrà particolare attenzione alla ricerca scientifica stringendo numerose partnership con istituzioni e università.

A fine anni '80, la Illycaffè entra nelle case degli italiani grazie alla grande distribuzione. La gamma di prodotti man mano viene ampliata riuscendo ad offrire sugli scaffali dei supermercati caffè in grani, miscelato per espresso, miscelato per moka e decaffeinato.

Nel 1982 l'impresa brevetta la macchina selezionatrice digitale realizzata in collaborazione con l'impresa inglese Sortex, che analizza colore e forma dei chicchi per assicurarne la perfezione. Nel 1992 la qualità della miscela viene attestata dall'ottenimento della certificazione “Qualità France” a cui seguirà quella per l'uniformità del processo produttivo, la ISO 9001. L'eccellenza del prodotto viene anche garantita dal processo di approvvigionamento che non utilizza intermediari, ma che prevede un rapporto diretto con i produttori brasiliani.

Nel frattempo si assiste al cambiamento nella mente del consumatore sia del concetto stesso di caffè che passa dall'essere considerato una commodity all'essere percepito come esperienza sensoriale, sia della modalità di consumo. L'impresa con la volontà di cogliere le nuove opportunità di mercato, sotto la guida di Andrea Illy, figlio di Ernesto, nel 1996 lancia la cialda monodose per i consumatori più abbienti che possiedono poco tempo libero per recarsi al bar, nel 2003 introduce il progetto “Espressamente Illy” da cui deriva la rete di punti vendita in franchising “Illy Caffè” e “Illy Shop”, nel 2006 rivoluziona il mondo delle capsule con la “Iperespresso” prodotto coperto da cinque brevetti e due anni dopo introduce, grazie alla collaborazione con Coca Cola, l'*Illy ready-to-drink*, caffè freddo in lattina.

Contemporaneamente, l'impresa continua ad investire in ricerca ed innovazione attraverso la creazione di diversi laboratori: l'Aromalab, il Sensorylab, il Techlab e il Biolab.

Oggi la Illycaffè risulta all'avanguardia anche dal punto di vista digitale. I punti vendita fisici sono integrati da un sistema e-Commerce pienamente attivo in Europa, Sud America, Nord America e Asia.

5.2. L'orientamento alla triplice sostenibilità della Illycaffè: lo status di società benefit

È indubbio che la Illycaffè abbia indirizzato da sempre le proprie strategie verso la triplice sostenibilità: adotta sistemi di gestione ambientale e di ottimizzazione dell'uso dell'energia, effettua ricerca, introduce innovazione e supporta dipendenti, fornitori e comunità locali.

Nel 2020 l'impresa rafforza questo orientamento assumendo volontariamente lo status di SB. Ciò l'ha portata alla cristallizzazione nell'oggetto sociale della volontà di operare come *stakeholder company* perseguendo la condivisione del valore economico generato, la crescita sociale e il rispetto per l'ecosistema (Illycaffè. Comunicato stampa del 4 Marzo 2020). Lo stesso riporta come principio guida «la creazione di valore per tutti gli attori coinvolti lungo la filiera produttiva, attraverso un processo di miglioramento continuo» (www.societabenefit.net).

Questo obiettivo si traduce in tre finalità di beneficio comune: catena responsabile del valore e agricoltura sostenibile, aspirazione alla felicità e qualità della vita, economia circolare e innovazione. La relazione d'impatto 2020 chiarisce il bilanciamento delle due logiche presenti fornendo al suo interno la descrizione degli obiettivi specifici raggiunti nell'anno 2020 e specificando gli obiettivi futuri (Illycaffè. Relazione d'impatto 2020). I tre ambiti d'azione si integrano con il percorso già prefissato dalla Illycaffè che la porterà alla *carbon neutrality* entro il 2033, centenario dalla sua fondazione (Illycaffè. Comunicato stampa del 15 luglio 2020).

La Illycaffè, inoltre, nomina un *benefit officer*, David Brussa, già *sustainability director* dell'impresa, che coordina le relazioni con tutti gli stakeholder, propone la strategia di sostenibilità, redige il relativo piano operativo e riferisce al Comitato di sostenibilità, organo creato ad hoc all'interno del CdA, circa le iniziative promosse in materia di gestione responsabile (Illycaffè. Politica della sostenibilità 2030).

Nell'aprile 2021, l'impresa ottiene la certificazione B Corp®, assegnata alle organizzazioni che si impegnano a rispettare i più alti standard di performance sociale e ambientale, trasparenza e responsabilità e che operano in modo tale da ottimizzare il loro impatto positivo verso i dipendenti, le comunità di riferimento e l'ambiente (Illycaffè. Comunicato stampa del 14 Aprile

2020). Al momento in cui è stato effettuato tale studio è in corso la pubblicazione dei risultati della valutazione BIA (Benefit Impact Assessment) alla base dell'ottenimento della certificazione.

La sintesi dei meccanismi adottati dalla Illycaffè in tema di bilanciamento della duplice mission è riportata nella tabella che segue (tabella 4).

Tab. 4 – Meccanismi di bilanciamento delle logiche differenti della Illycaffè

<i>PROFILI DI CORPORATE GOVERNANCE DELLE ORGANIZZAZIONI IBRIDE</i>	<i>AZIONI DELLA ILLYCAFFÈ</i>
BILANCIAMENTO LOGICHE DIFFERENTI	<ul style="list-style-type: none"> • Modifica e integrazione oggetto sociale • Nomina benefit officer/sustainability director: David Brussa • Presenza comitato esecutivo di sostenibilità

Fonte: elaborazione degli autori.

5.3. Altri aspetti di corporate governance per la sostenibilità della Illycaffè

La Illycaffè oggi è un'impresa globale guidata dalla terza e quarta generazione della famiglia Illy. Nel 2017 sono state confermate le cariche di Andrea Illy come presidente del CdA e di Massimiliano Pogliani come amministratore delegato. Gli studi e le esperienze pregresse dei vertici risultano essere variegati, complementari e idonei per permettere di assumere decisioni informate e per monitorare le azioni intraprese dalle varie aree aziendali (Illycaffè. Comunicato stampa del 30 Aprile 2019).

Il modello organizzativo adottato mira a garantire la massima autonomia e responsabilità di tutti i manager e dei loro team (Illycaffè. Codice etico, 2020). In particolare, per promuovere un miglioramento continuativo del capitale umano vengono applicati sistemi periodici di valutazione delle performance che riconoscono un premio economico e vengono attivati percorsi formativi ciclici. Illycaffè si impegna in tal senso a stimolare le capacità e gli interessi personali dei propri collaboratori affinché trovino realizzazione nel raggiungimento degli obiettivi aziendali. La ricerca e la selezione del personale sono effettuate in base a criteri di oggettività, competenza e professionalità al fine di essere sicuri della possibilità di ottenere la piena autonomia lavorativa (Illycaffè. Report della sostenibilità 2019).

In tema di monitoraggio delle azioni, la Illycaffè è munita di un sistema di controllo interno che si esplica nell'adozione di un "Modello di Organizzazione, gestione e controllo" con il compito di garantire il perseguimento dell'oggetto sociale e nell'istituzione dell'Organo di Vigilanza (OdV) che vigila sull'osservanza del modello e ne comunica l'adozione ai fornitori (Illycaffè. Modello di organizzazione, gestione e controllo).

Ai meccanismi di controllo sopraindicati si aggiungono ulteriori due organi preposti alla supervisione dell'operato del CdA: il collegio sindacale e i comitati esecutivi. Quest'ultimi, costituiti volontariamente, sono composti ciascuno da tre consiglieri indipendenti (Illycaffè. Comunicato stampa del 30 Aprile 2019).

La sintesi delle azioni compiute dalla Illycaffè in tema di monitoraggio è riportata nella tabella che segue (tabella 5).

Tab. 5 – Sistema di monitoraggio azioni/risultati della Illycaffè

PROFILI DI CORPORATE GOVERNANCE DELLE ORGANIZZAZIONI IBRIDE	AZIONI DELLA ILLYCAFFE'
MONITORAGGIO AZIONI O RISULTATI	<ul style="list-style-type: none"> • Selezione e formazione delle risorse • Comitati esecutivi • Modello di Organizzazione, gestione e controllo • Collegio sindacale • Organo di vigilanza

Fonte: elaborazione degli autori.

In tema di comunicazione all'esterno, la Illycaffè ha provveduto volontariamente sia alla redazione della "politica della Sostenibilità 2030" per veicolare i valori, gli obiettivi e gli impegni assunti in tema di sostenibilità (Illycaffè. Politica di sostenibilità 2030) che alla pubblicazione dei report annuali di sostenibilità sostituiti dal 2020 dalla relazione d'impatto.

Tali documenti che si vanno ad aggiungere ai bilanci sociali d'esercizio e consolidati, sottolineano un'attività di *disclosure* sia volontaria che obbligatoria rilevante (tabella 6).

Tab. 6 – Meccanismi di comunicazione esterna della Illycaffè

PROFILI DI CORPORATE GOVERNANCE DELLE ORGANIZZAZIONI IBRIDE	AZIONI DELLA ILLYCAFFE'
COMUNICAZIONE ESTERNA	<ul style="list-style-type: none"> • Bilancio d'esercizio e consolidato • Codice etico • Politica della sostenibilità 2030 • Relazione d'impatto 2020 • Report di sostenibilità

Fonte: elaborazione degli autori.

6. Discussione

Lo studio affrontato evidenzia come nelle società benefit la corporate governance rappresenti un aspetto delicato da trattare soprattutto in termini di bilanciamento di logiche differenti, monitoraggio e comunicazione esterna.

Il caso studio ha permesso di identificare per ciascuno di essi le azioni che potrebbero aiutare a ridurre le tensioni manageriali connesse (tabella 7).

6.1. Bilanciamento logiche differenti

In linea con quanto sostenuto dalla letteratura, il caso studio evidenzia come la Illycaffè con la volontà di cristallizzare il proprio impegno verso la triplice sostenibilità attraverso l'acquisizione dello status di SB ha adattato la gestione bilanciata al contesto in cui opera (Ebrahim, Battilana e Mair, 2014). In particolare, nelle SB l'organo amministrativo ha la più ampia libertà nella definizione del punto di equilibrio tra i diversi interessi in gioco e nel far ciò agisce seguendo principi generali di correttezza gestionale (Pellegrini e Caruso, 2020).

Per evitare problemi legati alla tensione manageriale della “*mission drift*” (Doherty, Haugh e Lyon, 2014) è essenziale che il management disponga di conoscenze e competenze coerenti con entrambe le mission aziendali e complementari tra loro. Tensioni potrebbero nascere quando vengono assunti solo soggetti con forte propensione alle dimensioni sociali e ambientali, mancando risorse dedicate alla comprensione delle esigenze della logica commerciale, e viceversa (Bruneel *et al.*, 2016). In particolare, il caso studio conferma quanto sostenuto dalla letteratura sia in merito alle conoscenze complementari dei manager aziendali, sia in tema di netta separazione delle cariche societarie, ad esempio, con la presenza di un CEO diverso dal presidente del Cda (Dalton *et al.*, 1998).

Nella Illycaffè, inoltre, l'individuazione di altre figure o organi introdotti ad hoc, come il *sustainable director* o il comitato esecutivo di sostenibilità e la presenza di amministratori indipendenti nel Cda, hanno favorito ulteriormente il superamento della tensione manageriale.

6.2. Monitoraggio azione o risultati

In merito al monitoraggio delle azioni svolte dai manager e dalle linee di staff, essere una impresa ibrida vuol dire passare da un paradigma fondato sul controllo e sul risultato ad uno basato sull'autonomia e sull'impatto (Pellegrini e Caruso, 2020). Come osservato anche nel caso della Illycaffè, l'organizzazione ottimale si caratterizza per la libertà d'azione e per l'auto-organizzazione concessa ai suoi membri. Ciò crea una responsabilità personale e favorisce lo sviluppo di un ambiente flessibile. A tal fine, la visione trasformativa e generativa propria delle organizzazioni ibride deve diventare un credo collettivo per tutti i soggetti coinvolti (Donaldson e Davis, 1991).

Come si può evincere dal caso studio, per ridurre il bisogno di monitoraggio continuo risulta necessario un attento processo di reclutamento e di formazione basati sulla cooperazione, sull'autonomia e sull'innovazione (Ebrahim, Battilana, Mair, 2014). Nelle organizzazioni ibride, dunque, bisogna far propri i principi della *stewardship theory* ed integrarli con quelli dell'*agency theory* (Van Puyvelde *et al.*, 2012).

La supervisione infatti in ogni caso è presente, ma non deve essere invasiva. Nella Illycaffè, ad esempio, il controllo sulla correttezza dell'operato degli amministratori e sull'adeguatezza della struttura organizzativa rispetto agli obiettivi viene svolto dall'OdV e dal collegio sindacale.

In tema di monitoraggio dei risultati ai classici KPI è necessario aggiungere indicatori di tipo qualitativo, come le metriche BIA (Benefit Impact Assessment) che consentano di misurare l'impatto creato dallo svolgimento dell'attività economica (Nigri, Del Baldo e Agulini, 2020).

6.3. Comunicazione esterna

Un principio fondamentale per le società benefit è quello della trasparenza che si traduce nel dovere di dichiarare e comunicare all'esterno le proprie azioni e i risultati (Nigri, Del Baldo e Agulini, 2020).

Come riportato nel caso studio, in tema di *disclosure*, la Illycaffè svolge un'intensa attività di comunicazione volontaria diretta agli stakeholder che le permette di ridurre l'asimmetria informativa tra impresa e attori della rete, ottenere una migliore reputazione e una maggiore legittimazione esterna (Argento *et al.*, 2019).

Il fenomeno del *greenwashing* (Vollero, 2013; De Freitas Netto *et al.*, 2020) non costituisce un problema in quanto le SB sono soggette alle disposizioni in materia di pubblicità ingannevole (Dlgs 145/2007), alle disposizioni del codice del consumo (D.Lgs 206/2005) in tema di pratiche commerciali scorrette e al controllo da parte dell'Autorità Garante per la Concorrenza e il Mercato. Non è, inoltre, escluso che i concorrenti contestino il compimento di atti di concorrenza sleale lamentando l'omesso perseguimento dello scopo di beneficio comune o il carattere fuorviante della relazione d'impatto (Pellegrini e Caruso, 2020).

Tab. 7 – Azioni proposte per risolvere le tensioni manageriali

PROFILI DI CORPORATE GOVERNANCE DELLE ORGANIZZAZIONI IBRIDE	SFIDE	TENSIONI MANAGERIALI	AZIONI
BILANCIAMENTO LOGICHE DIVERGENTI	<ul style="list-style-type: none"> • Presenza duplice mission 	<ul style="list-style-type: none"> • Mission drift 	<ul style="list-style-type: none"> • Adozione principi guida di correttezza gestionale • Affidamento degli incarichi a soggetti con competenze complementari tra loro • Affidamento dei ruoli gestionali a più soggetti • Individuazione cariche ad hoc per la mission sociale/ ambientale
MONITORAGGIO AZIONI O RISULTATI	<ul style="list-style-type: none"> • Azioni coerenti con gli interessi degli stakeholder esterni e con la struttura e le esigenze dell'organizzazione 	<ul style="list-style-type: none"> • Problemi d'agenzia principale/agente. • Divergenza mission e azioni 	<ul style="list-style-type: none"> • Selezione attenta del personale • Formazione per infondere cultura aziendale • Controllo non invasivo • Definizione di figure atte al controllo • Definizione di metriche qualitative
COMUNICAZIONE ESTERNA	<ul style="list-style-type: none"> • Trasparenza 	<ul style="list-style-type: none"> • Disclosure volontaria vs disclosure obbligatoria • Asimmetria informativa • Rischio greenwashing 	<ul style="list-style-type: none"> • Pubblicazione periodica e volontaria di report di sostenibilità • Porre attenzione sui contenuti veicolati per non incorrere a sanzioni o perdita di reputazione

Fonte: elaborazione degli autori.

7. Conclusioni

Il presente lavoro ha cercato di dare una risposta sul come le società benefit, realtà simbolo dell'ibrido organizzativo, possono affrontare le tensioni manageriali derivanti da tre specifici profili di governance: il bilanciamento di logiche

differenti, il monitoraggio delle azioni e dei risultati e la comunicazione verso gli stakeholder esterni. In particolare, grazie all'analisi della struttura di governance della Illycaffè è stato possibile definire le azioni da implementare.

Risultano rilevanti le scelte in merito alla composizione dell'area gestionale in termini di risorse assunte e ruoli assegnati, le attività di formazione e *recruiting* del capitale umano, la previsione di figure di controllo per il monitoraggio non invasivo delle azioni, l'istituzione di metriche qualitative coerenti con il settore dell'impresa per la misurazione dell'impatto prodotto dall'attività e la redazione e pubblicazione di report di sostenibilità o relazioni sugli obiettivi a lungo termine con la consapevolezza dell'esistenza di stakeholder esterni con il potere di effettuare in qualsiasi momento controlli in merito alla veridicità delle informazioni diffuse.

I contributi di ricerca del presente lavoro, dunque, sono chiari. Nuova conoscenza viene apportata nella letteratura sulla corporate governance e sul *sustainability management*. A differenza degli studi precedenti viene affrontato in maniera olistica il tema delle soluzioni ai problemi di corporate governance nelle organizzazioni ibride a scopo di lucro. Interessante risulta essere anche il focus sulle società benefit, forma d'impresa di recente istituzione ma che promette una ampia diffusione. Il ricorso al caso studio permette, inoltre, di individuare *best practices* replicabili da qualsiasi società benefit o organizzazione ibrida.

Nonostante ciò, alla luce dei limiti ben noti alla possibilità di generalizzare i risultati ottenuti da un singolo caso studio, sono necessarie ulteriori analisi di altre realtà ibride. Oltre a confutare i nostri risultati con campioni più grandi, la ricerca futura potrebbe trovare utile utilizzare dati derivanti da interviste ai manager delle società benefit selezionate.

Ulteriore limite è dato dalla stessa metodologia. L'approccio del caso studio è stato spesso criticato a causa della sua estrema soggettività nell'interpretazione dei dati raccolti e nella valutazione delle conclusioni. Future ricerche potrebbero utilizzare l'intero campione delle società benefit italiane e applicare metodologie quantitative.

8. Riferimenti bibliografici

- Argento D., Grossi G., Persson K., Vingren T. (2019). Sustainability disclosures of hybrid organizations: Swedish state-owned enterprises. *Meditari Accountancy Research*, 27(4): 505-533. DOI: 10.1108/MEDAR-07-2018-0362
- B-Lab, AssoBenefit (2021). *Elenco società benefit Italia*. In: <https://www.societabenefit.net/elenco-delle-societa-benefit/>
- Barnett M.L. (2007). Stakeholder influence capacity and the variability of financial returns to corporate social responsibility. *Academy of Management Review*, 32, 794-816. DOI: 10.2307/20159336

- Bruneel J., Moray N., Stevens R., Fassin Y. (2016). Balancing competing logics in for-profit social enterprises: A need for hybrid governance. *Journal of Social Entrepreneurship*, 7(3): 263-288. DOI: 10.1080/19420676.2016.1166147
- Corsi C., Prencipe A., Boffa D. (2020). Corporate governance and the choice to take on the hybrid organizational model of the benefit company: evidence from Italy. *Journal of Modelling in Management*, 16(3): 904-921. DOI: 10.1108/JM2-07-2020-0184
- Dalton D.R., Daily C.M., Ellstrand A.E., Johnson J.L. (1998). Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic management journal*, 19(3): 269-290. DOI: 10.1002/(SICI)1097-0266(199803)19:3<269::AID-SMJ950>3.0.CO;2-K
- Davis J.H., Schoorman F.D., Donaldson L. (1997). Toward a stewardship theory of management. *Academy of Management review*, 22(1): 20-47. DOI: 10.5465/amr.1997.9707180258
- De Freitas Netto S.V., Sobral M.F.F., Ribeiro A.R.B., Da Luz Soares G.R. (2020). Concepts and forms of greenwashing: a systematic review. *Environmental Sciences Europe*, 32(1): 1-12. DOI: 10.1186/s12302-020-0300-3
- Doherty B., Haugh H., Lyon F. (2014). Social enterprises as hybrid organizations: A review and research agenda. *International journal of management reviews*, 16(4): 417-436. DOI: 10.1111/ijmr.12028
- Donaldson L., Davis J.H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of management*, 16(1): 49-64. DOI: 10.1177/031289629101600103
- Ebrahim A., Battilana J., Mair J. (2014). The governance of social enterprises: Mission drift and accountability challenges in hybrid organizations. *Research in organizational behavior*, 34: 81-100. DOI: 10.1016/j.riob.2014.09.001
- Eisenhardt K.M. (1989). Building theories from case study research. *Academy of management review*, 14(4): 532-550. DOI: 10.5465/amr.1989.4308385
- Gazzola P., Grechi D., Ossola P., Pavione E. (2019). Certified Benefit Corporations as a new way to make sustainable business: The Italian example. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 26(6): 1435-1445. DOI: 10.1002/csr.1758
- Golinelli G.M. (2013). Il CUEIM e Sinergie per lo sviluppo del territorio: alcune note a margine (CUEIM and Sinergie for the development of territory, some notes. *Sinergie Italian Journal of Management*, 31(Jan-Apr): 3-10. DOI: 10.7433/s90.2013.02
- Haigh N., Hoffman A.J. (2012). Hybrid organizations: the next chapter of sustainable business. *Organizational Dynamics*, 41: 126-134. DOI:10.2139/ssrn.2933616
- Legge Italiana – Codice Civile (2015). *Legislazione società benefit*. Legge n.208 del 28 dicembre 2015, art. 1 commi 376-384.
- Markman G.D., Waldron T.L., Gianiodis P.T., Espina M.I. (2019). E pluribus unum: Impact entrepreneurship as a solution to grand challenges. *Academy of Management Perspectives*, 33(4): 371-382. DOI: 10.5465/amp.2019.0130
- Murphy P.J., Coombes S.M. (2009). A model of social entrepreneurial discovery. *Journal of Business Ethics*, 87: 325-336. DOI: 10.1007/s10551-008-9921-y
- Nigri G., Del Baldo M., Agulini A. (2020). Governance and accountability models

- in Italian certified benefit corporations. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 27(5): 2368-2380. DOI: 10.1002/csr.1949
- Pache A.C., Santos F. (2010). When worlds collide: the internal dynamics of organizational responses to conflicting institutional demands. *Academy of Management Review*, 35: 455–476. DOI: 10.5465/amr.35.3.zok455
- Pellegrini C.B., Caruso R. (a cura di) (2020). *Società Benefit: Profili giuridici ed economico-aziendali*. Milano: EGEA.
- Illycaffè (2019). Comunicato stampa “*ILLYCAFFÈ S.p.A nomina il nuovo Consiglio di Amministrazione*”. 30 aprile 2019. In: <https://www.illy.com/it-it/company/store-eventi/press/comunicati-stampa/illycaffe-nomina-il-nuovo-consiglio-di-amministrazione>
- Illycaffè (2019). *Report della sostenibilità*. In: <http://valuereport.illy.com/>
- Illycaffè (2020). Comunicato stampa “*Illycaffè diventa "Società Benefit" e conferma il suo impegno per il benessere delle persone e del pianeta modificando lo statuto*”. 4 marzo 2020. In: <https://www.illy.com/it-it/company/store-eventi/press/comunicati-stampa/illycaffe-societa-benefit>
- Illycaffè (2020). Comunicato stampa “*175 tonnellate l'anno di plastica in meno: illycaffè lancia il progetto #OneMakesTheDifference con l'obiettivo di diventare carbon neutral entro il 2033*”. 15 luglio 2020. In: <https://www.illy.com/it-it/company/store-eventi/press/comunicati-stampa/sostenibilita-one-makes-the-difference>
- Illycaffè (2020). *Politica della sostenibilità 2030*. In: http://valuereport.illy.com/pdf/Politica_della_sostenibilita_2030_ITA.pdf
- Illycaffè (2021). Comunicato stampa “*Illycaffè diventa B Corp*”. 14 aprile 2021. In: <https://www.illy.com/it-it/company/store-eventi/press/comunicati-stampa/b-corp>
- Illycaffè (2021). *Modello di organizzazione, gestione e controllo*. In: <https://www.illy.com/it-it/societa-illy-caffe>
- Illycaffè (2021). *Relazione d'impatto 2020*. In <https://www.illy.com/it-it/societa-illy-caffe>
- Ponte D., Pesci C., Camussone P.F. (2017). Between mission and revenue: measuring performance in a hybrid organization. *Managerial auditing journal*, 32(2): 196-214. DOI: 10.1108/MAJ-11-2015-1276
- Sacconi L. (2004). Corporate Social Responsibility (CSR) as a model of Extended Corporate Governance: an explanation based on the economic theories of social contract, reputation and reciprocal conformism. *LIUC, Ethics, Law and Economics Paper*, (142), suppl. DOI: 10.2139/ssrn.514522
- Van Puyvelde S., Caers R., Du Bois C., Jegers M. (2012). The governance of non-profit organizations: Integrating agency theory with stakeholder and stewardship theories. *Nonprofit and voluntary sector quarterly*, 41(3): 431-451. DOI: 10.1177/0899764011409757
- Vollero A. (2013). Il rischio di greenwashing nella comunicazione per la sostenibilità: implicazioni manageriali (Greenwashing risk in sustainability communication: managerial implications). *Sinergie Italian Journal of Management*, 31(Sep-Dec): 3-23. DOI: 10.7433/s92.2013.02
- Wilson F., Post J.E. (2013). Business models for people, planet (& profits): exploring the phenomena of social business, a market-based approach to social value creation. *Small Business Economics*, 40: 715–737. DOI: 10.1007/s11187-011-9401-0
- Yin R.K. (1989). *Case study research: Design and methods*. Sage Publications.

ESG, CSR, Shareholder value: non è il momento per un reset del capitalismo

*Angelo Miglietta**

Ricevuto 04/10/2021 – Accettato 11/11/2021

Sommario

Recentemente si è assistito ad una crescente attenzione agli interessi di tipo sociale e valoriale che riguardano l'impresa. Tra questi certamente meritano una menzione speciale le tematiche relative a *Environment, Social and Governance* e di *Corporate Social Responsibility*, che oggi permeano i mass media e influenzano il sentire comune: fino al punto di sostenere che le imprese debbano abbandonare l'obiettivo del profitto per perseguire invece finalità ambientali e sociali. Nel lavoro si dimostra quanto sbagliata e pericolosa, perché contraria all'interesse generale, risulti tale posizione. Così, attraverso un percorso argomentativo, si riconcilia la *shareholder theory* con la *stakeholder theory*, dimostrando che la ricchezza prodotta dall'impresa non è un bene di cui beneficiano solo gli azionisti ma tutta la società nel suo insieme, e che ciò è possibile solo se viene perseguito l'obiettivo di ottimizzazione, e non necessariamente massimizzazione, della creazione di valore per gli azionisti. Emerge come corollario rilevante la necessità di un opportuno intervento regolatore dello Stato, senza il quale il perseguimento degli obiettivi di interesse generale può essere realizzato solo marginalmente, con poca efficienza e in modo arbitrario da parte del management.

Parole chiave: shareholder theory, stakeholder theory, ESG, CSR, statalismo, capitalismo

Abstract

ESG, CSR, Shareholder value: it is not time for a reset of the capitalism

Recently there has been a growing attention to the social and value-related interests involving companies. Among these, the issues relating to Environment, Social and

* Professore Ordinario di Economia e gestione delle imprese, Università IULM di Milano.
angelo.miglietta@iulm.it

Corporate Governance and Research & Development Studies, n. 2-2021
(ISSN 2704-8462-ISSNe 2723-9098, DOI: 10.3280/cgrds2-2021oa12675)

Governance and Corporate Social Responsibility, which today permeate the mass media and influence the common feeling, certainly deserve a special mention: even arguing that companies must abandon the goal of profit to pursue social and environmental purposes. The paper shows how wrong and dangerous this statement is, because it is contrary to the general interest. Thus, through an argumentative reasoning, the shareholder theory is reconciled with the stakeholder theory, demonstrating that the wealth produced by the company is not an exclusive benefit of the shareholders but for the society as a whole. This is possible only if the objective of optimizing, instead maximizing, the value creation for shareholders is pursued. The need for an appropriate regulatory intervention by the State emerges as a relevant corollary. In fact, without a proper State intervention the pursuit of objectives of general interest can be achieved only marginally, inefficiently and in an arbitrary manner by the management.

Key words: Shareholder theory, Stakeholder theory, ESG, CSR, Statalism, Capitalism

1. Premesse e domande di ricerca

Da un po' di tempo, ma con particolare e crescente vigore più di recente, prende forma l'idea che quella che è considerata la finalità dell'impresa nella teoria neoclassica e poi rivisitata alla luce della teoria della finanza, in particolare dal Nobel Milton Friedman (1962), cioè fare profitti (o anche, in questa accezione, creare valore per i propri azionisti), non sia né corretta, né accettabile nelle società contemporanee. La finalità corretta, validata oltretutto da ragioni etiche (e perciò superiori a quelle economiche per definizione), sarebbe invece quella di prestare attenzione a tutti coloro che sono portatori di un interesse (non solo economico, anzi in genere di tipo sociale o valoriale) nei confronti dell'impresa, sia singolarmente intesi, sia come collettività. A ciò si è aggiunto il tema della sostenibilità e dell'attenzione all'ambiente ritenuto prodromico allo sviluppo sostenibile ed etico, sovente riassunto dal c.d. rating di sostenibilità utilizzato per misurare in via sintetica l'impatto ambientale, sociale e di governance delle aziende.

In Occidente le tematiche relative a *Environment, Social and Governance* (d'ora in poi indicate come ESG) sono ormai unanimemente ritenute tra quelle più rilevanti che le imprese devono affrontare nel tempo di rinascita che segue la pandemia. L'interesse verso i parametri e i criteri ESG è divenuto quindi sempre più popolare tra le imprese in quanto strumento utile a ingenerare un'opinione positiva da parte del pubblico esterno. Se l'orientamento era già chiaro prima, con l'enfasi sulla *Corporate Social Responsibility* (CSR) e ancor prima con la formulazione della *stakeholder theory*, esso ha sperimentato un'accelerazione per un intervento tanto sorprendente quanto inatteso della *Business Roundtable* (Harrison *et al.*, 2020). Infatti, il

19 agosto, dopo ben 22 anni dal precedente documento, è stato annunciato il rilascio di un nuovo *Statement*, cui hanno aderito 181 Amministratori Delegati delle principali società americane, contenente l'impegno a guidare le proprie aziende a beneficio di tutti gli *stakeholder*: clienti, dipendenti, fornitori, comunità e azionisti (Signori, 2020)¹.

Non si può non notare qualche cosa di simile nel nuovo progetto di “Prosperità condivisa” lanciato dal Presidente Xi Jin Pig in Cina. Certo i metodi cinesi sono ben diversi da quelli del nostro mondo libero, e i modi della gioiosa “volontarietà” dell'adesione dei grandi imprenditori al progetto sarebbero testi per una commedia, se non fosse invece una nuova tragedia della libertà in un sistema totalitarista e profondamente illiberale, secondo le migliori rappresentazioni di Dürrenmatt (1971) o di Kundera (1995).

L'attenzione mediatica sul tema è particolarmente alta e il rischio che gli aspetti di “rappresentazione”, soprattutto ideologica, occupino il campo è elevato e crescente. Le correnti ideologie populiste, alimentate anche attraverso la rappresentazione dilagante nei social media, hanno reso la contaminazione informativa virale, pervasiva e immediata. Questo ha portato le imprese stesse a dover considerare prioritarie azioni sempre più frequenti di contrasto nei confronti di *fake news* ritenute talmente credibili da riuscire a innescare pericolosi movimenti di propaganda collettiva.

Una comunicazione orientata alla rappresentazione (tele)guidata ideologicamente può impedire purtroppo il perseguimento degli obbiettivi di ESG in modo razionale in quanto fondato sui dati e le evidenze scientifiche. C'è il rischio che una comunicazione orientata a evocare emozioni potrebbe portare a risultati controproducenti rispetto alle finalità, in particolare con riferimento alle tematiche ambientali e di contrasto al cambiamento climatico.

È a rischio, se non gestita con razionalità, la percezione dell'impresa come attore determinante e insostituibile della creazione del benessere collettivo attraverso regole di libero (e regolato) mercato. Con conseguenze potenzialmente drammatiche per la società, che vedrebbe precipitare la produttività e la disponibilità di beni e servizi per tutti.

Nella prospettiva dell'impresa emergono dunque due aspetti sfidanti, senza la cui soluzione è a rischio la sua stessa sopravvivenza: la capacità di comunicare verso l'interno e verso l'esterno.

Internamente è strategico comunicare la sostenibilità nella prospettiva di attenzione alla speciale categoria di *stakeholder* rappresentata dai dipendenti. Parallelamente è fondamentale comunicare il proprio contributo al Bene

¹ Cfr. <https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-the-purpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans> Il prestigioso settimanale “The Economist” vi ha dedicato la copertina il 24 agosto 2019. Si veda anche il successivo paragrafo 2.

comune all'esterno il proprio *commitment* sulla sostenibilità nella prospettiva sia della responsabilità sociale, ma anche delle politiche di marketing per la creazione di vantaggio competitivo.

Alla luce di queste evidenze, provo quindi a ragionare su questi aspetti, non perché animato dal desiderio di affermare il primato ideologico di una visione basata sulla creazione di valore azionario nel quadro del libero mercato rispetto a un'altra, attenta al sociale e alla giustizia distributiva e all'ambiente (*shareholder theory versus stakeholder theory*):

1. Quali devono essere in un sistema democratico e liberale le finalità dell'impresa e perché è necessario che essa agisca in modo conforme al perseguimento di tali finalità, proprio nella prospettiva dell'interesse della società nel suo complesso?
2. Il "buon manager" orientato al sociale invece che al valore è davvero un eroe senza macchia che supera l'egoismo avido del profitto o è piuttosto un astuto *broker* di emozioni di moda che fa *window dressing e green washing*?
3. Perché il valore creato è anche condizione imprescindibile per la sostenibilità dell'impresa e quindi
4. Non bisogna di conseguenza riconoscere l'inesistenza di un *trade off* fra *shareholder e stakeholder theory*, così caro agli avversari della prima?

Per rispondere a tali quesiti dapprima richiamerò in modo essenziale le critiche alla teoria di creazione di valore per gli azionisti, in particolare enfatizzando gli ultimi aspetti emersi nel dibattito. Ciò consentirà di liberare il campo da numerose criticità che, è intento dimostrare, non sussistono se non nella (forzata) rappresentazione ideologica che se ne vuole dare, con (l'apparente) consenso persino dei *CEOs* della *Roundtable*. Sarà quindi utile riaffermare con chiarezza il senso, inteso come causa e giustificazione, dell'esistenza dell'impresa, che nel dibattito è ormai completamente assente. Esso, come vorrei riuscire a dimostrare, ha invece un valore fondamentale prima di tutto in una prospettiva etica, perché orientato alla produzione di Bene Comune. E in particolare si dimostrerà che ciò è possibile solo se viene perseguito l'obiettivo della creazione di valore per gli azionisti, beninteso nel rispetto delle regole. Seguirà quindi un richiamo a un'altra tematica che, nonostante il suo rilievo (pari alla comprensione del senso dell'esistenza dell'Impresa), è presente nel dibattito in modo debole – quasi sussurrato si direbbe – e soprattutto mistificato. Intendo il ruolo fondamentale dello Stato, che nelle democrazie liberali ha tre compiti che ne consentono l'esistenza: a) definire il quadro normativo e delle regole, b) farle rispettare, e c) operare interventi di redistribuzione della ricchezza per perseguire solidarietà, giustizia sociale, ma anche generare il consenso sociale. In particolare enfatizzando l'importanza che sia lo Stato a operare in tali ambiti e non l'impresa privata, altrimenti piegata a compiti che causerebbero

distruzione di valore per la società nel suo complesso. In chiusura tratterò il tema dell'attenzione dell'impresa (che deve essere gestita nella prospettiva della creazione del valore azionario) per le tematiche ambientali e sociali. L'intento è dimostrare che è nell'interesse dell'impresa, per perseguire i suoi obiettivi, mostrare attenzione e sensibilità sia ai temi ambientali, sia a quelli sociali, non in *trade off* con la creazione di valore, ma creando il sistema di relazioni di clientela e di fiducia delle sue persone che è condizione imprescindibile per il suo successo.

2. L'assedio pluridecennale alla shareholder theory: è finalmente scacco matto?

Nel 1962, con il suo scritto magistrale "Capitalismo e Libertà", Milton Friedman ribadiva con lucidità un concetto alla base del capitalismo basato sul libero mercato, che ha costruito la stagione di prosperità, sviluppo e progresso che ha segnato gli ultimi 200 anni di storia dell'umanità: "c'è una e una sola responsabilità sociale dell'impresa: avvalersi delle proprie risorse e svolgere attività miranti ad accrescere i suoi profitti, a patto, ovviamente, di rispettare le regole del gioco, vale a dire entrare in concorrenza aperta e libera con gli altri soggetti presenti sul mercato, senza inganni o frodi".

Malvista dagli ambienti che si definiscono progressisti, in contrapposizione con tutta l'impostazione liberale del pensiero di Friedman (perciò forse definito liberista, essendo inaccettabile la valenza positiva "liberale"), tale visione ha trovato un primo importante momento di attacco concettuale con l'opera di Edward Freeman (1984), che ha introdotto la visione della *stakeholder theory*, ponendola in contrapposizione antitetica con la *shareholder theory*.

In particolare Freeman ritiene che al centro dell'attività del buon *management* vi sia l'attenzione verso le interrelazioni che intercorrono fra tutti coloro (intesi come categorie) che hanno un interesse nell'attività e nello svolgimento della vita dell'impresa. E quindi non solo gli azionisti-investitori, come per la *shareholder theory*, ma anche (e soprattutto) i clienti, i lavoratori, le comunità nel cui ambito fisico e culturale sono ubicate le attività dell'impresa e in definitiva lo Stato nel suo insieme. Inoltre, sostiene Freeman, l'impresa dovrebbe creare valore per tutti i suoi *stakeholder*, e non solo per gli azionisti investitori. Va enfatizzato il fatto che la tesi si pone proprio in contrapposizione con la *shareholder theory*, evidentemente postulando che il valore prodotto da un'impresa è un dato fisso e che il successivo processo di distribuzione non può che svolgersi in un ambito alternativo e perciò in una prospettiva antagonista e, si potrebbe dire, di lotta tra categorie di *stakeholder*, parafrasando il concetto di classe marxiano.

A partire da quel momento, anche alla luce dei fallimenti attribuiti ai mercati finanziari e al capitalismo con la crisi finanziaria del 2008, si sono accresciute le critiche all'impostazione originale, anche sulla spinta di un diffuso sentimento avverso alla globalizzazione, nonostante i progressi senza precedenti nello sviluppo dell'economia mondiale e del benessere, pur in presenza dell'ampliamento della concentrazione della ricchezza².

Lo scacco "al re" alla *shareholder theory* viene certamente dalla ricordata posizione dei *CEOs* della *Business Roundtable*, riportata dall'"*House organ*" del capitalismo, il *Financial Times* che, nella sua edizione del 18 settembre 2019, riportava in prima pagina un articolo "riparatore" dal titolo tanto forte quanto inequivoco e inatteso: *Capitalism. Time for a Reset*. Con un commento di Lionel Barber, Direttore della testata, secondo il quale era ormai tempo di cancellare la *shareholder theory* e conseguentemente di smettere di considerare la massimizzazione dei profitti come obiettivo dell'impresa. Sullo stesso giornale, forse come brillantemente dice Debenedetti (2021) pensando «di avere temuto di passare da Bibbia del mercato a Corano del Socialismo» (p. 13) scrive poi il giornalista Jesse Fried pochi giorni dopo un articolo dal titolo "Gli *shareholder* vengono sempre prima ed è un bene che sia così".

Certamente a dare nuova energia alla guerra contro la *shareholder theory*, oltre alla tematica sociale, è stata anche la questione ambientale. Essa è ormai percepita come un problema di portata globale e potenzialmente in grado di fare implodere la civiltà in breve tempo, una catastrofe che, a differenza di quella nucleare, non è un rischio ma un destino ineludibile a tempi brevi se non si interviene rapidamente e drasticamente³. All'impresa viene imputata grande responsabilità anche sotto questo aspetto, se non altro perché è nel suo ambito che si svolge l'attività di trasformazione, per sua natura energivora. Questo nuovo aspetto, oltre ad avere ulteriormente peggiorato il giudizio comune sull'impresa orientata alla massimizzazione del profitto, che viene vista come predatrice, ha reso ancora più intenso il dibattito sulla responsabilità dell'impresa. E infatti dopo l'introduzione dei temi di CSR nel dibattito, con pressione crescente, trova sempre più spazio anche il tema ambientale, come dimostra l'introduzione dell'ESG. Il dibattito su questo tema,

² I dati che supportano tale affermazione (e parimenti smentiscono quella contraria alla globalizzazione) sono riportati da Franco Debenedetti (2021) (pp 14-16). Voglio ringraziare Franco Debenedetti per i numerosi stimoli grazie ai quali, anche confortato dalla ricerca riportata nella sua ultima opera, ho potuto dare ordine a lunghi anni di studio e riflessioni su questi temi ed esporre quindi le mie riflessioni in questo scritto.

³ Sperando che se esiste una causa del surriscaldamento globale che non è imputabile all'azione antropica (di cui solo i negazionisti dubitano), essa non sia di portata tale da portare comunque a una correzione delle condizioni ambientali. Si veda al riguardo, per un approccio scientificamente fondato, Pascal Acot (2004).

in particolare nella prospettiva dell'impresa e di come essa debba conformare i suoi comportamenti per perseguire tale finalità, è diventato sempre più intenso e aperto, con un crescente interesse del mondo della finanza. Ciò potrebbe portare a un orientamento teso a favorire il finanziamento di quelle imprese e di quegli investimenti che sono consistenti con l'obiettivo del miglioramento del rispetto dell'ambiente. Per completezza, va detto che emerge un certo scetticismo fra gli addetti ai lavori sull'opportunità di approcciare l'ambiente secondo gli schemi proposti dall'ESG, e in particolare quelli che sembrano prevalere nel mondo dei grandi gestori di patrimoni⁴.

A prescindere dal tema dell'ESG, resta il fatto che è davvero fortissima la pressione sulle imprese perché abbandonino l'orientamento al profitto e alla creazione di valore per gli azionisti, al fine di abbracciare comportamenti più rispettosi degli interessi degli *stakeholder*. La letteratura è immensa, e qui ho solo voluto richiamare le questioni di fondo sul tappeto, nell'economia di questo lavoro⁵.

Certamente i propositi della CSR e dell'ESG, e anche quello di estendere a tutti gli *stakeholder* i benefici dell'attività svolta dall'impresa, sono pienamente condivisibili. Il problema però, ed è il tema di questo scritto, è quello di valutare le conseguenze di questa scelta proprio in termini di benessere della collettività. Non solo perché saggezza vuole spesso che “la strada dell'inferno sia costellata di buone intenzioni”, ma perché, come mi accingo a dimostrare nel prossimo paragrafo, senza perseguire più che il profitto la creazione di valore per i propri azionisti, nel nobile intento etico di beneficiare gli *stakeholder* (oltretutto più simpatici degli *shareholder* che, se fanno tale attività, è perché sono ricchi e quindi privilegiati), si finisce per impedire e compromettere il compito fondamentale dell'impresa nel sistema economico e per la società: produrre ricchezza nel modo più efficiente ed efficace, quindi dando il massimo valore aggiunto alle risorse (scarse) che essa è

⁴ Secondo Tariq Fancy, che all'inizio del 2018 fu nominato direttore della divisione *Sustainable investments* di BlackRock, per poi dimettersi un anno dopo (evidentemente deluso), la finanza sostenibile è “Una distrazione mortale”. Un placebo per curare una grave malattia. Sul suo diario online sta pubblicando un documento in tre parti, finora è disponibile solo la prima, che mette in discussione tutta l'impalcatura della finanza sostenibile. In tal modo si pone in contrasto con l'impostazione cara al potente CEO di BlackRock, Larry Fink. Si badi, Fancy è tutt'altro che poco sensibile alle tematiche ambientali. Ritiene infatti che siano necessari interventi ben più rilevanti e stringenti, necessariamente per mano dell'intervento pubblico, trattandosi di materia di Bene comune. In particolare inasprendo la *carbon tax*. Viceversa, appunto, si tratta di misure placebo che non solo non possono risolvere il problema, ma purtroppo lo aggraverebbero per l'indotta mancanza di stimoli ad agire incisivamente, appagati dall'aver fatto apparentemente bene per l'ambiente. Si veda D'Angerio V. (2021) “La sostenibilità? «È un placebo». L'accusa dell'ex BlackRock”, *Il Sole 24 Ore*, 28 agosto 2021.

⁵ Per una disamina della dialettica su questi temi si veda fra tutti Franco Debenedetti, op. cit., Parte prima.

chiamata a consumare. Perché questa ricchezza, come si vedrà, non è una bene di cui beneficiano solo gli azionisti, ma tutta la società nel suo insieme. Ciò non significa, come si vedrà nelle conclusioni del lavoro, che non esistano modi per favorire la giustizia sociale, l'equità e il rispetto/risanamento dell'ambiente. Fra l'altro, si tratta di comportamenti necessari all'impresa proprio per perseguire la finalità di creazione per gli azionisti: pare di dover dire che lo scacco non è tanto alla *shareholder theory*, ma alla visione di prosperità basata sul libero mercato.

3. Perché l'impresa deve creare valore azionario nell'interesse generale

È radicato nel nostro modo di pensare il convincimento che l'impresa e l'imprenditore agiscano animati dall'obiettivo di arricchirsi: perciò la teoria economica classica ha sempre postulato la massimizzazione del profitto. Ciò è certamente vero, anche se non mancano segni della presenza anche di altri obiettivi, ma certamente è l'egoistico desiderio di arricchirsi che sembra muovere in prima battuta l'imprenditore. Ciò che è invece meno chiaro, anche se in modo magistrale Adam Smith (1776) lo ha spiegato molto bene con riferimento al libero scambio, è il fatto che attraverso tale condotta egoistica, senza averne nessuna consapevolezza, egli concorre a creare benessere, misurabile anche economicamente, per tutta la società in generale. Il meccanismo è noto come il principio della "Mano invisibile" che opera al di sopra delle volontà di ogni singolo attore di mercato, generando da comportamenti puramente egoistici anche benessere per altri, come una sorta di "fall out"⁶.

La visione di Smith si applica, come noto, allo scambio: ed è pacifico che solo lo scambio in condizioni di libertà, unitamente a un sistema di regole garantito e su cui vige il controllo che vengano rispettate, consente di migliorare la condizione di utilità di tutti gli attori che vi hanno partecipato.

Ma perché anche l'impresa in quanto soggetto, e per effetto della sua sola esistenza, opera di per sé nel senso di creare benessere per altri dalla proprietà, cioè per gli *stakeholder*? La spiegazione è stata fornita con brillante chiarezza ed efficacia da Coase (1937). Per dirla con la sintesi di Gianmaria Martini⁷ «un'impresa esiste perché è più economico creare un'organizzazione che svolga al suo interno alcune fasi del processo produttivo (*make*) piuttosto che affidarsi al mercato per acquistare i prodotti (semilavorati) svolti nella varie fasi (*buy*)» (p. 2). Senza entrare nel merito del vasto dibattito sul tema e in

⁶ Gli antagonisti dell'economia di mercato provano una fortissima insofferenza verso questa straordinaria intuizione di Smith, e perciò, non riuscendo a smontarla scientificamente, devono deriderla per provare ad annullarla. Con miseria umana, oltre che ascientificità.

⁷ Gianmaria Martini, <http://www00.unibg.it/dati/corsi/3501/4124-impresa.pdf>

particolare sulla questione dei costi di transazione, qui serve rilevare che l'impresa opera nel sistema economico degli scambi come una sorta di distruttore di relazioni dirette (scambi) fra gli attori per diventare un intermediario, all'interno della sua attività di produzione, fra di loro. A nessuno sfugge che dietro questo dato di fatto si staglia, imponente, il tema della specializzazione e della divisione del lavoro, che ha reso incommensurabilmente più efficiente l'attività produttiva, anche di servizi. Se chi avvia un'attività di impresa lo fa per guadagnare, non si può non vedere che se quell'impresa ha successo (cioè fa profitti, viceversa non è in equilibrio e fallisce salvo interventi distorsivi dello Stato) riesce a utilizzare le risorse scarse (materiali, umane e finanziarie) in modo così efficiente ed efficace, che i consumatori sono disposti a pagare un prezzo superiore alla somma dei costi delle risorse (scarse) utilizzate dall'impresa. Si noti che il consumatore, pur pagando tale prezzo più elevato, godrà di un benessere superiore grazie allo scambio. Se giudicasse tale prezzo sproorzionato, potrebbe "mettersi in proprio" e produrre lui direttamente il bene, ma certamente non avendo in tal caso i vantaggi della divisione del lavoro e delle economie di scala, scopo ed esperienza, finirebbe per pagare costi ben più elevati per un prodotto verosimilmente di minore qualità. Per completare, ed è un elogio della concorrenza come difesa della parte più debole di uno scambio (il consumatore), se il profitto realizzato fosse molto elevato, altri imprenditori tenderebbero a entrare nel settore e a comprimere con l'aumento dell'offerta il prezzo e i margini di profitto.

È allora chiaro che l'impresa che opera in condizioni di economicità e che genera profitti (per la gioia dei suoi azionisti e magari l'invidia di altri), in realtà svolge anche tre funzioni di generazione di Bene Comune:

1. Aumenta il benessere dei consumatori finali perché mette a loro disposizione prodotti di qualità migliore a costi più bassi, grazie all'efficienza del processo produttivo. Inoltre, grazie e a causa della concorrenza, deve attivare un continuo processo di innovazione che incrementa sia l'efficacia sia l'efficienza
2. Aumenta il potere di acquisto dei consumatori finali, perché devono spendere una quantità minore di reddito per i propri acquisti
3. Consente di rendere massima, in una prospettiva persino dinamica di "*continuous improvement*" imposta dall'innovazione di processo, l'utilizzo più efficiente delle risorse scarse, che è il vero fine degli studi economici (Schumpeter, 2011).

Ecco che quindi non possiamo mai dimenticare, pur in presenza di condivisibilissimi aneliti etici a favorire una più vasta partecipazione degli *stakeholder* alla ricchezza generata dall'impresa, che ciò mai può avvenire a scapito del contributo straordinario e unico che l'impresa dà alla generazione del Bene comune. In particolare, l'attenzione va tutta al consumo di una delle

risorse scarse necessarie per la produzione: il capitale di rischio. Di tutte le forme di finanziamento dell'impresa, essa è certamente quella più difficilmente disponibile, e infatti, proprio per il livello di rischio che le è implicito, presenta un costo più elevato in confronto alle altre fonti di finanziamento. Rispetto a tutte le altre categorie di *stakeholder*, gli *shareholder* si fanno carico del massimo rischio di impresa e per questo motivo, di norma, a questa categoria è riconosciuto il diritto prevalente di controllo della *governance* dell'impresa, e della scelta del *management*⁸. Nella prospettiva, quindi, di avere riferimenti di fiducia per mitigare, se non governare, il livello così elevato di rischio.

Ora, il capitale di rischio è un elemento indispensabile per avviare l'attività dell'impresa: senza di esso, di norma, non è possibile attirare altre fonti di finanziamento, il capitale di debito, e quindi avviare gli investimenti e l'organizzazione della produzione, ivi incluse le assunzioni. Un'adeguata remunerazione del capitale di rischio, e la contezza, da parte degli investitori, che rendere massimo il suo valore è nelle corde dell'attività dell'impresa, non solo consente staticamente l'avvio dell'attività, ma dinamicamente consente altra raccolta, e quindi l'ampliamento della capacità produttiva dell'impresa. E così, in una prospettiva davvero virtuosa, l'impresa che meglio riesce a creare valore azionario lo fa perché riesce a essere più competitiva sul mercato, e dunque, secondo quanto prima descritto, a creare maggiore benessere per il "Bene comune". E, in più, ridurrà la percezione di rischio per gli investitori in *equity*, riducendo di conseguenza il costo del capitale di rischio e aumentando lo *stock* di finanziamenti a disposizione per ampliare la propria attività: creando sì maggiore valore per gli azionisti, ma anche Bene Comune per il sistema economico.

Non a caso le società più ricche sono quelle caratterizzate da una maggiore presenza di imprese: non tanto produttive, con buona pace della demagogia *anti-global* e avversa alla delocalizzazione, ma soprattutto nei servizi, che hanno un maggiore valore aggiunto e per loro natura sono maggiormente *labor intensive*.

Se invece il *management* dovesse perseguire obiettivi (pur molto nobili) diversi, ci si troverebbe in presenza di decisioni che vengono prese sulla base di considerazioni estranee all'utilizzo più efficiente ed efficace delle risorse scarse, ma di tipo politico, estranee alle logiche economiche. Con conseguenze

⁸ Per comprendere questa affermazione, basta osservare a) che la perdita del capitale di rischio non consente più il suo utilizzo, vale a dire presenta natura dissipativa, mentre la perdita delle altre risorse scarse come il lavoro o le materie prime è circoscritta all'ammontare in gioco in caso di fallimento ma non comporta di norma l'incapacità di continuare a lavorare o a produrre semilavorati; b) in ogni caso la natura residuale di restituzione o remunerazione del capitale di rischio lo rende per ciò stesso più rischioso rispetto a tutti gli altri fattori produttivi.

negative in termini di produzione in modo massimo del Bene Comune, conseguibile solo attraverso l'allocazione più efficiente di risorse scarse e la capacità di attrarre capitale di rischio.

Ma la deviazione dalle finalità classiche dell'impresa produce pure altri effetti nefasti, anche al di fuori dal ristretto ambito economico fin qui analizzato. Le risorse destinate dal *management* agli *stakeholder* verrebbero sottratte ai loro titolari "moralì", gli *shareholder*, per effettuare interventi a favore di altre categorie sulla base delle preferenze del *management* stesso. Il quale finirebbe così, in un perfetto vuoto di *accountability*, di godere del merito dell'intervento sul piano personale, forse più che la stessa impresa, con costo a carico di altri soggetti: un esempio perfetto di *free lunch* (del *management*), che, nella *public corporation*, già gode di non pochi privilegi rispetto agli azionisti. Ciò di per sé sarebbe peraltro confinato alla sfera dell'ingiustizia, ma gli aspetti negativi vanno oltre. Una decisione di distribuzione non economica implica, evidentemente, una scelta fra interessi contrapposti: la sintesi efficace di tale confronto non può certo essere l'arbitrio del *management* guidato dai suoi interessi personali, quanto piuttosto una decisione di tipo politico. E infatti le responsabilità redistributive, all'interno di un sistema democratico (quello dove pare che si viva meno peggio, a guardare i flussi migratori), spettano alla sintesi della politica che ha, per sua natura, visioni più ampie, sintesi di interessi più larghi e metodi di valutazione e misurazione periodici, le elezioni.

Da ultimo va richiamato un elemento persino drammatico, nei suoi effetti negativi, per le imprese il cui *management* non persegue l'obiettivo di creazione di valore azionario secondo i dettami della *stakeholder theory*: il fallimento dell'impresa nel medio termine. La perdita di fiducia da parte degli investitori in capitali di rischio, conseguente alla decisione di non fare più (o solo limitatamente) i loro interessi, farebbe aumentare il costo del capitale di rischio, con una dinamica esattamente speculare, ma avversa, a quella appena ricordata in presenza di creazione di valore. L'aumento del costo del capitale di rischio finisce infatti per causare l'aumento del costo di tutti gli altri fattori. Inoltre, la mancata efficienza conseguente alla minore (o mancata) allocazione efficiente delle risorse scarse trascina rapidamente l'impresa nel baratro dell'incapacità di spuntare prezzi di vendita superiori ai suoi costi, con conseguente fallimento.

Non c'è proprio ragione per sostenere la tesi che l'obiettivo dell'impresa debba essere quello indicato dalle *stakeholder theory*, fra CSR ed ESG: non conviene, per primi, agli stessi *stakeholder*. I soli beneficiari, in una sorta di beneficio privato del controllo della decisione, sarebbero *managers* opportunisti.

4. ESG, CSR, e gli stakeholder: perché e in che modi sono presenti nelle scelte di gestione e di governance

Il paragrafo precedente, così impietoso rispetto al suadente obiettivo di far nascere un'impresa non avida, attenta agli interessi dei suoi *stakeholder* piuttosto che dei suoi azionisti, non deve portare alla conclusione (superficiale) che il suo *management* debba agire senza considerazione per gli *stakeholder*, nella prospettiva sia ESG, sia di CSR.

In primo luogo, va ricordato che proprio Milton Friedman (1962) ricordava che l'obiettivo della creazione di valore doveva avvenire "a patto (...) di rispettare le regole del gioco (...) senza inganni e senza frodi". Si potrebbe aggiungere, e a condizione di essere in un ordinamento giuridico funzionante e quindi capace di sanzione, riparazione e quindi con effetto di dissuasione preventiva di tali condotte⁹. Ora già in ciò esiste un primo rilevante, e a ben vedere razionale perché trasparente, motivo di limitazione a una visione di un'impresa avida orientata al profitto. Certo, senza il buon funzionamento dello Stato, sia sul piano legislativo, sia sul piano del controllo e soprattutto su quello giudiziario prima ricordato, più difficilmente l'impresa sarà orientata a seguire le regole, e quindi ad avere un comportamento coerente con i principi di CSR ed ESG per lo *standard* previsto dalle norme. In particolare per i *managers* meno sensibili viene meno la deterrenza che si esprime solo in presenza di un sistema funzionante. Ma anche per coloro che sono animati da rigore morale, una situazione di malfunzionamento della Giustizia di fatto porta, *obtorto collo*, a dover seguire comportamenti che si preferirebbe evitare, dovendo fronteggiare la concorrenza sleale di chi, con disinvoltura, spiazzava i comportamenti virtuosi. Se poi si considera la farraginosità delle normative e comportamenti talvolta draconiani in presenza di fatti di poca rilevanza, che sono occasione di vera e propria persecuzione, si ha un quadro desolante: perseguire comportamenti sostanzialmente corretti per cavilli burocratici alla stessa stregua di comportamenti davvero gravi è un ulteriore deterrente a conformarsi ai principi di responsabilità.

Viene dunque da osservare che il primo e principale responsabile della

⁹ Il funzionamento del sistema giudiziario è una condizione imprescindibile per lo svolgimento del libero mercato, e presenta dunque un significato economico oltre che etico. È noto il degrado in cui versa il nostro Paese e le conseguenze in termini di mancato sviluppo e deterioramento dei costumi sono sotto gli occhi di tutti. Valgano al riguardo le parole di Vito Tanzi, un grande italiano, meridionale, che ha avuto successo all'interno delle maggiori organizzazioni internazionali, in particolare l'FMI. In un'intervista sul Sole 24 Ore del 10 maggio 2020, dopo un'appassionata ricostruzione delle speranze per il nostro Paese e il Sud in particolare, concludeva garbato ma potente «Solo una rivoluzione, che deve incominciare dalla Giustizia, può cambiare il Sud e tutta l'Italia. Deve essere una rivoluzione vera, non finta. Finora il Gattopardo ha vinto».

mancanza di una aderenza ai principi ESG e CSR è proprio lo Stato, prima che le imprese.

Tuttavia l'impresa mantiene comunque un interesse a perseguire obiettivi di CSR ed ESG proprio perché consistenti e necessari per la creazione del valore azionario¹⁰. Esso, infatti, richiede, come prima ben illustrato, il perseguimento di obiettivi di efficienza e di efficacia. Con riferimento all'efficienza, essa richiede, oltre all'adeguatezza degli investimenti produttivi, anche un rapporto di fiducia e cooperativo con fornitori e collaboratori, in particolare il personale. Ciò è possibile solo in presenza di relazioni non solo negoziali ma strategiche, quindi orientate al lungo termine. Ecco che si presentano situazioni di collaborazione e cooperazione coi fornitori, in una prospettiva di filiera che va accudita ed alimentata al di là della massimizzazione del profitto legato a una singola transazione. Ciò può spesso anche presentare implicazioni nei rapporti con il territorio dove è ubicata l'impresa, in una prospettiva simbiotica, soprattutto se il suo peso in termini di dinamiche occupazionali ma anche culturali, nella prospettiva antropologica, sono percepibili. Senza arrivare al caso estremo della "company town", non mancano numerosi casi, particolarmente rilevanti nelle situazioni di distretto che costellano il nostro Paese. La cura del territorio, peraltro, facilmente cattura sia i principi del CSR sia dell'ESG, in una virtuosa sintesi fra miglioramento della qualità della vita delle comunità dove risiedono le persone che lavorano nell'impresa e magari molte piccole imprese della filiera che fa capo all'impresa stessa. La qualità della vita delle persone e il loro benessere nell'ambiente di lavoro è un riconosciuto punto di forza del vantaggio competitivo dell'impresa, proprio nella prospettiva evocata da Mintzberg (1999). Il loro perseguimento, pertanto, è un vincolo per l'impresa, se vuole perseguire la creazione di valore azionario, stanti gli elementi che lo causano. Si tratta in effetti di un'applicazione delle politiche di *employee retention*, che si traduce in un'attenzione a questa specifica categoria di *stakeholder*, convergendo sulla prospettiva del CSR.

Ma l'attenzione, in particolare all'ESG, tocca un punto elevato nell'ambito delle relazioni con i clienti. La sensibilità alla tematica ambientale, in particolare, costituisce oggi un elemento rilevante per la costruzione del patrimonio reputazionale dell'impresa e si sta rivelando una leva di marketing tanto innovativa quanto efficace¹¹. La comunicazione deve adeguarsi a queste esigenze,

¹⁰ A titolo di esempio si veda, tra gli altri, il recentissimo contributo di Zumente e Bistрова (2021).

¹¹ Si veda ad esempio Assolombardia (2011) «Le indagini più recenti mostrano come oggi il consumo dei prodotti e servizi più sostenibili sia "pronto" per un salto di qualità, che svincoli le strategie di marketing dalle logiche di un "mercato di nicchia" e miri invece alla promozione su una scala competitiva molto più ampia. Da un lato, i consumatori – a prescindere dalle

cercando di mantenere una coerenza fra la sostanza degli interventi comunicati e la loro rappresentazione. In questo ambito, complesso anche perché nuovo, il rischio di una *over representation* è evidentemente elevato.

Risulta difficile il controllo della qualità degli interventi e il loro vero apprezzamento, proprio per la poca conoscenza, oltre che per l'intensità emozionale che il tema può ingenerare presso molti. Perciò l'impresa è stimolata, per catturare e fidelizzare la propria clientela per stabilire differenze rispetto i propri concorrenti, a investire in cambiamenti nei processi produttivi o e in generale in investimenti che costituiscono degli aggravii sul piano dei costi, ma ampiamente giustificati dagli obiettivi di marketing conseguibili attraverso l'enfasi sulla variabile ambientale¹².

La presenza di *ranking* di valutazione di tali decisioni, con la previsione di premialità, completa un quadro che, come si vede, porta le imprese a una crescente attenzione alle tematiche ESG e CSR, investendo risorse ed energie anche rilevanti, che se considerate astrattamente e singolarmente porterebbero a concludere che viene abbandonato il fine della creazione di valore per gli azionisti a beneficio di altre categorie di *stakeholder*. Quando invece, come mi pare avere ben dimostrato, è proprio la creazione di valore per gli azionisti che richiede questa attenzione e investimenti per gli *stakeholder*: la supposta dicotomia fra i due approcci ne esce, se non azzerata, certamente fortemente ridimensionata e comunque ricomposta a unità.

5. Massimizzazione del valore, dei profitti e shortermismo: alla ricerca del valore azionario dell'impresa competitiva

Fino a questo punto sono sembrati sinonimi la massimizzazione dei profitti e la creazione di valore azionario. In realtà, come le ricerche sviluppatesi fra la fine degli anni '80 e la prima metà degli anni '90 hanno ben chiarito, le due grandezze sono molto diverse e riflettono decisioni strategiche e di gestione significativamente distinte. Non entro qui in un merito che è ormai dottrina consolidata, ma voglio solo enfatizzare il fatto che mentre il profitto ha natura economica, il valore è misurato attraverso la rappresentazione finanziaria dei flussi di risultato generati dall'impresa. Il profitto, poi, ha una misurazione periodica, tipicamente annuale, il valore invece, attraverso il processo di attualizzazione dei flussi finanziari futuri, è la sintesi dei risultati

proprie connotazioni socio-economiche – chiedono, infatti, di avere certezza di poter effettivamente contribuire, acquistando i prodotti “verdi”, al miglioramento dell'ambiente. (...) le aziende si confrontano oggi con l'esigenza maturata nei consumatori di considerare le prestazioni ambientali come parte integrante della “qualità totale” del prodotto» (p. 17).

¹² Si veda al riguardo il rapporto di ricerca Stefania Romenti (a cura di) (2021).

di numerosi esercizi. Inoltre, il profitto si calcola come consuntivo, mentre invece il valore guarda ai flussi prospettici¹³.

Proprio su quest'ultimo aspetto merita soffermarsi e trarre alcune indicazioni per capire la natura del valore azionario e quindi come esso, al di là delle apparenze e della retorica, può essere perseguito. In particolare esiste un tema che rende non solo diversi, ma forse quasi persino antitetici, l'obiettivo del profitto e quello della creazione di valore azionario, sempre nella prospettiva della loro massimizzazione: la sostenibilità del raggiungimento di tali risultati nel tempo, che non interessa alla visione orientata alla massimizzazione del profitto (annuale), mentre invece è fondamentale per la creazione di valore azionario.

Si può quindi sviluppare da ultimo qualche utile riflessione riguardo alla sostenibilità per l'impresa della massimizzazione del valore azionario. Al riguardo si aprono quesiti che frequentemente devono essere fronteggiati dai *managers*: per esempio se sacrificare politiche di gestione per ottenere il massimo ritorno, come può accadere tipicamente quando si decide di spingere le vendite a discapito delle condizioni relative. Decisioni di questo tipo spesso vengono ricondotte alla questione del livello a cui può essere spinta, esasperandola, una certa politica. Un altro tipico esempio al riguardo concerne la politica degli investimenti, non solo in beni materiali, ma soprattutto immateriali, in particolare ricerca e sviluppo e potenziamento dei marchi. In una visione esasperata essi rappresentano costi che non consentono la massimizzazione del valore azionario, e perciò devono essere eliminati. A nessuno tuttavia sfugge il fatto che decisioni di questo tipo – cioè la rinuncia a tali investimenti – inevitabilmente portano alla fine della vita dell'impresa, minandone continuamente il vantaggio competitivo. Fra le conseguenze di queste scelte, c'è evidentemente la distruzione del valore azionario dell'impresa: vale a dire proprio ciò che si voleva evitare.

Allora è chiaro che la massimizzazione del valore azionario non può portare, logicamente, all'esasperazione delle politiche aziendali in una visione che, evidentemente, è di breve periodo (c.d. *shortermismo*) e non guarda alla capacità dell'impresa di sopravvivere. Semmai l'esigenza di massimizzare il valore azionario si traduce nella necessità di calibrare e valutare attentamente tutte le politiche aziendali e tutte le operazioni che possono essere effettuate, ma è chiaro che senza investimenti, e in definitiva senza porre le condizioni perché l'impresa possa sopravvivere mantenendo e rafforzando il proprio vantaggio competitivo, non si ha né massimizzazione né creazione di valore azionario, ma solo la sua distribuzione. Perciò, piuttosto che parlare di massimizzazione del valore

¹³ Per una disamina dettagliata, mi permetto di ricordare Miglietta, 2001, *La Gestione dell'Impresa fra competizione e valore*.

azionario, sarà più opportuno ragionare in termini di una sua ottimizzazione, che deve essere intesa come massimizzazione subordinata al mantenimento della capacità di creare nel tempo e in modo duraturo il massimo valore possibile.

La questione della massimizzazione del valore, rispetto a quella della sua creazione, è dunque risolta nel senso della sua necessità. Ma va puntualizzato che invece di massimizzazione, si tratta piuttosto di ottimizzazione della creazione del valore; ciò, chiarisce, evidentemente, che sostenibilità e *shareholder theory* sono contrapposte solo se mal interpretate.

In conclusione bisogna ricordare che la capacità competitiva dell'impresa e la conseguente creazione di valore azionario non possono essere racchiuse nella esclusiva ricerca dell'efficienza e neppure dell'efficacia: occorre andare oltre, per capire come nel tempo l'impresa possa mantenere e possibilmente rafforzare il proprio vantaggio competitivo, naturalmente accettando il peso dei costi (ma a ben vedere si tratta di investimenti) che nel breve andare comportano una diminuzione del reddito (o del flusso finanziario)¹⁴.

Valgono al riguardo le indicazioni di Golinelli (2000) che calano nella realtà della gestione aziendale le considerazioni appena sviluppate in tema di ottimizzazione (in alternativa alla massimizzazione) della creazione di valore: «Certamente la produzione di valore è collegata alla capacità che deve essere mantenuta e sviluppata nel tempo (...) Sembra possibile sostenere che un incremento del profitto, quand'anche conseguito (...) con abbassamenti del ricavo di equilibrio, incrementi del tasso di contribuzione ed incrementi dei ricavi attesi (...) si configuri quale condizione non sufficiente per la creazione di valore. In altre parole, a fronte di uno sviluppo del reddito, pur perseguito nelle descritte condizioni di efficacia ed efficienza, l'impresa potrebbe evolvere distruggendo valore» (pp. 55-56).

6. Conclusioni

La principale evidenza di questo scritto è che persiste inalterato il principio della creazione di valore per gli azionisti, secondo i dettami della *shareholder theory*, come stella polare del comportamento del *management*. Non, evidentemente, per motivi ideologici, ma perché solo questo modo di agire consente il perseguimento del "bene comune". Che non è evidentemente la

¹⁴ Sostiene Fritjof Capra (1998) che «(...) lo stress si presenterà quando una o più variabili del sistema vengono spinte ai loro valori massimi, causando una maggiore rigidità di tutto il sistema. Lo stress, se è temporaneo, è un aspetto essenziale della vita, ma uno stress prolungato è dannoso e distruttivo per il sistema (...) amministrare un'azienda (...) significa trovare i valori ottimali per le variabili del sistema. Se si tenta di portare ai valori massimi una qualsiasi variabile invece di ottimarla, ci condurrà inevitabilmente alla distruzione del sistema nel suo complesso» (p. 333). Sulla stessa linea è anche Nassim Taleb (2008).

ricchezza degli azionisti, ma l'utilizzo più efficiente ed efficace possibile delle risorse produttive (scarse per loro natura), così da rendere massimo il beneficio per tutti. Naturalmente ciò deve avvenire nel rispetto delle regole. Il presidio di rispetto delle regole è responsabilità dello Stato, attraverso l'attività legislativa e giudiziaria. Il loro buon funzionamento è dunque una condizione necessaria dello svolgimento dell'economia e dell'attività produttiva, in ciò confermando la ben nota intuizione di Einaudi (1944) sul ruolo fondamentale e insostituibile dello Stato per consentire il libero mercato.

Gli obiettivi legati alla *stakeholder theory* sono tuttavia molto opportuni e vanno perseguiti, anche se non nel modo (dannoso per tutti), che la teoria sembra propugnare. Essi trovano un primo ambito di sviluppo già a livello delle scelte manageriali e imprenditoriali. Su un piano obbligatorio, per la presenza di regole (la cui fissazione e verifica del rispetto, come detto, è responsabilità dello Stato): i diritti dei lavoratori, la tutela di clienti e fornitori e della proprietà privata, le regole a presidio dell'ambiente sono, a ben vedere, elementi di coercizione all'adozione di una CSR e sono consistenti con l'ESG. Qualora essi non vengano perseguiti, emerge la responsabilità non solo, evidentemente, di chi omette comportamenti corretti, ma ancor di più dello Stato, chiamato a fissare tali regole (in modo che siano comprensibili auspicabilmente) e soprattutto a garantire i presidi di controllo e sanzione. L'assenza di tali presidi causa concorrenza sleale ed è dunque un fatto ancora più dannoso per il sistema nel suo insieme. Un secondo ambito di perseguimento degli obiettivi della *stakeholder theory* si pone invece su un altro piano, non oggetto di regolamentazione, ma di libera scelta del *management* dell'impresa. Si tratta in particolare della capacità di stabilire relazioni strategiche, quindi basate sulla cooperazione: con dipendenti, clienti e fornitori. Ciò avviene per l'esigenza dell'impresa di costruire e mantenere la propria reputazione, con riferimento a tutte le ricordate categorie, ma anche di creare una capacità di attrazione e ritenzione del proprio personale di qualità. Meno forse nella letteratura in ambito economico, ma certamente nella vulgata comune, non viene dato molto spazio a un caposaldo della gestione: il ruolo delle persone e l'importanza di coinvolgerle, nel senso di appartenenza alla comunità-impresa, attraverso la condivisione della cultura aziendale con la creazione di un ottimo clima organizzativo. Ciò evidentemente causa comportamenti tesi ad ampliare i benefici dei lavoratori, che sono tutt'altro che una "zavorra", ma piuttosto una determinante fondamentale della creazione di vantaggio competitivo dell'impresa. Ciò vale anche con riferimento all'ambiente: e, d'altro canto, è proprio la competizione che spinge l'impresa a una continua innovazione, che, quando tocca i processi, favorisce certamente anche il risparmio energetico, alla ricerca di ridurre i costi.

Viene invece smentita l'opportunità di abbandonare la creazione di valore azionario per una distribuzione di valore agli *stakeholder* altra da quella che già

va a loro in ragione dei meccanismi di mercato, vale a dire di acquisto degli stessi fattori produttivi. In primo luogo perché porta a un arbitrio da parte del *management*, che diventa *broker* di valore che, come si è visto, quando ha natura residuale non può che essere di pertinenza (nell'interesse economico generale) dei portatori di capitali di rischio. E che, inevitabilmente, potrebbe godere di una sorta di “beneficio privato della decisione”, oltre a tutti quelli di cui il *management* soprattutto delle *public company* già beneficia, come per tutte la teoria dell'Agenzia ha ben documentato. Ma oltre a ciò, e questo è forse il fatto più grave sul piano della giustizia sociale, il *management* si sostituirebbe al decisore politico in un ambito – la distribuzione della ricchezza – che richiede invece proprio una capacità di sintesi fra bisogni diversi. Una sintesi che, come insegna la storia, trova nei sistemi democratici la migliore (o meno peggiore possibile) forma di attuazione. Meglio, in altre parole, aumentare la fiscalità perché lo Stato, attraverso il decisore politico, abbia più risorse per favorire CSR ed ESG. Anche se, dato il peso abnorme della fiscalità soprattutto in Europa e in particolare in Italia, ci sarebbe moltissimo spazio per rendere più efficiente ed efficace la spesa pubblica, soprattutto nella prospettiva redistributiva, così importante per la tenuta delle democrazie e la creazione delle infrastrutture di sistema. Senza ulteriori, ormai insostenibili, aggravii fiscali.

Ciò sembra applicarsi, in particolare, al tema dell'ambiente: mettere in capo al sistema delle imprese l'onere di avviare rapidi e radicali processi di cambiamento del meccanismo produttivo è oltre che velleitario soprattutto insufficiente e inefficace, perché solo la mano visibile dello Stato, attraverso sistemi di incentivazione e la modulazione intelligente della fiscalità, saprà portare il sistema verso questi fondamentali obiettivi.

Per completare il quadro, un'impresa che non viene gestita nella prospettiva di creare ricchezza per i propri azionisti, rispettando le regole, viaggia sempre più veloce verso il fallimento.

Non è dunque proprio il tempo di un *reset* degli obiettivi dell'impresa. Ma semmai di una radicale trasformazione dell'azione dello Stato: inefficiente con la farraginosità normativa e l'incapacità di sanzionare senza perseguire, assente nella costruzione di incentivi di politica economica e industriale per orientare anche le imprese agli obiettivi di CSR e di ESG. *Statalism: it is time for responsibility and accountability.*

7. Riferimenti bibliografici

Acot P. (2004). *Storia del Clima*. Roma: Donzelli.

Assolombardia (2011). *Linee guida per il Marketing e la comunicazione ambientale: come valorizzare prodotti e servizi sostenibili ed evitare i rischi del greenwashing*, Milano.

- Capra F. (1998). *La rete della vita*. Firenze: Sansoni.
- Coase R. (1937). The Nature of the Firm. *Economica*, 16(4): 386-405. DOI: 10.1111/j.1468-0335.1937.tb00002.x
- D'Angerio V. (2021). La sostenibilità? «È un placebo». L'accusa dell'ex BlackRock. *Il Sole 24 Ore*, 28 agosto 2021.
- Debenedetti F. (2021). *Fare profitti, Etica dell'impresa*. Venezia: Marsilio.
- Dürrenmatt F. (1971), *La caduta*. Torino: Einaudi.
- Enaudi L. (1944). La società liberale. Supplemento de *L'Opinione*, 1.
- Freeman E.R. (1984). *Strategic Management: a Stakeholder approach*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Friedman M. (1962). *Capitalism and Freedom*. Chicago: Chicago University Press.
- Golinelli G.M. (2000). *L'approccio sistemico al governo dell'impresa. La dinamica evolutiva del sistema impresa fra economia e finanza*. Padova: Cedam.
- Harrison J.S., Phillips R.A., Freeman R.E. (2020). On the 2019 Business Roundtable "Statement on the Purpose of a Corporation". *Journal of Management*, 46(7): 1223-1237. DOI:10.1177/0149206319892669
- Kundera M. (1995). *L'insostenibile leggerezza dell'essere*. Milano: Gli Adelphi.
- Miglietta A. (2001). *La Gestione dell'Impresa fra competizione e valore*. Milano: Giuffrè.
- Mintzberg H., Lampel J. (1999). Reflecting on the Strategy process. *Sloan Management Review*, 40(3): 21-30. Available at: <https://search-ebscohost-com.ezproxy.uniroma1.it/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=1792754&lang=it&site=ehost-live&scope=site>
- Romenti S. (a cura di) (2021). *La comunicazione per il recovery plan (PNRR) e le corporations*. Milano-Roma: International corporate communication hub IULM.
- Schumpeter J.A. (2011). *Il capitalismo può sopravvivere? La distruzione creatrice e il futuro dell'economia globale*. Milano: Etas libri.
- Signori S. (2020). Il Business Roundtable Statement on the Purpose of a Corporation: una rivoluzione culturale? *Impresa Progetto-Electronic Journal of Management*, 3. DOI: 10.15167/1824-3576/IPEJM2020.3.1302
- Smith A. (1776). *La ricchezza delle Nazioni*. Londra.
- Taleb N. (2008). *Il cigno nero*. Milano: Il Saggiatore.
- Zumente I., Bistrova J. (2021). ESG Importance for Long-Term Shareholder Value Creation: Literature vs. Practice. *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, 7(2): 127-139. DOI: 10.3390/joitmc7020127

Political Governance and Corporate Social Responsibility: Enhancing the Role of the Moral dimension

*Cristiano Ciappei** *Anna Marrucci*** *Giacomo Mininni****
*Marina Gallucci*****

Ricevuto 19/09/2021 – Accettato 04/11/2021

Abstract

Society is currently facing profound crises which threaten the stability, development, and individuals' well-being. Specifically, health, environmental, and social crises have become topics of great interest among academics and scholars of Governance. In this transformative environment, companies fulfill a vital role: they need to be responsible to the community by rethinking the maximization of interests. Indeed, businesses should operate by maximizing stakeholder interests and respecting social development. Failure to achieve these priority objectives can have major implications for society. In achieving these ethical goals, Governance covers a crucial role. However, the debate on Governance and management has focused on purely control and administrative aspects. The present research offers a reinterpretation of Governance through a political lens. By examining Shareholder Theory and Stakeholder Theory, it emerges how in corporate management the political approach is superordinate to the ethical approach. This relationship between politics and ethics is analyzed in the context of Corporate Social Responsibility. Indeed, the research argues that Corporate Social Responsibility is political and not ethical fact. The ethical roots of Corporate Social Responsibility can only be rediscovered through the enhancement of the moral dimension of management. In addition to Shareholder theory and Stakeholder Theory, the research explores Easton's model of political systems.

* Professore Ordinario di Economia e Gestione delle Imprese. Università di Firenze. cristiano.ciappei@unifi.it

** PhD Student di Economia e Gestione delle Imprese. Università di Pisa. anna.marrucci@phd.unipi.it

*** Laureato magistrale in Filosofia. Università di Firenze. minomininni@hotmail.it

**** PhD Student di Economia e Gestione delle Imprese. Università di Pisa. marina.gallucci@phd.unipi.it

Corporate Governance and Research & Development Studies, n. 2-2021
(ISSN 2704-8462-ISSNe 2723-9098, DOI: 10.3280/cgrds2-2021oa12558)

Key words: Governance; Political System; Corporate Social Responsibility; Ethics; Moral Dimension

Sommario

Governance politica e Responsabilità sociale delle imprese: Valorizzare il ruolo della dimensione morale

La società sta affrontando profonde crisi che minacciano la stabilità, lo sviluppo e il benessere degli individui. In particolare, le crisi sanitarie, istituzionali, ambientali e sociali sono diventate temi di grande interesse per gli accademici e gli studiosi di Governance. In questo contesto di trasformazione, le imprese svolgono un ruolo vitale: devono essere responsabili nei confronti della comunità, ripensando la massimizzazione degli interessi. Infatti, le imprese dovrebbero operare soddisfacendo gli interessi degli stakeholder e rispettando lo sviluppo sociale. Nel raggiungimento di questi obiettivi etici, la Governance copre un ruolo cruciale. Tuttavia, il dibattito sulla gestione e sul management si è concentrato sugli aspetti puramente di controllo e amministrativi. La presente ricerca offre una reinterpretazione della Governance in chiave politica. Esaminando la Shareholder Theory e la Stakeholder Theory, emerge come nella gestione aziendale l'approccio politico sia sovraordinato all'approccio etico. Questa relazione tra politica ed etica viene analizzata nel contesto della Responsabilità Sociale d'Impresa. Infatti, la ricerca sostiene che la Responsabilità sociale d'impresa è un fatto politico e non etico. Le radici etiche della Responsabilità Sociale d'Impresa possono essere riscoperte solo attraverso la valorizzazione della dimensione morale del management. Oltre alla Shareholder theory e alla Stakeholder Theory, la ricerca esplora il modello dei sistemi politici di Easton.

Parole chiave: Governance; Sistema politico; responsabilità sociale delle imprese; etica; dimensione morale

1. Introduction

In the last few years, States have faced great challenges which have led to the proliferation of new legislative processes aimed at protecting society (Brecher, 2020; Hickman & Petrin, 2020). Moreover, greater attention has been given to organizations, as they represent the engine of social development (Ganson *et al.*, 2021). Governance and Corporate Social Responsibility (CSR) scholars have showed greater activism towards ethical issues as stakeholder concerns about environmental, ethical, and social questions have rapidly increased (Clementino & Perkins, 2021; Kamal, 2021). However, the requirement for an ethical approach to business, investment, and management is not new within the economic debate. Indeed, Freeman and

Velamuri (2006), paired Stakeholder Theory with the underrated concept of CSR, which consider businesses and corporations as social agents, constrained by specific ethical responsibilities. Within this model of CSR, Stakeholder Theory attempts to identify stakeholders, both internal and external to the company, to which management is ethically responsible. Following this perspective, it emerges how problems with employees can damage the success of a company (Cravens & Oliver, 2006). Furthermore, the lack of attention to environmental issues can affect the reputation of a company by deflecting customers towards competitors (Lyon & Maxwell, 2008). The literature has mainly studied CSR using a strategic and organizational profile (Ruggero & Cupertino, 2018). However, we argue that in a stakeholder-based theory approach, the most critical aspect is the identification of the priority interests to be satisfied (Harvey & Schaefer, 2001; Miles, 2017). Substantially, CSR is often introduced as a code of ethical conduct that management strives to observe in business management. Nevertheless, since interest groups need a hierarchy and classification, ethics is subordinated to politics (Ciappei, 2002; Carroll, 2008). Indeed, to assert their positions and demands, interest groups are expected to compromise. Management is subordinate to norms that transcend its own willpower (heteronomy) and will prioritize the satisfaction of the stakeholders' interests that have more power and legitimacy (Ciappei, 2002). Since CSR is intrinsically related to governance, this research will first analyze the meaning of governance, enhancing its political aspects rather than its administrative and control dimensions. Subsequently, we will try to analyze the paradigm shift between shareholder and stakeholder theory, clarifying how stakeholder theory is a political model and then an ethical one. In support of these propositions, Easton's political systems theory will be analyzed (Easton, 1953). Finally, the valorization of the political framework will allow to clarify why CSR is a code of behavior strictly linked to economic and instrumental dynamics and only secondarily to ethical dynamics. Indeed, to consider CSR as an ethical paradigm, it is necessary for management to move from heteronomy by embracing autonomy, which is the guiding principle of moral action (Ciappei & Cinque, 2014). Therefore, by rediscovering the morality, values, and ethics of management, it is possible to achieve the full realization of CSR. Following this perspective, the research question that supports this paper is:

Which are the real "roots" of CSR and what is the role of the moral dimension?

2. Literature Review

2.1. Political Governance: Preliminary clarifications

The issue of Governance has traditionally been a theme of interest to researchers in business administration, as successful management is a major driver of companies' success (Brick & Chidambaran, 2010; Tibiletti et al., 2021). According to Ciappei (2002), governance can be defined as the institutional architecture responsible for managing businesses. Considering the governance as an institutional entity allows researchers and academics to obtain a wider and systematic understanding on the topic. Indeed, governance involves the management of people, the organizational structure, and company's responsibilities (Dosi *et al.*, 2008; Mergel *et al.*, 2021). Moreover, and most important, governance is an effective instrument for regulating interests in relation to the company's objectives (Sheng et al., 2020). Thus, striking a balance between managing people, structure, and responsibilities, and pursuing superordinate interests, enables the pursue of companies' successful initiatives. According to several perspectives, governance is represented as a form of corporate administration aimed at the pursuit of effectiveness and efficiency (Ciappei, 2014). Indeed, governance aims to ensure that the management of the company operates for the interests of all shareholders, ensuring that they receive an adequate return on their investment (Pomeranz & Stedman, 2020). Broader definitions of governance extend its scope to include relationships among the various people involved in the company's activities, including employees (Dazzi & Papa, 2021).

In all these contexts, governance success is measured in terms of competitiveness, resource allocation, institutional guarantees, and transparency. However, this line of analysis could be reductive when compared to the political connotations assumed by enterprises. Indeed, businesses, in their political meaning, express the sum of people, stakeholders, powers, agreements and identities (Ciappei, 2003). Governance should be oriented towards the management of these political and subjective aspects instead of the maximization of effectiveness and efficiency through the administration of the company. According to Ciappei (2003), governance can be defined following two meanings: governance as a holistic expression for government action; governance as the action of government in a context of pluralistic complexity. Therefore, if governance is the art of guiding plurality of centers, institutions and systems that are structurally connected, it must necessarily emphasize its political vocation and subsequently its administrative aspects. Ensuring the pursuit of the interests of all stakeholders would be utopian, and for this reason, in the action of government or gov-

ernance, trade-offs are necessarily made, i.e., among a plurality of centers, those with more power will be valued (Boaventura *et al.*, 2020; Colvin *et al.*, 2020). Governance is political, i.e., it is the need to impose an order in response to the multiple interests of different actors. To summarize, we do not reject the identification of governance with the models of different forms of government but give preference to a more general meaning. To fully understand the meaning of political governance, it is necessary to delve into some extensive theories: Shareholder Theory (Friedman, 1970), Stakeholders Theory (Freeman & Reed, 1983) and Easton's system theory (1953), in which the author pays attention to politics.

2.2. Pillars on Shareholder and Stakeholder Theory

Understanding the purpose and goal of a business is a debated topic. According to Friedman (1970), the aim of a commercial enterprise is to provide profit to its owners. Indeed, shareholder theory considers profit as the sole objective to be pursued and as the single and unique social responsibility. Managers are seen as mere stewards of the owners' money and investments, and cannot invest the company's profit in any social, political, or environmental cause beyond their contractual duties (Tse, 2011). Thus, the managers' responsibility should be to the shareholders since they are the investors and owners of the company itself. Using the capital that lenders have advanced, managers should invest in those projects that seek to create the greatest value for these investors (Jackson, 2011). However, the exponential growth of multinational corporations and the process of globalization has pushed society to demand greater commitment from corporate actors, both owners and shareholders and managers (Wherter & Chandler, 2010). Since the 1970s, business management, has begun to include more actors from the social environment transforming the activity of management and coordination (Carroll, 2008). Indeed, critics of shareholder theory often point out that this model is limited to generating shareholder benefits while neglecting the important role of company's actors such as employees, suppliers, customers, government, and society, who simultaneously contribute to the success of any organization (Charreaux, & Desbrières, 2001). Following this perspective, managers have to respond with their actions to a multiplicity of stakeholders. Proponents of stakeholder theory, such as Freeman (2010) and DesJardins and McCall (2004), emphasize that companies should be managed to serve the interests of all stakeholders, not merely shareholders. According to this theory, the interests of shareholders should never harm the community, and management should also consider

the interests of other agents affected by corporate decisions (Gilbert & Rasche, 2008). Stakeholder Theory systematically reintroduces into the public debate the idea that corporate governance must include a moral vision: in practice, governance needs to address both shareholders and communities' interests (Freudenreich *et al.*, 2020). From an organizational perspective, this implies that managers have to consider the expectations and interests of all parties affected by their decisions (Mainardes *et al.*, 2011). Thus, managers' role does not coincide with a fiduciary mandate between them and the ownership of the company, but a multi-trustee mandate between them and all stakeholders involved (Sciarelli and Sciarelli, 2018). Among the many issues presented by Stakeholder Theory, the most discussed were:

- 1) how to properly identify the various stakeholders;
- 2) how to define their participation in the company's direction;
- 3) how to theorize a stakeholders' hierarchy in terms of their rights over the company (Steurer, 2006).

According to Mitchell *et al.* (1997) a firm should try to classify its stakeholders based on certain criteria such as power, legitimacy, and urgency. In addition, managing multiple stakeholder relationships implies the need to simultaneously juggle different objectives and this could be problematic and confusing (Sundaram and Inkpen, 2004). Furthermore, the most critical aspect related to stakeholder theory concerns the distribution of value among a multiplicity of actors. Indeed, it remains unclear how the value created by an organization can be fairly distributed to constituents (Tse, 2011). Following this final perspective, the theoretical picture needs to be analyzed through a political approach that may not coincide with the ethical approach of value distribution.

2.3. Political System and Stakeholder Theory

One of the most important aspects in the application of stakeholder theory lies in the identification of stakeholder groups and in their management (Carroll, 2008). To understand that the management of different stakeholder groups is a political fact, we reinterpret the political system theory of Easton (1953). According to the author, in world reality there is a constant relationship between environment and system. The environment coincides with society and interest groups, while the system coincides with politics. The connection between the environment and the system is a dynamic relation able to adapt and change (Easton, 1957). First, Easton clarifies those changes in society result in demands from interest groups for the mainte-

nance or modification of certain standards. Consequently, the political system should seek to respond to these inputs by elaborating some grant decisions in the areas highlighted by the requests. Making and implementing a decision means generating a change in the surrounding environment. Moreover, this interaction with the environment results in the generation of new demands from the environment and interest groups.

Finally, new demands and decision supports lead to the beginning of the cycle. This cycle represents the ideal functioning of a stable political system, while a dysfunctional political system is unable to follow all the steps without breaking down (Easton, 1959). According to the author, the main reasons for the failure of a political system can be found in the steps where decision-making and operational processes take place. The main "pathology" of the system lies in the inability to identify, select, process, and respond to the right requests coming from the environment, generating occlusions in the institutions and the stalling of decision-making processes (Easton, 1953). This inability to identify, select and respond to the demands of society and interest groups can result from a variety of issues, including cultural and economic. Indeed, due to a lack of culture, the political system may reject or overlook certain questions regardless of their actual cogent importance. Moreover, when economic resources are scarce or inadequate to meet the demands of a variety of interest groups, decisions will necessarily have to be made to compromise (Ciappei, 2002). Under these assumptions, the connections between political systems theory and stakeholder theory are evident (Ciappei, 2014). Indeed, Easton's model applies to the relationship between political authorities and the social environment the same criteria that stakeholder theory theorizes between firms and stakeholders. Specifically, the environment in which a commercial enterprise operates is represented by the stakeholders, who pose demands to the enterprise - in terms of resource allocation, wealth generation or regulation and sanctioning of behaviors (Carroll, 2000). To enforce their demands, stakeholders aggregate into interest groups. The stronger an interest group is, the more chances there are that its requests will be taken into consideration and receive a response from the system (Ciappei, 2005). Thus, when a request is supported by a small and weak group it will not be considered. Furthermore, it may happen that smaller groups, sacrificing some of their demands through compromise, negotiation, and confrontation to have a better chance of being considered and receiving a response from the system (Easton, 1968). Therefore, as Easton's system points out, it may be that management inevitably prioritizes demands from the strongest groups, which can directly determine the success or failure of the enterprise. Through his theory Easton (1953) highlights the importance of recognizing supra-systems to govern and manage complex facts. Important contributions on complexity

have also been underlined by recent authors (Golinelli *et al.*, 2010; Barile & Saviano, 2011) who clarify that to comprehend reality in a complete form it is necessary to search for its deep structure, considering the multiplicity of aspects that characterize it. According to the authors, the environment-system relationship can also be expressed in the structure-system form (Barile & Saviano, 2011). The structural analysis of reality provides articulate and precise descriptions of a phenomenon. The systemic interpretation, instead, produces a more explanatory representation of events and reality, aimed at understanding their real behavior. Accordingly, complex reality should be analyzed through a systemic perspective that moves away from conditions of objectivity (Golinelli *et al.*, 2010). To face a mutated and ever-changing scenario, companies and managers should try to develop adequate competences and skills, recognizing the role and responsibilities that their decisions have in environmental and social contexts. Indeed, on the one hand complexity impacts organizations, on the other hand organizations are also generators of complexity. The subjective inability of the decision maker (manager) to grasp and govern articulated phenomena reflects the necessity to rethink management education. Following this perspective, the complexity of reality imposes a return to the capabilities over the competencies of each individual (Barile, 2009). Following this perspective, the complexity of reality requires managers to rediscover their capabilities rather than their competences. Indeed, when the observed phenomenon is not referable to the interpretative schemes, the decision maker is required to choose and act according to his or her value system (Barile, 2009). Therefore, to govern a complex reality, capabilities should be valued over competencies. Using capabilities means managing reality according to one's own value system.

2.4. Key points on Governance, Stakeholder Theory and Political System

Governance is often defined as a form of management designed to achieve effectiveness and efficiency (Provan & Kenis, 2008). As mentioned, governance aims to ensure that those who run the company, i.e., managers, act in the interests of shareholders and the stakeholders that characterize the firm. Prioritizing profit maximization for shareholders through managerial governance is the focus of Shareholder Theory (Freeman & Velamuri, 2006). However, the wide range of social changes and the proliferation of requests coming from all the actors, have pushed academics and scholars to make a paradigm shift: governance must be an instrument aimed at ensuring the maximization of the interests of multiple groups and not only of the individual shareholders of a company (Carroll, 2000). In this regard, we are witnessing

an overcoming of shareholder theory to embrace stakeholder theory. Consequently, as mentioned above, Stakeholder Theory systematically reintroduces into the public debate the idea that corporate governance must include a moral vision: in practice, governance must address the interests of individuals, communities, and society (Hemingway & Maclagan, 2004). Dwelling only on these assumptions, governance would coincide with the moral management of business activity aimed at pursuing the interests of multiple poles. However, this research seeks to expand this conceptualization by highlighting the political nature of governance. Indeed, as suggested by Easton's theory of political systems (1968), the stronger an interest group is, in terms of power and ability to affect the success of the firm, the more chances there are that its demands will be satisfied.

Since strength, understood as the power to influence the success and even the existence of the company, is the main criterion for becoming a stakeholder, it is inevitable that to gain more power, individual stakeholders will form alliances and interest groups, joining with others with similar needs, expectations, and interests. However, as pointed out by Easton (1953 and 1959), the resulting negotiation involves the sacrifice of the original positions. This sacrifice translates into dropping certain ethical values and moral demands to be considered by institutional power. All other potential stakeholders who will not be able to obtain the necessary power will be neglected, and their demands ignored. This scenario high-lights at least three points that need to be analyzed:

- 1) Governance is a political issue: interests, consensus, and strategy are the levers that influence managers in the selection of stakeholder groups to satisfy;
- 2) Through compromise, the ethical and moral values of individual stakeholder groups are lost;
- 3) Maximizing the interest of some groups at the expense of others leads managers to make political choices which have priority over ethical and moral values.

In sum, governance is political, and compromise undermines social values and managers' ethics.

2.5. Governance and CSR

In a globalized environment, a growing attention towards companies' behavior and responsibility has emerged (Aras & Crowther, 2008). Accordingly, corporations, with their increased level of responsibility and obligation to

their stakeholders, have developed a code for corporate governance to establish appropriate relationships with stakeholders (Knox & Maklan, 2004; Said *et al.*, 2009). Due to the changing social conditions, business models must achieve sustainable and responsible development (Berber *et al.*, 2019). According to Carroll (1999), corporate social responsibility is the obligation of businessmen to seek those corporate policies and follow those areas of action that are desirable in terms of society's goals and values. Following the evolution of the construct, an organization's responsibility occurs when measures exceed legal obligations and economic goals (Dahlsrud, 2008).

Moreover, CSR should outline a balance between making a profit, scarcity of natural resources, and increasing demand for labor (Said *et al.*, 2009). CSR considers businesses and corporations as social agents that are primarily bound by ethical obligations. In this sense, the idea that businesses are exempt from responsibility is overcome. Within CSR, a central role is played by Stakeholder Theory: the theory seeks to identify stakeholders inside and outside the company, to whom management should be ethically responsible. Thus, the rights and expectations of stakeholders should be considered in the decision-making process (Freeman and Dmytriiev, 2017). However, the fundamental rationale that drives companies to engage in CSR remains an enigma. Indeed, CSR can be seen as an extension to maximize wealth for shareholders, but also as a cardinal rule for society (Friedman, 1970). According to Michelon & Parbonetti (2012), through CSR, the management and the company can gain more legitimacy. As argued by several scholars, the CSR field is characterized by different approaches and the most influential would be the economic and instrumental (Boesso *et al.*, 2013). The economic and instrumental view is based on two assumptions: firms are expected to maximize their profits and managers have responsibilities to shareholders (Sundaram and Inkpen, 2004); moreover, managers can engage in social or ethical issues if these questions generate profit (Mackey *et al.*, 2007). Accordingly, many economists would not reject socially responsible behavior, but would evaluate the contribution to value creation of CSR activities. Following this perspective, stakeholder-based CSR also contributes to instrumentalist thinking. As Mitchell *et al.*, (1997) reveal, various corporate stakeholders are considered in the decision-making process if they are powerful and capable of influencing the company's bottom line.

2.6. CSR and Stakeholder Management

Using the economic and instrumental reinterpretation of CSR, this paradigm is unrelated to ethics, however Garriga & Melè (2004) attempted to

clarify the mapping area of CSR by classifying four different approaches. First, there are instrumental theories in which CSR is seen as the sole means to create wealth and to achieve economic outcomes. Second, political theories analyze the power of corporations in society and the responsible use of this power in the political sphere. In addition, integrative theories focus on the satisfaction of social demands. Finally, ethical theories are based on the ethical responsibilities of corporations in society. According to this perspective, it is necessary to develop a new approach to CSR that integrates these four dimensions (Garriga & Melè, 2004). To integrate these four dimensions, it is necessary to rethink and re-discuss the purpose of the company and the destination of the value it produces. Value creation must go beyond the individual scope of the Shareholder model, in which the main interests to be satisfied are those of shareholders, and embrace the Stakeholder model, which also considers the interests of management, customers, employees, and the community affected by the company's decisions (Ciappei, 2002).

While Shareholder theory only requires management to have the classic "virtues" of doing business, such as efficiency and reliability (Wittmer & O'Brien, 2017), the Stakeholder model implies a social responsibility for the company, which should extend social value. This aim of producing value for the entire community can only be achieved by rethinking the figure of the manager as a moral subject, capable of identifying the various stakeholders and taking initiatives based on their multiple interests (Hemingway & Maclagan, 2004). This approach requires an extension of the concept of value: value cannot be limited to its monetary dimension but must be extended to the social and environmental dimension (Sciarelli, 2007). Following this perspective, management should create value according to the different stakeholders, obtaining different types of profit, such as consensus and trust. Moreover, the goal of producing value for the whole society impacts on the company's performance, requiring a different strategic mind and different priorities and approaches. To deal with the inevitable changes required by the practical application of Stakeholder Theory, a new leadership concept emerges: Stakeholder Management (Post *et al.*, 2002). According to several authors, the Stakeholder Theory is doomed to fail in the practical process because it is impossible to consider the interests of all stakeholders involved (Blattberg, 2013). However, the theory itself admits the need to create a dynamic and changing hierarchy of needs and interests among stakeholders (Freeman & Velamuri, 2006). Management should develop a new capacity to identify, understand, and select the different interests of the various stakeholders. In this approach, management should be able to prioritize different interests depending on specific situation (Sciarelli

and Sciarelli, 2018). This new skill is part of the Stakeholder Management model, a practical guide for managers and entrepreneurs to decide and act in the perspective of an ethically sustainable economy.

2.7 Do Ethics matter in CSR?

CSR as rethought after the conceptual fusion with Stakeholder Theory, has been considered ethically dubious, since it would aim at a convenient "window dressing" to win the favor of selected stakeholders and public opinion rather than acting well for purely ethical reasons (Steurer *et al.*, 2006). From this point of view, the goal of profit maximization remains stable, and the so-called social responsibility becomes a mere tool to obtain a monetary return from a company's activity (Porter and Kramer, 2011). According to Porter & Kramer (2011), values such as philanthropy and sustainability would be nothing more than a facade to hide from public opinion the adoption of the classic economic business model. Indeed, in the academic debate, all the relational and ethical value of CSR is constantly justified based on the value created and the advantages obtainable against competitors. Following this perspective, CSR does not pursue an ethical driver, but is a useful tool for increasing profits (Freeman *et al.*, 2020). As aforementioned, Stakeholder Theory is first a political and then an economic model; however, the same theory could also arise as an ethical model (Freeman, 2010). Nonetheless, additional positions demonstrate that the ethical side is systematically and strategically subservient to the economic side (Carroll, 1999; Steurer *et al.*, 2005). In sum, the central purpose of the corporation remains the maximization of shareholder interests, but the tools used to achieve corporate goals become transformed into illusory moral values (McGhee, 2002). This approach implies that the primary intent of promoting social responsibility serves as a mechanism to help corporations control themselves by escaping government regulation. In this perspective, through CSR, the perception of stakeholders is manipulated to gain a good reputation and strategic advantages over competitors. Since morality implies an inner consensus and internalization of ethical principles by the moral agent, i.e., the manager, CSR based on Stakeholder Theory, cannot be presented as a true "ethics", but rather as a valid business strategy, aimed at maximizing value for corporate stakeholders. The superficial adherence to ethical principles as opposed to a true ethical commitment (McGhee, 2002), is aimed at winning the trust and support of consumers and unaware stakeholders (Porter and Kramer, 2011). Thus, we can assume that CSR resulting from the application of Stakeholder Theory is problem-

atic: on the one hand it is an effective business strategy, on the other hand it is a flawed ethical theory (Steurer *et al.*, 2005). Several studies have pointed out that such an instrumental view of CSR does not lead to the expected financial return, as a superficial and incomplete ethical system can prove to be more dangerous and damaging than the total absence of an ethical and social code (Spiess *et al.*, 2013). To sum up, the only way to implement CSR is to embrace a moral code of conduct consistently and truthfully, caring for the stated values and ethical and social consequences of a company's decisions and actions. Hence, what makes CSR an ethical model of governance and action is not Stakeholder Theory, rather the moral, ethical values, and virtues of management.

2.8. Virtues and moral dimension: a conceptual model

Companies, as human and social expressions, will have to rethink the function of profit maximization, favoring the human dignity of their workers and producing the development of their communities of reference. The new economy to which humanity must strive should go beyond the search for profit, rediscovering a value for its employees and for the community (Ciappei, 2002). To achieve a balance between profit and social development, organizations must incorporate the concept of virtue into the concept of CSR (Hemingway & Maclagan, 2004). According to D'Amato *et al.*, (2009), CSR guidelines establish the extrinsic conditions that organizations must fulfill to be labeled as good corporate citizens. However, virtues such as honesty and humility establish the intrinsic drivers that transform organizations into moral communities (Heugens *et al.*, 2008). To achieve overall virtuosity and promote ethical and social performance, organizations need to integrate intrinsic and extrinsic drivers by approaching virtues and CSR guidelines in complementary ways (Ciappei, 2014). First, virtues provide generic guidelines for setting organizational goals in terms of virtuosity. In addition, virtues such as honesty, outline the standards of CSR by providing guidelines that organizations should implement to become socially performing (Castro-González *et al.*, 2019).

Finally, virtues belong to the cultural dimension of an organization and directly influence individual ethical behavior. In conclusion, virtues provide the input, while CSR guidelines provide the output for organizational action (Constantinescu & Kaptein, 2015). Humility, individual honesty, and CSR guidelines are sides of the same coin: sustainable long-term organizational performance. Humility and honesty are virtues inherent in a good leader, namely, a moral person who is righteous in his or her professional

and personal life and capable of influencing the moral conduct of subordinates. Following this perspective, it is possible to analyze the meaning of moral leadership: it is the vehicle through which beliefs, virtues, and ethical values impact leaders, the workplace, and society (Fassin *et al.*, 2015).

Although the business world is dominated by rationality, efficiency, and the pursuit of material goals, realizing change is achievable. Indeed, the management, through values such as honesty, humility, and wisdom will be able to overcome rationality by rediscovering its decision-making autonomy in the business context (Constantinescu & Kaptein, 2015). Ethical standards, levels of corporate responsibility, and the role of personal values are interconnected concepts that support the idea of business “as a vocation”. Through accountability and personal values, it is possible to create an ethical organizational culture by developing CSR and providing moral leadership (Sausser, 2005). Ethics and values emphasize integrity by suggesting that a person’s character should promote virtues throughout the community (Bertland, 2009). To summarize, ethics helps to create a managerial environment that promotes best practices. Moreover, ethics allows us to understand the authentic “roots” of CSR.

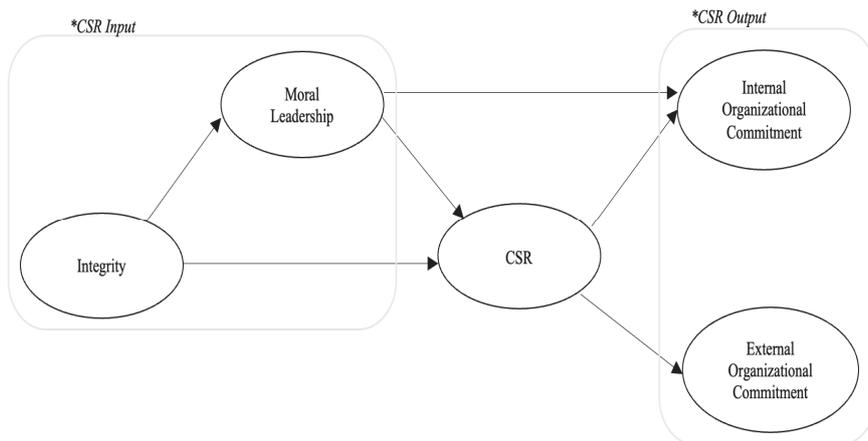
In the following conceptual model, we highlight how manager integrity can be considered an antecedent to the development of moral leadership. Moral leadership is identified as the leader’s behavior that demonstrates superior personal virtues (Gu *et al.*, 2015). This aspect involves setting an example for subordinates, such as integrity and fulfilling one’s obligations, never taking advantage of others, and selfless comparison (Farh *et al.* 2008). Moral leadership is also considered as a mediating variable in the integrity-CSR relationship. Briefly, the model assumes that the integrity of the individual influences moral leadership and both variables have an impact on the pursuit of proper CSR practices (Veríssimo & Lacerda, 2015). These elements qualify as inputs to CSR. The final part of the model assumes that CSR guided by a value system can increase the commitment that an internal and external stakeholders have to the organization.

3. Conclusion

This chapter aims to argue governance in its political sense. The premise pursued is that the firm is an open system and management should ensure the pursuit of all actors’ interests, both shareholders and poles of interest. However, the achievement of multiple interests is not pursuable and in the action of governance, trade-offs are necessarily made, i.e., among a plurality of centers those with more power will be valued. In this perspective, gov-

ernance is political, i.e., it is the need to impose an order in response to the multiple interests pertaining to different subjects. To sum up, the present research does not reject the identification of governance with the models of different forms of government, but it gives preference to a more general meaning of governance. Moreover, with social changes, governance has embraced and re-valued stakeholder theory. The focus on the community and on a multiplicity of interest groups is also the presupposition of CSR. However, we have pointed out that stakeholder theory while considering community interests, is primarily affected by political aspects and subsequently by ethical questions. Consequently, if CSR is developed around a purely political theory that embraces compromise (stakeholder theory), it is not possible to mention ethics and CSR. We have concluded that CSR can assume ethical character only when the input is the ethical and moral values of management, going beyond the concept of heteronomy and embracing ethical autonomy.

Figure 1 Authors' elaboration



References

- Aras G., Crowther D. (2008). Governance and sustainability: An investigation into the relationship between corporate governance and corporate sustainability. *Management Decision*, 46(3): 433-448. DOI: 10.1108/00251740810863870
- Barile S., Saviano M. (2011). *Foundations of systems thinking: the structure-system paradigm. Various Authors, Contributions to Theoretical and Practical Advances in Management. A Viable Systems Approach (VSA)*. ASVSA, Associazione per la Ricerca sui Sistemi Vitali. International Printing, 1-24.
- Barile S. (2009). Verso la qualificazione del concetto di complessità sistemica. *Sinergie*, 79(2): 47-76.
- Boaventura J.M.G., Bosse D.A., de Mascena K.M.C., Sarturi G. (2020). Value distribution to stakeholders: The influence of stakeholder power and strategic importance in public firms. *Long Range Planning*, 53(2): 101883. DOI: 10.1016/j.lrp.2019.05.003
- Berber N., Slavić A., Aleksić M. (2019). The relationship between corporate social responsibility and corporate governance. *Ekonomika*: 65(3): 1-12. DOI: 10.5937/ekonomika1903001B
- Bertland A. (2009). Virtue ethics in business and the capabilities approach. *Journal of Business Ethics*, 84(1): 25-32. DOI: 10.1007/s10551-008-9686-3
- Blattberg C. (2013). *Welfare: Towards the patriotic corporation*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2250348>. DOI: 10.2139/ssrn.2250348
- Brecher J. (2020). No Worker Left Behind: Protecting Workers and Communities in the Green New Deal. In: *New Labor Forum*, 29(2): 68-76. DOI: 10.1177/1095796020915177
- Brick I.E., Chidambaran N.K. (2010). Board meetings, committee structure, and firm value. *Journal of corporate finance*, 16(4): 533-553. DOI: 10.1016/j.jcorpfin.2010.06.003
- Boesso G., Kumar K., Michelon G. (2013). Descriptive, instrumental and strategic approaches to corporate social responsibility: Do they drive the financial performance of companies differently? *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 26 (3): 399-422. DOI: 10.1108/09513571311311874
- Carroll A. B. (1999). Corporate social responsibility: Evolution of a definitional construct. *Business & society*, 38(3): 268-295. DOI: 10.1177/000765039903800303
- Carroll A.B. (2000), Ethical Challenges for Businessmen in the New Millennium: Corporate Social Responsibility and Models of Management Morality, *Business Ethics Quarterly*, 10(1): 33-42. DOI: 10.2307/3857692
- Carroll A.B. (2008), A History of Corporate Social Responsibility: Concepts and Practices, in AA. VV., *The Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility*, Oxford: Oxford University Press, pp. 19-46.
- Castro-González S., Bande B., Fernández-Ferrín P., Kimura T. (2019). Corporate social responsibility and consumer advocacy behaviors: The importance of emotions and moral virtues. *Journal of cleaner production*, 231: 846-855. DOI: 10.1016/j.jclepro.2019.05.238
- Charreaux G., Desbrières P. (2001). Corporate governance: stakeholder value versus shareholder value. *Journal of Management and Governance*, 5(2): 107-128. DOI: 10.1023/A:1013060105433

- Ciappei C. (2002). Corporate government. Gli assetti istituzionali di governo dell'impresa. In: Ciappei C., *Il corporate government e la governance*, Florence: Firenze University Press, pp. 61-70.
- Ciappei C. (2003), *La governance politica di impresa. Consenso, identità, interessi e potere nel governo imprenditoriale*, Florence: Firenze University Press.
- Ciappei C. (2005), Il governo imprenditoriale. Vol 4.2: *Strategia e valore d'impresa: saggezza e metodo dell'agire imprenditoriale*, Florence: Firenze University Press.
- Ciappei C., Cinque M. (2014), *Soft Skills per il governo dell'agire. Human Flourishing e saggezza pratica per lo sviluppo di competenze pratiche e pragmatiche*, Milano: Franco Angeli.
- Constantinescu M., Kaptein M. (2015). CSR standards and corporate ethical virtues: A normative inquiry into the way corporations integrate stakeholder expectations. In: Idowu S., Frederiksen C., Mermod A., Nielsen M. (eds) *Corporate Social Responsibility and Governance. CSR, Sustainability, Ethics & Governance*. Springer, Cham. DOI: 10.1007/978-3-319-10909-1_8
- Cravens K.S., Oliver E.G. (2006). Employees: The key link to corporate reputation management. *Business Horizons*, 49(4): 293-302. DOI: 10.1016/j.bushor.2005.10.006
- Clementino E., Perkins R. (2021). How do companies respond to environmental, social and governance (ESG) ratings? Evidence from Italy. *Journal of Business Ethics*, 171(2): 379-397. DOI: 10.1007/s10551-020-04441-4
- D'Amato A., Henderson S., Florence S. (Eds) (2009). *Corporate social responsibility and sustainable business. A Guide to Leadership tasks and functions*, Greensboro, N.C.: CCL Press.
- Dahlsrud A. (2008). How corporate social responsibility is defined: an analysis of 37 definitions. *Corporate social responsibility and environmental management*, 15(1): 1-13. DOI: 10.1002/csr.132
- Dazzi C., Papa G.L. (2021). *A new definition of soil to promote soil awareness, sustainability, security and governance*. International Soil and Water Conservation Research.
- DesJardins J.R., McCall J.J. (2004), *Contemporary Issues in Business Ethics*, Belmont, CA: Wadsworth.
- Dosi G., Faillo M., Marengo L. (2008). Organizational capabilities, patterns of knowledge accumulation and governance structures in business firms: an introduction. *Organization Studies*, 29(08&09): 1165-1185. DOI: 10.1177/0170840608094775
- Easton D. (1953), *The Political System: An Inquiry into the State of Political Science*, New York: Alfred A. Knopf.
- Easton D. (1957). An approach to the analysis of political systems. *World politics*, 9(3): 383-400. DOI: 10.2307/2008920
- Easton D. (1959). Political anthropology. *Biennial review of anthropology*, 1: 210-262. In: <https://www.jstor.org/stable/2949205>

- Easton D. (1968). The theoretical relevance of political socialization. *Canadian Journal of Political Science/Revue canadienne de science politique*, 1(2): 125-146. DOI: 10.1017/S0008423900036477
- Farh J.L., Liang J., Chou L.F., Cheng B.S. (2008). Paternalistic leadership in Chinese organizations: Research progress and future research directions. In: *Leadership and management in China: Philosophies, theories, and practices* (pp. 171-205). Cambridge: Cambridge University Press.
- Fassin Y., Werner A., Van Rossem A., Signori S., Garriga E., von Weltzien Hoivik H., Schlierer H.J. (2015). CSR and related terms in SME owner-managers' mental models in six European countries: National context matters. *Journal of Business Ethics*, 128(2): 433-456. DOI: 10.1007/s10551-014-2098-7
- Freeman R.E. (2010). *Strategic management: A stakeholder approach*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Freeman R.E., Dmytryiev S. (2017). Corporate social responsibility and stakeholder theory: Learning from each other. *Symphonya. Emerging Issues in Management*, 1: 7-15. DOI: 10.4468/2017.1.02freeman.dmytryiev
- Freeman R.E., Velamuri S.R. (2006). A new approach to CSR: Company stakeholder responsibility. In: A. Kakabadse A. *et al.* (eds.), *Corporate social responsibility* pp. 9-23. London: Palgrave Macmillan.
- Freeman R.E. Reed D.L. (1983), Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance, *California Management Review* 25(3): 88-106. DOI: 10.2307/41165018
- Freeman R.E., Phillips R., Sisodia R. (2020). Tensions in stakeholder theory. *Business & Society*, 59(2): 213-231. DOI: 10.1177/0007650318773750
- Freudenreich B., Lüdeke-Freund F., Schaltegger S. (2020). A stakeholder theory perspective on business models: Value creation for sustainability. *Journal of Business Ethics*, 166(1): 3-18. DOI: 10.1007/s10551-019-04112-z
- Friedman M. (1970). A theoretical framework for monetary analysis. *Journal of Political Economy*, 78(2): 193-238. DOI: 10.1086/259623
- Ganson B., He T.L., Hennisz, W.J. (2021). Business and Peace: The Impact of Firm-Stakeholder Relational Strategies on Conflict Risk. *Academy of Management Review*, (ja). DOI: 10.5465/amr.2019.0411
- Gilbert D.U., Rasche A. (2008). Opportunities and problems of standardized ethics initiatives-a stakeholder theory perspective. *Journal of business ethics*, 82(3), 755-773. DOI: 10.1007/s10551-007-9591-1
- Golinelli G.M., Barile S., Spohrer J., Bassano C. (2010). The evolving dynamics of service co-creation in a viable systems perspective. In: *The 13th Toulon-Verona Conference*, September (pp. 2-4).
- Gu Q., Tang T.L.P., Jiang W. (2015). Does moral leadership enhance employee creativity? Employee identification with leader and leader-member exchange (LMX) in the Chinese context. *Journal of Business Ethics*, 126(3): 513-529. DOI: 10.1007/s10551-013-1967-9
- Harvey B., Schaefer A. (2001). Managing relationships with environmental stakeholders: A study of UK water and electricity utilities. *Journal of Business Ethics*, 30(3): 243-260. DOI: 10.1023/A:1006356928957

- Heugens P.P., Kaptein M., Van Oosterhout J. (2008). Contracts to communities: A processual model of organizational virtue. *Journal of Management Studies*, 45(1): 100-121. DOI: 10.1111/j.1467-6486.2007.00738.x
- Hemingway C.A., MacLagan P.W. (2004). Managers' personal values as drivers of corporate social responsibility. *Journal of business ethics*, 50(1): 33-44. DOI: 10.1023/B:BUSI.0000020964.80208.c9
- Hickman E., Petrin M. (2020). Trustworthy AI and Corporate Governance. The EU's Ethics Guidelines For Trustworthy Artificial Intelligence from a Company Law Perspective. *European Business Organization Law Review*, 1-33. DOI: 10.1007/s40804-021-00224-0
- Jackson K.V. (2011). Towards a Stakeholder-Shareholder Theory of Corporate Governance: A Comparative Analysis. *Hastings Business Law Journal*, 7: 309.
- Kamal Y. (2021). Stakeholders expectations for CSR-related corporate governance disclosure: evidence from a developing country. *Asian Review of Accounting*, 29(2): 97-127. DOI: 10.1108/ARA-04-2020-0052
- Knox S., Maklan S. (2004). Corporate social responsibility: Moving beyond investment towards measuring outcomes. *European Management Journal*, 22(5): 508-516. DOI: 10.1016/j.emj.2004.09.009
- Lyon T.P., Maxwell J.W. (2008). Corporate social responsibility and the environment: A theoretical perspective. *Review of environmental economics and policy*, 2(2): 240-260. DOI: 10.1093/reep/ren004
- Mackey A., Mackey T.B., Barney J.B. (2007). Corporate social responsibility and firm performance: Investor preferences and corporate strategies. *Academy of management review*, 32(3): 817-835. DOI: 10.5465/amr.2007.25275676
- Mainardes E.W., Alves H., Raposo M. (2011). Stakeholder theory: issues to resolve. *Management decision*, 49(2): 226-252. DOI: 10.1108/00251741111109133
- McGhee M. (2002). Greeks, Galatians and Western Buddhists: Christianity, Buddhism and 'Social Responsibility', *Contemporary Buddhism*, 3(2): 99-109. DOI: 10.1080/14639940208573760
- Mergel I., Ganapati S., Whitford A.B. (2021). Agile: A new way of governing. *Public Administration Review*, 81(1): 161-165. DOI: 10.1111/puar.13202
- Michelon G., Parbonetti A. (2012). The effect of corporate governance on sustainability disclosure. *Journal of management & governance*, 16(3): 477-509. DOI: 10.1007/s10997-010-9160-3
- Miles S. (2017). Stakeholder theory classification: A theoretical and empirical evaluation of definitions. *Journal of Business Ethics*, 142(3): 437-459. DOI: 10.1007/s10551-015-2741-y
- Mitchell R.K., Agle B.R., Wood D.J. (1997). Toward a Theory of Stakeholder Identification and Salience: Defining the Principle of Who and What Really Counts, *Academy of Management Review*, 22(4): 853-886. DOI: 10.5465/amr.1997.9711022105
- Pomeranz E.F., Stedman R.C. (2020). Measuring good governance: piloting an instrument for evaluating good governance principles. *Journal of Environmental Policy & Planning*, 22(3): 428-440. DOI: 10.1080/1523908X.2020.1753181

- Porter M., Kramer M.R. (2011). Creare valore condiviso. *Harvard Business Review Italia*, 1(2): 68-84.
- Post J.E., Preston L.E., Sauter-Sachs S. (2002). *Redefining the corporation: Stakeholder management and organizational wealth*. Redwood City, California: Stanford University Press.
- Provan K.G., Kenis P. (2008). Modes of network governance: Structure, management, and effectiveness. *Journal of public administration research and theory*, 18(2): 229-252. DOI: 10.1093/jopart/mum015
- Ruggiero P., Cupertino S. (2018). CSR strategic approach, financial resources and corporate social performance: The mediating effect of innovation. *Sustainability*, 10(10): 3611. DOI: 10.3390/su10103611
- Said R., Zainuddin Y.H., Haron H. (2009). The relationship between corporate social responsibility disclosure and corporate governance characteristics in Malaysian public listed companies. *Social Responsibility Journal*, 5(2): 212-226. DOI: /10.1108/17471110910964496
- Sauser W.I. (2005). Ethics in business: Answering the call. *Journal of Business Ethics*, 58(4): 345-357. DOI: 10.1007/s10551-004-5715-z
- Sciarelli S. (2007), *Etica e responsabilità sociale nell'impresa*, Milano: Giuffrè.
- Sciarelli S., Sciarelli M. (2018), *Il governo etico d'impresa*, Vicenza: Wolters Kluwer.
- Sheng J., Zhou W., Zhu B. (2020). The coordination of stakeholder interests in environmental regulation: Lessons from China's environmental regulation policies from the perspective of the evolutionary game theory. *Journal of Cleaner Production*, 249: 119385. DOI: 10.1016/j.jclepro.2019.119385
- Spieß S.O., Mueller K., Lin-Hi N. (2013). Psychological foundations of corporate social responsibility: The importance of “avoiding bad”. *Industrial and Organizational Psychology*, 6(4): 383-386. DOI: 10.1111/iops.12073
- Steurer R. (2006), Mapping Stakeholder Theory Anew: From the ‘Stakeholder Theory of the Firm’ to Three Perspectives on Business-Society Relations, *Business Strategy and the Environment*, 15(1): 55-69. DOI: 10.1002/bse.467
- Sundaram A.K., Inkpen A.C. (2004). The corporate objective revisited. *Organization science*, 15(3): 350-363. DOI: 10.1287/orsc.1040.0068
- Tibiletti V., Marchini P.L., Furlotti K., Medioli A. (2021). Does corporate governance matter in corporate social responsibility disclosure? Evidence from Italy in the “era of sustainability”. *Corporate Social Responsibility and Environmental Management*, 28(2): 896-907. DOI: 10.1002/csr.2097
- Tse T. (2011). Shareholder and stakeholder theory: After the financial crisis. *Qualitative Research in Financial Markets*, 3(1): 51-63. DOI: 10.1108/17554171111124612
- Veríssimo J.M., Lacerda T.M. (2015). Does integrity matter for CSR practice in organizations? The mediating role of transformational leadership. *Business Ethics: A European Review*, 24(1): 34-51. DOI: 10.1111/beer.12065
- Werther Jr W.B., Chandler D. (2010). *Strategic corporate social responsibility: Stakeholders in a global environment*. New York: Sage Publications.
- Wittmer D., O'Brien K. (2014), The Virtue of “Virtue Ethics” in Business and Business Education, *Journal of Business Ethics Education*, 11: 1-18. DOI: 10.5840/jbee20141113

La diffusione dei modelli di leadership condivisa: un'analisi esplorativa sulle società quotate italiane

Francesca Romana Arduino* Alessandro Zattoni**
Saverio Bozzolan***

Ricevuto 16/09/2021 – Accettato 02/11/2021

Sommario

Il presente lavoro si propone di analizzare il fenomeno della leadership condivisa nelle imprese quotate italiane. In particolare, analizza la diffusione della dual leadership, ovvero la presenza di due amministratori delegati (co-AD), in contrapposizione alla tradizionale leadership unitaria. Recenti studi indicano che il fenomeno della leadership condivisa è in crescita a livello internazionale. La letteratura sottolinea anche che la nomina di co-AD è una delle possibili risposte organizzative per gestire efficacemente la crescente complessità esterna. La nomina di co-AD consentirebbe, infatti, all'impresa di ampliare la gamma di competenze ed esperienze manageriali disponibili. In questo lavoro, analizziamo tale fenomeno con riferimento alle imprese quotate italiane nel periodo 2005-2014. I risultati dello studio confermano la diffusione crescente della leadership condivisa, soprattutto nelle imprese familiari. Essi forniscono, inoltre, alcune utili indicazioni in merito alla selezione dei top manager e alla configurazione della leadership ai vertici delle imprese.

Parole chiave: leadership condivisa, co-leadership, co-AD, top managers, corporate governance.

* Docente a contratto di Comparative corporate governance, LUISS Guido Carli.
farduino@luiss.it

** Professore Ordinario di Strategia e Corporate governance, LUISS Guido Carli.
azattoni@luiss.it

*** Professore Ordinario di Accounting e Corporate governance, LUISS Guido Carli.
sbozzolan@luiss.it

Corporate Governance and Research & Development Studies, n. 2-2021
(ISSN 2704-8462-ISSNe 2723-9098, DOI: 10.3280/cgrds2-2021oa12542)

Abstract

The diffusion of shared leadership models: an exploratory analysis of the Italian listed firms

This paper aims to analyze the shared leadership phenomenon in Italian listed firms. In particular, it analyzes the spread of dual leadership, i.e., the presence of two Chief Executive Officers (co-CEOs) at the top of the firm. Recent studies indicate that the shared leadership phenomenon is growing internationally. Literature also underlines that the appointment of co-CEOs is one of the possible organizational responses to manage effectively the growing external complexity. In fact, the appointment of co-CEOs would allow the firm to expand the range of managerial skills and experiences available. In this paper, we analyze this phenomenon among the Italian listed firms in the period 2005-2014. Our results confirm the growing diffusion of shared leadership models, especially in family businesses. They also provide some useful indications regarding the selection of top managers and the configuration of leadership models at the top of firms.

Key words: shared leadership, co-leadership, co-CEOs, top managers, corporate governance.

1. Introduzione

La teoria organizzativa afferma che la leadership aziendale deve essere assegnata ad una sola persona che ricopre la carica di Amministratore Delegato (AD o CEO, *Chief Executive Officer*). Secondo questo approccio, la presenza di un unico leader (la c.d. unicità di comando) garantisce la massima efficacia organizzativa (Fayol, 1949).

Contrariamente a queste indicazioni, un numero crescente di imprese ha superato questa visione classica, nominando due o più amministratori delegati, che condividono il potere e il ruolo di leader aziendale (Krause, Priem, Love, 2015; Pearce e Conger, 2003). È quindi importante capire quali imprese adottano maggiormente forme di leadership condivisa e per quale motivo.

La letteratura ha dedicato scarsa attenzione all'analisi dei possibili modelli alternativi di leadership, probabilmente perché la configurazione tradizionale di leadership (i.e., un solo AD) costituisce ancora il modello più diffuso. Di recente, tuttavia, il fenomeno della leadership condivisa ha caratterizzato alcune imprese di assoluto rilievo, sia negli Stati Uniti (es., Netflix, Oracle, Whole Foods) che in Europa (es., SAP, Deutsche Bank, Daimler, Unilever).

Questo studio si propone di investigare la diffusione nelle imprese quotate italiane di modelli di leadership condivisa, con particolare riferimento alla presenza di due co-AD, esaminando quali tipi di imprese adottano forme

di leadership condivisa, e quali sono le motivazioni che conducono a tale adozione.

A tale fine, abbiamo analizzato le imprese italiane quotate nel periodo 2005-2014. Il lavoro evidenzia la diffusione del fenomeno e analizza le principali caratteristiche delle imprese che adottano il modello di leadership condivisa e dei co-leader, con un focus particolare sul background educativo dei co-AD al fine di verificare se tale configurazione di leadership venga adottata per ampliare le competenze e le esperienze del vertice aziendale.

2. La letteratura sulla leadership condivisa

2.1. La leadership condivisa

Secondo la teoria Upper Echelon, le organizzazioni sono un riflesso delle esperienze, dei valori e delle personalità del loro Top Management Team (TMT) (Hambrick e Mason, 1984). In questa prospettiva, il rappresentante di vertice del top management (Jackson, 1992) – cioè l'amministratore delegato – ha un impatto notevole sulla efficacia del team e, di conseguenza anche, sulla performance aziendale (Finkelstein, 1992).

L'AD è, infatti, responsabile sia della formulazione e dell'esecuzione della strategia, sia della creazione di valore sostenibile. Per questo motivo, la letteratura manageriale ha dedicato una crescente attenzione allo studio delle caratteristiche professionali e personali dell'AD e dei loro possibili effetti sulle scelte strategiche e sulla performance aziendale.

Sebbene la leadership sia tradizionalmente considerata come un tratto e un'attività individuale, in quanto collegata alla presenza di un solo AD (O'Toole, 2001), di recente un numero crescente di imprese ha iniziato a nominare due o più persone al vertice aziendale. La leadership condivisa si contrappone così alla visione dominante, secondo cui un unico AD garantisce l'unità di comando e, quindi, rappresenta la soluzione più efficace per gestire le imprese (Barnard, 1968; Gulick e Urwick, 1937; Simon, 1997), in quanto evita la doppia subordinazione ed ambiguità sulla esecuzione dell'ordine impartito.

Tra le varie definizioni di leadership condivisa presenti in letteratura (Carson, Tesluk, Marrone, 2007), la più citata (Avolio, Walumbwa, Weber, 2009) è quella proposta da Pearce e Conger (2003), secondo cui la leadership condivisa è un processo dinamico e interattivo in cui due o più persone dello stesso team esercitano la loro influenza per il raggiungimento di obiettivi di gruppo e organizzativi, che trascendono il livello individuale e sono accettati da tutti i membri del gruppo (Burke, Fiore, Salas, 2003).

Nonostante la teoria della *shared leadership* sia ancora agli inizi (Krause *et al.*, 2015; Pearce e Conger, 2003), molti studiosi hanno cominciato ad analizzare i modelli alternativi di leadership al di fuori del tradizionale paradigma top-down, in cui un unico leader esercita l'autorità (Day, Gronn, Salas, 2006).

I primi lavori indicano che le indicazioni teoriche e le evidenze empiriche circa l'efficacia di nominare due o più persone come AD di un'impresa sono diverse e contrastanti (es., Arena, Ferris, Unlu, 2011; Krause *et al.*, 2015). Da un lato, l'eccessiva dipendenza da una sola persona al vertice può esporre l'organizzazione ad un rischio elevato (Conger e Kanungo, 1998), ma in presenza di più AD, la loro incapacità di scendere a compromessi può causare la perdita del focus aziendale e rendere il processo decisionale conflittuale (Arena *et al.*, 2011); dall'altro, si sostiene che i recenti cambiamenti ambientali richiedano maggiormente il ricorso a forme di leadership condivisa (O'Toole, Galbraith, Lawler, 2002), tuttavia l'efficacia della presenza di più AD ai vertici dell'impresa è influenzata da varie condizioni esterne e personali, tra cui ad esempio una visione comune, una comunicazione chiara e, soprattutto, una profonda fiducia reciproca tra gli AD (O'Toole *et al.*, 2002).

Infine, vi sono altri studiosi che sostengono l'importanza dell'ambiente e della cultura organizzativa nel facilitare l'efficacia di una leadership condivisa ai vertici dell'impresa (Burke *et al.*, 2003; Carson *et al.*, 2007; Day *et al.*, 2006).

2.2. La co-leadership

La presenza di due AD al vertice dell'impresa (*dual leadership*) è un caso particolare di leadership condivisa (Pearce e Sims, 2000). I co-AD possono essere definiti come due top manager che svolgono il lavoro in modo coordinato e sono ritenuti congiuntamente responsabili dei risultati dell'impresa (Alvarez e Svejnova, 2005).

La presenza di due co-leader può generare numerosi benefici. Considerato che le imprese sono sempre più costrette ad affrontare sfide complesse e cambiamenti imprevisti in un contesto ambientale in rapida evoluzione, la presenza di una leadership condivisa può diventare quasi una necessità in alcuni casi (O'Toole *et al.*, 2002). La presenza di due co-AD con abilità e competenze complementari può, infatti, migliorare la capacità del top management di presidiare la complessità interna e di gestire efficacemente i cambiamenti ambientali.

I co-AD possono fungere da meccanismo di *governance* – in quanto ogni AD può controllare il comportamento dell'altro, impedendo che vengano prese decisioni inadeguate – riducendo i costi di agenzia (Choi *et al.*, 2018; Hasija *et al.*, 2017).

Inoltre, la presenza di co-AD può ampliare la gamma di stili di leadership, abilità e competenze possedute da un solo leader aziendale (Arnone e Stumpf, 2010), consentendo quindi di valorizzare le conoscenze e competenze complementari possedute dai co-leader e favorendo un processo decisionale creativo (Cox, Pearce, Perry, 2003). Al contempo, la struttura dei co-AD è instabile e, generalmente, non è sostenibile per un lungo periodo di tempo. Questo modello può, infatti, generare problemi di coordinamento e conflitti interpersonali, a causa della competizione dei co-leader per il potere e le risorse o della loro incapacità ad identificare delle soluzioni condivise (Alvarez e Svejnova, 2005).

Stante la presenza di benefici e costi associati alla nomina di due co-AD, alcuni studiosi hanno cercato di capire sia quali imprese siano più propense ad adottare tale forma di leadership, sia le ragioni di tale scelta.

Secondo alcuni studiosi (Arnone e Stumpf, 2010), la condivisione del potere tra due co-AD potrebbe agevolare la successione di un nuovo leader al vertice della struttura manageriale, facilitando il passaggio di consegne e la fuoriuscita del precedente AD. La presenza temporanea di due co-AD può ridurre al minimo i conflitti tra i membri del consiglio di amministrazione e altri *stakeholders* circa la struttura di leadership. Questo sarebbe particolarmente vero nelle imprese familiari (Cater e Justis, 2010; Fraunheim, 2009), che rappresentano “l’ambiente naturale per far emergere co-leaders” (Alvarez, Svejnova Vives, 2007, p. 12).

Secondo altri studiosi (Arena *et al.*, 2011; Dennis, Ramsey, Turner, 2009; Sally, 2002), invece, sarebbero le operazioni di M&A a determinare la nomina dei co-AD. In questo caso, infatti, la creazione di una struttura di vertice con due co-AD consentirebbe all’impresa risultante dalla fusione di garantire visibilità e potere ad entrambi gli AD delle imprese che si fondono.

Inoltre, la presenza di co-fondatori potrebbe rappresentare un ulteriore antecedente del ricorso alla leadership duale (O’Toole *et al.*, 2002). Questo caso si verifica quando i due co-fondatori di un’attività imprenditoriale si trasformano in co-AD della propria impresa. Tuttavia, secondo O’Toole *et al.* (2002), i co-fondatori spesso non sono co-leader di successo poiché le competenze necessarie per avviare una nuova impresa non sono le stesse necessarie per gestirla.

Infine, è stato rilevato che alcune caratteristiche aziendali possono favorire l’adozione di questa struttura (Arena *et al.*, 2011). Le imprese che nominano co-AD sono infatti caratterizzate da una leva finanziaria inferiore, un numero più limitato di segmenti di business, un minore numero di consiglieri di amministrazione, un maggiore numero di consiglieri indipendenti, un minore peso degli investitori istituzionali nella proprietà.

3. Metodologia

3.1. Il campione e la raccolta dei dati

Le aziende oggetto del presente studio sono le società quotate presso la Borsa Italiana nel periodo 2005-2014. Al fine di realizzare un'analisi su un campione omogeneo, da quest'ultimo sono state escluse: (i) le società bancarie e finanziarie, perché sono soggette ad una regolamentazione settoriale che ne condiziona l'assetto di governance; (ii) le società estere quotate su Borsa Italiana, perché soggette a norme di diritto societario diverse; (iii) le società caratterizzate dal sistema di governance dualistico, perché aventi un diverso modello di leadership. Il campione non è bilanciato in quanto non tutte le imprese sono quotate per tutti gli anni del periodo considerato.

Il campione finale è composto da 240 imprese non-finanziarie, per un totale di 1.880 osservazioni impresa-anno. Poiché 725 osservazioni sono caratterizzate da valori mancanti per alcune variabili, il nostro campione finale è costituito da 1.155 osservazioni relative a 181 differenti imprese.

I dati sono stati raccolti utilizzando diverse fonti. Al fine di studiare la struttura di leadership delle aziende del campione, per ogni anno considerato, si è condotta una analisi dei dati personali di ciascun membro del top management team. I dati sono stati raccolti manualmente dalle relazioni di Corporate governance, dai bilanci aziendali, dal sito istituzionale della società, e infine da LinkedIn. La individuazione del tipo di leadership è stata condotta analizzando le informazioni contenute nelle relazioni di Corporate governance, disponibili sul sito di Borsa Italiana. I dati sugli assetti proprietari sono stati ottenuti dal sito della Consob e dalla banca dati Orbis. Infine, i dati finanziari sono stati ottenuti dalla banca dati Thomson Reuters Datastream e dalla banca dati AIDA, realizzata da Bureau van Dijk.

3.2. Le variabili

Al fine di studiare il fenomeno della leadership condivisa, sono state analizzate numerose variabili a livello aziendale e individuale. In particolare, sono state create delle variabili *dummy* per tenere conto della presenza di co-AD all'interno dell'impresa (*Co-AD*), e in particolare se al vertice aziendale sono presenti due (*Due Co-AD*) o più co-ADs (*Più Co-AD*), in continuità con i precedenti studi (Arena *et al*, 2011). È stato definito come primo AD quello che presentava una maggiore anzianità nel ruolo.

Inoltre, in linea con studi precedenti (Finkelstein e D'Aveni, 1994), sono state create delle variabili *dummy* per considerare se l'AD riveste con-

temporaneamente anche la carica di Presidente (*AD-Presidente*) o di Vice-Presidente (*AD-VP*). Sono state poi incluse nell'analisi le variabili relative al numero di componenti del consiglio di amministrazione (*Componenti CDA*), alla percentuale di membri esecutivi (*Esecutivi in CDA*), alla percentuale di consiglieri indipendenti (*Indipendenza CDA*), in continuità con le precedenti ricerche (Dalton *et al.*, 1998).

Dal punto di vista delle caratteristiche delle imprese, sono state definite delle variabili *dummy* per identificare il settore di appartenenza: (i) Agricoltura, silvicoltura e pesca, (ii) Produzione di beni alimentari e di consumo, (iii) Commercio, (iv) Servizi, (v) Energia e servizi pubblici, (vi) Media, Telecomunicazioni, Intrattenimento, (vii) Progettazione, Costruzioni e Infrastrutture.

È stata poi definita una variabile *dummy* che identifica se l'impresa sia familiare (*Impresa Familiare*). In linea con Villalonga e Amit (2006), un'impresa è classificata come familiare quando il fondatore o un membro della famiglia possiede (direttamente o indirettamente tramite veicoli) almeno il 5% del capitale dell'impresa, e l'intera famiglia (considerando tutti gli azionisti) rappresenta il maggiore o il secondo azionista.

Inoltre, sono state definite variabili che esprimono l'età (*Impresa Età*), cioè il numero di anni dalla fondazione, e la dimensione (*Impresa Dimensioni*), cioè il numero di addetti, dell'impresa. In continuità con studi precedenti (Arena *et al.*, 2011), sono state considerate una variabile di performance (*Impresa Performance*), misurata come ROI (Return on Investment) calcolato come rapporto tra EBIT e Capitale investito, e una variabile che esprime il livello di indebitamento (*Impresa Indebitamento*), misurata come rapporto tra Debiti Finanziari e Capitale proprio.

A livello individuale, è stata definita la variabile genere (*AD Genere* e *Co-AD Genere*) come *dummy* pari ad 1 nel caso di genere maschile e pari a 0 in caso di genere femminile. Sono state incluse le variabili relative all'età dei co-AD (*AD Età* e *Co-AD Età*) misurata in anni, la loro nazionalità (*AD Nazionalità* e *Co-AD Nazionalità*) definita come *dummy* pari ad 1 nel caso di nazionalità italiana e pari a 0 in caso contrario. È stata definita la variabile ordinale titolo di studio (*AD Titolo di studio* e *Co-AD Titolo di studio*) che comprende le seguenti categorie: assenza di titolo di studio, diploma di scuola superiore, diploma di laurea, MBA o dottorato di ricerca (Bantel e Jackson, 1989). Inoltre, nel caso di possesso di diploma di laurea, è stata creata una variabile che identifica i possibili percorsi di studi universitari intrapresi (*AD Laurea* e *Co-AD Laurea*).

Infine, sono state create delle *dummy* per analizzare se i co-AD sono fondatori (*AD Fondatore* e *Co-AD Fondatore*) o sono azionisti (*AD Azionista* e *Co-AD Azionista*) dell'impresa (Jayaraman *et al.*, 2000).

4. Risultati

I dati raccolti indicano che 44 delle 181 imprese del campione hanno fatto ricorso ad una struttura di leadership condivisa nell'arco del periodo 2005-2014. L'adozione di una struttura di co-AD ha riguardato il 19% delle imprese del campione, di cui l'11% presenta due co-AD e l'8% presenta più di due co-AD.

Dal punto di vista dei settori di appartenenza, dall'analisi comparata emerge che la presenza di co-AD è più diffusa tra le imprese operanti nel settore della produzione di beni alimentari e di consumo (51%) e nei servizi (19%), mentre è meno frequente nel settore dell'energia (3%).

L'adozione di una struttura di co-AD appare più frequente nelle imprese a proprietà familiare, infatti le imprese che adottano la leadership condivisa sono per l'85% familiari (Cater e Justis, 2010; Dennis *et al.*, 2009; Frauenheim, 2009).

Inoltre, esse si caratterizzano per essere state costituite più di recente (età media pari a 27 anni rispetto ai 43 anni in assenza di co-AD) e avere una dimensione aziendale di molto inferiore rispetto alle imprese che non adottano la leadership condivisa. Inoltre, le imprese che ricorrono ad una struttura di co-AD mostrano una performance economica leggermente inferiore (12%) rispetto alle imprese che non vi ricorrono (13%) e un livello di indebitamento inferiore (0.70) rispetto alle imprese che non vi fanno ricorso (1.24) (Arena *et al.*, 2011). Questi dati suggeriscono che le imprese che adottano la leadership condivisa sono tendenzialmente imprese familiari con un basso livello di indebitamento e una limitata crescita dimensionale.

Inoltre, l'analisi comparata tra le imprese che hanno adottato la *dual leadership* e le imprese che non vi hanno fatto ricorso evidenzia che: (i) nelle imprese con co-AD, il 68% degli AD ricopre anche la carica di Presidente dell'impresa e il 26% degli AD quella di Vice-Presidente; (ii) nel caso di imprese che non presentano la leadership condivisa, il 26% degli AD riveste la carica di Presidente e il 5% degli AD è anche Vice-Presidente. Questi dati indicano che le imprese che adottano una leadership condivisa tendono ad attribuire maggiore potere ad uno dei due co-AD e, in ogni caso, assegnano più frequentemente un secondo incarico ad entrambi gli AD.

In merito alle caratteristiche del consiglio di amministrazione l'analisi comparata indica che: (i) nelle imprese con leadership condivisa, il numero medio di componenti del CDA è 9,2, i consiglieri esecutivi rappresentano circa il 43% e quelli indipendenti il 35% del totale; (ii) in assenza di leadership condivisa, il numero medio di componenti del CDA è 9,7, la percentuale di consiglieri esecutivi è inferiore (il 29%) mentre quella dei consiglieri indipendenti è superiore (il 41%). Questi dati, che parzialmente con-

trastano con gli studi precedenti (Arena *et al.*, 2011), sottolineano che, in presenza di co-AD, quasi la metà dei consiglieri riveste ruoli manageriali nell'impresa, situazione piuttosto frequente nelle imprese familiari, mentre in assenza di co-AD la presenza di un minor numero di consiglieri esecutivi e di un maggior numero di consiglieri indipendenti garantisce un controllo più efficace sul management.

Dal punto di vista del genere, nelle imprese con leadership condivisa il 100% degli AD e l'81% dei co-AD hanno genere maschile, mentre nelle imprese con leadership unitaria, l'85% degli AD appartiene al genere maschile. Questi dati indicano che, in presenza di co-AD, la leadership femminile si esprime solo come co-leader di un AD più anziano ed esperto.

L'età media di un AD è 54 anni e di un co-AD è 52 anni, in presenza di *shared leadership*; in assenza, l'età media dell'AD scende a 48 anni. Il 64% delle imprese con leadership condivisa hanno un AD più anziano del co-AD, la differenza è pari in media a circa 10 anni. Ciò indica che l'AD più anziano può svolgere una funzione di *mentoring* nei confronti del co-leader. Questa opzione può quindi rappresentare una modalità di gestione della transizione al vertice aziendale (Alvarez *et al.*, 2007).

La quasi totalità degli AD e dei co-AD è di nazionalità italiana (99%), mentre in assenza di *shared leadership* la percentuale scende all'86%. Questi dati sottolineano che, in presenza di co-AD, la leadership è quasi esclusivamente rappresentata da manager italiani, mentre le imprese senza co-AD hanno una maggiore apertura verso la presenza di manager stranieri.

In merito al legame dell'AD con l'impresa, i dati raccolti indicano che: (i) in presenza di leadership condivisa, il 51% degli AD e il 9% dei co-AD sono fondatori dell'impresa e circa l'89% degli AD e il 76% dei co-AD sono azionisti; (ii) in presenza di leadership unitaria, solo il 15% degli AD è un fondatore dell'impresa e circa il 62% degli AD è anche azionista. Inoltre, nel 52% dei casi entrambi i co-AD appartengono alla compagine familiare e nel 25% almeno uno dei due co-AD è un membro della famiglia. Questi dati confermano che la presenza di co-AD è maggiormente diffusa nelle imprese familiari dove, una volta avviata l'impresa, il fondatore assume anche importanti ruoli manageriali.

Tra i vari approfondimenti possibili, si è scelto di investigare il tema del background educativo degli AD al fine di ottenere evidenze utili per comprendere meglio le motivazioni sottostanti all'adozione di una leadership condivisa.

Tab. 1 – Analisi del background educativo in presenza e in assenza di *shared leadership*

	In presenza di co-AD	In assenza di co-AD	T-test
AD Titolo di studio			
<i>Assenza di titolo di studio</i>	1%	12%	0.0000
<i>Diploma di scuola superiore</i>	34%	17%	0.0000
<i>Diploma di laurea</i>	62%	63%	0.7744
<i>MBA</i>	2%	7%	0.0029
<i>Dottorato di ricerca</i>	1%	1%	0.6758
Co-AD Titolo di studio			
<i>Assenza di titolo di studio</i>	0%		
<i>Diploma di scuola superiore</i>	38%		
<i>Diploma di laurea</i>	57%		
<i>MBA</i>	5%		
<i>Dottorato di ricerca</i>	0%		

Come indicato nella Tabella 1, i dati suggeriscono che nelle imprese che presentano la *shared leadership*, i due co-AD sono mediamente più istruiti dell'AD a capo di imprese con leadership unitaria. Inoltre, la percentuale di co-AD in possesso di un titolo di studio in caso di leadership condivisa è pari al 99% per l'AD e al 100% per il co-AD, mentre in caso di leadership unitaria la percentuale scende all'88% per il singolo AD. In presenza di leadership condivisa, tuttavia, la percentuale di AD e co-AD in possesso del solo diploma di scuola superiore è il doppio rispetto al caso del singolo AD, mentre la percentuale di AD e co-AD che detengono un titolo di studio pari o superiore al diploma di laurea è di poco inferiore rispetto al caso di assenza di co-AD. Considerando l'appartenenza alla compagine familiare dei co-leader, emerge che AD e co-AD non familiari sono mediamente più istruiti di quelli familiari. Infatti, il 96% degli AD non familiari possiede un titolo di studio uguale o superiore al diploma di laurea, contro il 54% degli AD familiari; inoltre il 74% dei co-AD non familiari è in possesso di un titolo di studio uguale o superiore al diploma di laurea, contro il 51% dei co-AD familiari (si veda la Tabella 2 per maggiori dettagli). Questo potrebbe indicare che all'interno delle imprese familiari sono presenti fenomeni di nepotismo: sono cioè nominati nelle posizioni manageriali membri appartenenti alla famiglia, che vengono quindi preferiti a candidati non familiari – che possono anche essere più qualificati (Chen, Chittoor, Vissa, 2021; Schulze, Lubatkin, Dino, 2002).

Tab. 2 – Analisi del background educativo dei co-AD, in base all'appartenenza alla compagine familiare

	AD		co-AD	
	Familiare	Non familiare	Familiare	Non familiare
Assenza di titolo di studio	2%	0%	0%	0%
Diploma di scuola superiore	44%	4%	49%	26%
Diploma di laurea	52%	92%	42%	74%
MBA	2%	0%	9%	0%
Dottorato di ricerca	0%	4%	0%	0%

Prendendo in esame i possibili percorsi di studi universitari intrapresi e limitandoci a considerare il diploma di laurea, si evidenzia che le facoltà di Economia e Ingegneria costituiscono i corsi di studio maggiormente scelti dai due co-AD o dal singolo AD. In particolare, Ingegneria costituisce la scelta primaria per gli AD nel caso di presenza di leadership condivisa (30%), mentre Economia rappresenta la laurea principale per il co-AD (27%) e nel caso di singolo AD (32%) (si veda la Tabella 3 per maggiori dettagli).

Tab. 3 – Principali tipologie di diplomi di laurea conseguiti, in presenza e in assenza di Leadership condivisa

Tipologia di Laurea	In presenza di co-AD		In assenza di co-AD
	AD	Co-AD	AD
Economia	21%	27%	32%
Ingegneria	30%	20%	23%
Giurisprudenza			3%
Filosofia	2%		8%
Scienze dell'informazione	6%		
Statistica	2%		
Scienze politiche		6%	
Informatica		2%	
Lingue e letterature straniere		3%	

Dall'analisi emerge, inoltre, che in caso di leadership condivisa nel 61% dei casi i due co-AD possiedono un diploma di laurea differente. Questo dato suggerisce che le imprese scelgono modelli di leadership condivisa per ampliare le competenze e le esperienze del leader aziendale. In sintesi, le evidenze emerse indicano che il ricorso alla *shared leadership* rappresenta un sistema utilizzato per facilitare la transizione al vertice aziendale nell'ambito dei processi di successione delle imprese a proprietà familiare. Inoltre, la leadership condivisa rappresenta una risposta organizzativa per

gestire efficacemente la crescente complessità esterna: la nomina di due AD consente, infatti, di ampliare il set di competenze, abilità, ed esperienze a disposizione del vertice aziendale, aumentando così la probabilità che il top management raggiunga gli obiettivi aziendali.

5. Conclusioni

Il presente lavoro si è concentrato sul tema della leadership condivisa, con particolare attenzione al caso di *dual leadership*. In particolare, la nostra ricerca è volta ad estendere la comprensione del fenomeno della leadership condivisa attraverso l'analisi della presenza di co-AD ai vertici delle società italiane quotate.

L'analisi condotta ha messo in rilievo la diffusione e la rilevanza del fenomeno, quale forma alternativa alla tradizionale leadership unitaria. Questo fenomeno rappresenta un'interessante novità del modello di corporate governance italiano (Zattoni, 2019).

Superare l'enfasi culturale sull'individualismo e incoraggiare un orientamento alla leadership condivisa nelle imprese sembra comportare una serie di benefici. Grazie all'adozione di modelli di leadership condivisa, l'impresa può innanzitutto beneficiare di un set allargato di competenze diverse e complementari fornite dai co-AD, utili per fronteggiare la crescente complessità esterna, come suggerito dai risultati riguardanti il loro background educativo. I nostri risultati supportano questa idea poiché indicano che i co-leader sono mediamente più istruiti rispetto al singolo AD, i co-AD non familiari hanno una formazione più avanzata di quelli non familiari, i co-AD hanno un percorso formativo differente e complementare che amplia le capacità e il *know-how* del vertice aziendale.

Inoltre, la presenza di co-AD potrebbe contribuire a gestire efficacemente la successione ai vertici dell'impresa, creando un periodo di affiancamento e di *mentoring* da parte del co-AD più anziano nei confronti di quello più giovane. I nostri risultati indicano infatti che le imprese che ricorrono alla leadership condivisa sono tendenzialmente imprese a proprietà familiare con un basso livello di indebitamento e una limitata crescita dimensionale, in cui il fondatore ricopre un importante ruolo manageriale.

Il presente lavoro comporta delle significative implicazioni manageriali. In particolare, esso indica che la progettazione di una leadership condivisa può sia arricchire le competenze presenti ai vertici dell'impresa, sia facilitare il ricambio generazionale e la successione al vertice aziendale. Le imprese familiari, in particolare, dovrebbero valutare l'opportunità di valorizzare le esperienze, conoscenze e competenze complementari dei co-leader, al fine di gestire la transizione al vertice minimizzando le frizioni ed influenzare il

processo decisionale aziendale. La presenza di co-AD può consentire, ad esempio, di presidiare efficacemente diverse aree aziendali di importanza strategica (Arena *et al.*, 2011).

Per ottenere questi effetti positivi, è fondamentale creare ruoli e responsabilità chiare, in cui vengano riconosciute la qualità e la complementarità delle competenze e del profilo personale dei co-AD.

Infine, siamo consapevoli dei limiti del nostro lavoro, che determinano punti aperti e aprono la strada a possibili studi futuri. Innanzitutto, il nostro è un lavoro prevalentemente descrittivo che richiede un'analisi dei dati più sofisticata per poter giungere ad evidenze significative dal punto di vista statistico. A tale fine, ulteriori variabili potrebbero essere prese in considerazione, al fine di approfondire la conoscenza del fenomeno. Inoltre, ulteriori ricerche potrebbero replicare la nostra analisi in altri contesti geografici, allo scopo di verificare se i medesimi risultati possono essere ottenuti anche in altri paesi. Infine, sarebbe interessante esplorare attraverso uno studio qualitativo come la leadership condivisa influenzi i comportamenti dei consiglieri e le dinamiche all'interno del consiglio di amministrazione (McNulty, Zattoni, Douglas, 2013).

Riferimenti bibliografici

- Alvarez J.L., Svejenova S. (2005). *Sharing Executive Power: Roles and Relationships at the Top*, New York: Cambridge University Press.
- Alvarez J.L., Svejenova S., Vives L. (2007). Leading in Pairs. *Sloan Management Review*, 48(4): 10-14. Available at: <https://search.ebscohost.com.ezproxy.uniroma1.it/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=25804789&lang=it&site=ehost-live&scope=site>
- Arena M.P., Ferris S.P., Unlu E. (2011). It takes two: The incidence and effectiveness of co-CEOs, *Financial Review*, 46(3): 385-412. DOI: 10.1111/j.1540-6288.2011.00305.x
- Arnone M., Stumpf S.A. (2010). Shared leadership: From rivals to co-CEOs, *Strategy & Leadership*, 38(2): 15-21. DOI: 10.1108/10878571011029019
- Avolio B., Walumbwa F., Weber T. (2009). Leadership: Current theories, research, and future directions, *Annual Review of Psychology*, 60(1): 421-449. DOI: 10.1146/annurev.psych.60.110707.163621
- Bantel, K.A., Jackson, S.E. (1989). Top management and innovations in banking: does the composition of the top team make a difference? *Strategic Management Journal*, vol. 10, pp. 107-124. DOI: 10.1002/smj.4250100709
- Barnard C.I. (1968). *The Functions of the Executive*, Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Burke C.S., Fiore S.M., Salas E. (2003). The role of shared cognition in enabling shared leadership and team adaptability. In: Pearce C.L., Conger J.A. (Eds.).

- Shared leadership: Reframing the hows and whys of leadership*. Thousand Oaks, CA: Sage Publishers, pp. 103-122.
- Carson J.B., Tesluk P.E., Marrone J.A. (2007). Shared leadership in teams: an investigation of antecedent conditions and performance, *Academy of Management Journal*, 50(5): 1217-1234. DOI: 10.5465/amj.2007.20159921
- Cater J.J. III, Justis R.T. (2010). The development and implementation of shared leadership in multi-generational family firms. *Management Research Review*, 33(6): 563-585. DOI: 10.1108/01409171011050190
- Chen G., Chittoor R., Vissa B. (2021). Does nepotism run in the family? CEO pay and pay-performance sensitivity in Indian family firms. *Strategic Management Journal*, 42(7): 1326-1343. DOI: 10.1002/smj.3263
- Choi Y.S., Hyeon J., Jung T., Lee W.J. (2018). Audit pricing of shared leadership, *Emerging Markets Finance and Trade*, 5(42): 336-358. DOI: 10.1080/1540496X.2017.1348292
- Conger J., Kanungo R.N. (1998). *Charismatic Leadership in Organizations*, Thousand Oaks, CA: Sage Publishers.
- Cox J.F., Pearce C.L., Perry M.L. (2003). Toward a model of shared leadership and distributed influence in the innovation process. In: Pearce C.L., Conger J.A. (Eds.). *Shared leadership: Reframing the hows and whys of leadership*. Thousand Oaks, CA: Sage Publishers, pp. 48-76.
- Dalton D.R., Daily C.M., Ellstrand A.E., Johnson J.L. (1998). Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance, *Strategic Management Journal*, 19: 269-290. DOI: 10.1002/(SICI)1097-0266(199803)19:3<269::AID-SMJ950>3.0.CO;2-K
- Day D.V., Gronn P., Salas E. (2006). Leadership in team-based organizations: On the threshold of a new era. *The Leadership Quarterly*, 17(3): 211-216. DOI: 10.1016/j.leaqua.2006.02.001
- Dennis S., Ramsey D., Turner C. (2009). Dual or Duel: Co-CEOs and Firm Performance, *Journal of Business & Economic Studies*, 15(1): 1-25. Available at: <https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=38591585&lang=it&site=ehost-live&scope=site>
- Fayol H. (1949). *General and Industrial Administration*, New York: Pitman.
- Finkelstein S. (1992). Power in top management teams: dimensions, measurement, and validation, *Academy of Management Journal*, 35(3): 505-538. DOI: 10.5465/256485
- Finkelstein S., D'Aveni R.A. (1994). CEO duality as a double-edged sword: How boards of directors balance entrenchment avoidance and unity of command, *Academy of Management Journal*, 37: 1079-1108. DOI: 10.5465/256667
- Frauenheim E. (2009). Co-CEOs: Two at the top. *Workforce Management*, 88(6): 40. Available at: <https://search-ebscohost-com.ezproxy.uniroma1.it/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=41787080&lang=it&site=ehost-live&scope=site>
- Gulick L., Urwick L. (1937). Papers in the science of administration. In Ott JS, Shafritz J (eds). *Classics in Organizational Theory*. Chicago, IL: The Dorsey Press, pp. 87-102.
- Hambrick D.C., Mason P. (1984). Upper echelons: the organization as a reflection

- of its top managers, *Academy of Management Review*, 9: 193-206. DOI: 10.5465/amr.1984.4277628
- Hasija D.B., Ellstrand A.E., Worrell D.L., Fowler H.D. (2017). Two heads may be more responsible than one: Co-CEOs and corporate social performance, *Journal of Management Policy and Practice*, 18(2): 9-21. Available at: <https://search-ebSCOhost.com.ezproxy.uniroma1.it/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=129237903&lang=it&site=ehost-live&scope=site>
- Jackson S.E. (1992). Consequence of group composition for the interpersonal dynamics of strategic issue processing. In: Shrivastava P., Huff A.S., Dutton J.E. (Eds.). *Advances in strategic management*. Greenwich, CT: JAI Press, pp. 345-382.
- Jayaraman N., Khorana A., Nelling E., Covin J. (2000). CEO Founder Status and Firm Financial Performance, *Strategic Management Journal*, 21(12): 1215-1224. DOI: 10.1002/1097-0266(200012)21:12<1215::AID-SMJ146>3.0.CO;2-0
- Krause R., Priem R., Love L. (2015). Who's in charge here? Co-CEOs, power gaps, and firm performance. *Strategic Management Journal*, 36(13): 2099-2110. DOI: 10.1002/smj.2325
- McNulty T., Zattoni A., Douglas T. (2013). Developing corporate governance research through qualitative methods: a review of previous studies. *Corporate Governance: An International Review*, 21(2):183-198. DOI: 10.1111/corg.12006
- O'Toole J. (2001). When leadership is an organizational trait. In: Bennis W., Spreitzer G.M., Cummings T.G. (Eds.). *The future of leadership*. San Francisco: Jossey-Bass.
- O'Toole J., Galbraith J., Lawler E.E. III (2002). When two (or more) heads are better than one: The promise and pitfalls of shared leadership, *California Management Review*, 44: 65-83. DOI: 10.2307/41166143
- Pearce C.L., Conger J.A. (2003). *Shared Leadership: Reframing the how's and why's of Leadership*, Thousand Oaks, CA: Sage Publications Inc.
- Pearce C.L., Sims H.P. (2000). Shared leadership: Toward a multi-level theory of leadership. In: Beyerlein M., Johnson D., Beyerlein S. (Eds.). *Advances in the Interdisciplinary Studies of Work Teams*. New York, NY: JAI Press, vol. 7, pp. 115-139.
- Sally D. (2002). Co-leadership: Lessons from republican Rome. *California Management Review*, 44(4): 84-99. DOI: 10.2307/41166144
- Simon H.A. (1997). *Administrative Behavior: A Study of Decision-making Processes*. In: *Administrative Organizations* (3rd edn). New York: Collier Macmillan.
- Schulze W.S., Lubatkin M.H., Dino R.N. (2002). Altruism, agency, and the competitiveness of family firms. *Managerial Decision Economics*, 23(4-5): 247-259. DOI: 10.1002/mde.1064
- Villalonga B., Amit R. (2006). How do family ownership, control and management affect firm value? *Journal of Financial Economics*, 80(2): 385-417. DOI: 10.1016/j.jfineco.2004.12.005
- Zattoni A. (2019). The evolution of corporate governance in Italy: formal convergence or path-dependence? *Corporate Governance and Research & Development Studies*, 1: 13-35. DOI: 10.3280/cgrds1-2019oa8799

La responsabilità degli organi sociali tra tradizione e riforma del diritto della crisi d'impresa. Un'interpretazione aziendalistica

*Alessandro Danovi**, *Serena Maurutto***

Ricevuto 20/09/2021 – Accettato 08/11/2021

Sommario

La responsabilità degli organi di governance, nel contesto delle procedure concorsuali, ha visto nel tempo alterne interpretazioni. Il presente contributo propone una razionalizzazione in chiave aziendalistica per evitare il rischio di riconoscere una natura inopportuna oggettiva alla fattispecie.

Nesso di causalità e misurazione del danno vengono riletti con la lente delle teorie manageriali e della creazione di valore, in modo da ottenere una valutazione più oggettiva che funga da giusto equilibrio tra tendenze eccessivamente garantiste e approcci inopportuna deterministici. Il superamento di tale determinismo si perfeziona con la proposta di un metodo di stima del danno liquidabile, che si sostiene proprio sulla logica decrementale della misurazione del valore distrutto, in luogo di quella meramente contabile del profitto.

Nell'attuale contesto di riforma del diritto della crisi, soprattutto alla luce del dovere di agire in prevenzione come disposto dal novellato art. 2086 c.c., non si può prescindere da una valutazione di ciascun atto di gestione, nel contesto specifico dell'azienda in cui esso è compiuto superando approcci pericolosamente generalisti.

Parole chiave: procedure concorsuali, stima responsabilità amministratori, valutazione d'azienda, legge fallimentare, business judgement rule, early warning

* Università degli Studi di Bergamo, Dipartimento di Scienze Economiche.
alessandro.danovi@unibg.it

** Università degli Studi di Bergamo, Dipartimento di Scienze Economiche.
serena.maurutto@guest.unibg.it

Abstract

Directors' Liability and the Reform of the Italian Insolvency Law: A business approach

In insolvency proceedings the liability of the governance bodies, has often been victim of attempts that have tried to confine it within narrow boundaries of strict liability. The paper proposes a rationalization of the frequent and different reinterpretation (*vexata quaestio*) with the help of business sciences.

In this sense, causality and damage measurement are reread with the lens of managerial theories and mainly the creation of value theory. The goal is to achieve a more objective assessment as a balance between excessively guaranteeing trends and inappropriately deterministic approaches. The overcoming of this determinism is perfected with the proposal of a new method of estimating the damage, supported on the decremental logic of the measurement of destroyed value.

In the current context of reform of the law of the crisis, especially in light of the duty of early acting in accordance with the provisions of the new art. 2086 of the Italian Civil Code, a precise assessment of each management act cannot be ignored, in the specific context of the company in which it is carried out, thus overcoming an approach that would remain dangerously generalist.

Key words: insolvency proceedings, directors' liability valuation, corporate valuation, insolvency law, business judgement rule, early warning

1. Introduzione

Nel contesto concorsuale delle crisi aziendali la responsabilità degli organi di governo rappresenta una fattispecie spesso vittima di reinterpretazioni. Tanto il nesso di causalità tra la condotta degli amministratori e il danno, quanto la determinazione di quest'ultimo hanno subito nel tempo diversi interventi che, fatta eccezione per brevi periodi in cui la giurisprudenza ha cercato di razionalizzarne i profili, sembrano evocare una responsabilità di natura oggettiva.

Prima del nuovo Codice della Crisi d'Impresa (d.lgs. 14/2019), la pronuncia della cassazione n. 9100 del 6 maggio 2015¹ aveva fatto chiarezza sui criteri per determinare la misura del danno² nell'azione di responsabilità promossa dal curatore in applicazione dell'art. 146 l.f. Le Sezioni Unite avevano affermato che

¹ Si veda Bassi *et al.* (2015) con commenti di Bassi, Cabras, Cian, Fortunato, Galletti, Jorio, Montalenti, Racugno, Sacchi.

² Considerato l'approccio aziendalistico del presente contributo, si rinvia per i necessari approfondimenti giuridici alla copiosa letteratura. In particolare, cfr. Ambrosini, 2007, 293 ss.; Ambrosini, Aiello, 2010, 953 ss.; Bonelli, 1992, 187 ss.; Conforti, 2003, 161; Gaffuri, 1995, 1153; Guglielmucci, 1986, 1067; Jaeger, 1988, 548 ss.; Jorio, 1986, 18; Mambriani, 2012; Patti, 1996, 220; Panzani, 1989, 980; Penta, 2006, 670 ss.; Rordorf, 1993, 618; Salafia, 1187 ss.; Zamperetti, 2009, 569 ss.

pur gravi violazioni di obblighi specifici non avrebbero di per sé potuto costituire elemento sufficiente per determinare il danno risarcibile in termini di differenza tra passivo e attivo patrimoniale³, ma che tale parametro avrebbe potuto essere trattato unicamente quale criterio residuale da adoperarsi in sede di liquidazione equitativa, secondo quanto disposto dall'art. 1226 c.c.⁴.

Il principio della causalità concreta e il principio della rilevanza dell'inadempimento venivano quindi eletti a criteri necessari, richiedendo la dimostrazione del sinallagma tra inadempimento e danno per procedere al computo del quantum da risarcire. Si trattava di una manifesta presa d'atto dell'insufficienza del criterio del differenziale tra passivo e attivo che, pur presentando vantaggi di semplicità, non consentiva una ricostruzione corretta dell'eziologia di un evento che doveva concretamente (e non in via presuntiva) innestarsi sulla condotta illecita addebitata agli organi gestori.

Anche alla luce delle novità normative, la delicatezza della questione emerge dal rischio, da un lato, di una valutazione a posteriori degli organi giudiziali su aspetti gestionali che dovrebbero essere sindacati solo in presenza di illeciti e, dall'altro, di attribuire comunque una responsabilità oggettiva agli amministratori nelle situazioni di crisi, seguendo un orientamento presente anche nella dottrina aziendalistica fino agli anni '90 del secolo scorso⁵ e che pare trovare nuova

³ Questo criterio era stato oggetto di applicazione estensiva da parte della giurisprudenza tanto da far parlare di «*dead man walking*» con riferimento agli organi sociali, potenzialmente destinatari dell'azione. Così Santangelo, 2006, 9.

⁴ Nel caso deciso dalle Sezioni Unite, l'amministratore unico di una società fallita era stato chiamato in giudizio per aver distratto beni della società, omissis la tenuta dei libri sociali, per non avere predisposto i bilanci degli esercizi 1994 e 1995 né presentato le relative dichiarazioni fiscali. La sentenza di primo grado, confermata in appello, aveva condannato l'amministratore al risarcimento dei danni liquidati in base al differenziale tra attivo e passivo, sulla premessa dell'impossibilità di superare la «presunzione ex art. 2729 c.c. della sussistenza di nesso di causalità tra il disavanzo stesso e la violazione degli obblighi di tenuta delle scritture contabili che non consenta la ricostruzione dei fatti».

Le Sezioni Unite hanno affrontato i temi del nesso di causalità tra condotta illecita ed evento dannoso ed il criterio di liquidazione, assumendo che «l'inadempimento rilevante nell'ambito delle azioni di responsabilità da risarcimento del danno nelle obbligazioni cosiddette di comportamento non è qualunque inadempimento, ma solo quello che costituisca causa (o concausa) efficiente del danno» e, riprendendo una precedente pronuncia (Cass., Sez. Unite, n. 577 del 2008) hanno confermato che «l'allegazione del creditore non può attenersi ad un inadempimento, qualunque esso sia, ma ad un inadempimento per così dire qualificato, e cioè astrattamente efficiente alla produzione del danno».

⁵ L'approccio in questione ha rappresentato la prospettiva di interpretazione dominante nella letteratura aziendalistica fino all'inizio dell'ultima decade del secolo scorso. Si leggano, tra gli altri Coda, 1983. In tal senso anche Sciarelli, 1995, 16. Ancora più incisivo Viganò, 1978, 883. Nell'ambito dell'ampia letteratura che ha adottato questo approccio, si sono identificati anche diversi tipi di comportamenti specifici del management considerati cause generatrici della crisi, che sono sintetizzati in Migliori, 2013, 37. Sull'argomento si leggano anche Argenti, 1976; Bi-beault, 1999; Candelo, 2005; Guatri, 1985; Sharma-Kensen, 2000; Zito, 1999.

linfa nel Codice della Crisi. In questo senso la pronuncia del maggio 2015 segnava un significativo passo verso il ripristino del rispetto della *business judgement rule*⁶ riconosciuta sul piano internazionale.

Di converso l'estensore della riforma del diritto della crisi ha compiuto delle scelte che rappresentano un ritorno al passato e che paiono vanificare gli sforzi compiuti dalla giurisprudenza nel tracciare i confini di un'interpretazione della responsabilità astrattamente punitiva. Il Codice della Crisi, infatti, integra l'art. 2486 c.c. con una previsione della modalità di computo del danno su due livelli. Il primo introduce un principio di applicazione generale su base presuntiva, laddove non sia fornita prova di un diverso ammontare, con ricorso al metodo della liquidazione in termini di differenza tra i netti patrimoniali. Il secondo, di utilizzo residuale, prevede che in caso di mancanza, irregolarità delle scritture contabili o di sussistenza di altre cause che impediscano la ricostruzione dei netti patrimoniali, il danno debba essere liquidato quale differenza tra gli attivi e i passivi emersi nella procedura.

Se a ciò si aggiunge il riformato art. 2086 c.c., da cui si ricava la responsabilità della governance per la mancata introduzione di adeguati assetti di gestione contabili, organizzativi e amministrativi, e lo si colloca nell'ambito della disciplina dei sistemi di preallerta, c.d. *early warnings*, è inequivocabile l'estensione della responsabilità di gestione anche in fase preventiva⁷. La norma, infatti, viene espressamente richiamata sia all'art. 2380-*bis* c.c., con riferimento all'amministrazione delle società per azioni, sia all'art. 2475 c.c., relativo all'amministrazione delle società a responsabilità limitata. In tale contesto gli obblighi degli amministratori delle società di capitali si sono arricchiti di contenuti non facilmente circoscrivibili. Anche l'aggettivo "adeguato" appare complesso e rischia di rinviare ad un giudizio necessariamente *ex post*, quando la crisi è emersa e l'assetto adottato si è rivelato inadeguato alla tempestiva rilevazione e al suo superamento⁸.

⁶ Secondo la *business judgement rule*, creata in seno alla giurisprudenza statunitense, le attività degli organi di gestione non sono sottoponibili a critica fino a che non venga data prova del loro compimento in violazione della *duty of care*. Su di esse, di conseguenza, il tribunale è tenuto a svolgere un controllo procedurale al fine di accertare se l'operatività sia stata svolta nel rispetto della diligenza necessaria e sottesa all'incarico ricoperto. Cfr. anche Calderan, 2009, 1.

⁷ Merita menzione il recente orientamento della Cassazione (Cass. Civ. sent. 18/09/2020, n. 19556), così come i coevi interventi del Tribunale Roma (Sez. spec. in materia di imprese, Sent., 24/09/2020 e Tribunale di Roma, 8/04/2020). Pur se limitata alla responsabilità degli amministratori privi di deleghe, la pronuncia, nel solco di precedenti sentenze (Cass. 24851/2019) indica i doveri della governance, quali antecedenti causali delle responsabilità del dissesto, e ribadisce la necessità che la responsabilità sia riconducibile nell'alveo di un'interpretazione di idoneità concreta degli atti, commissivi od omissivi.

⁸ La funzionalità degli assetti adeguati alla tempestiva emersione dello stato di crisi, peraltro, trova conferma nel meccanismo delle misure premiali previste dall'art. 25 del Codice

Inoltre, considerato che in giurisprudenza e dottrina si è soliti distinguere tra obblighi degli amministratori aventi un contenuto specifico e precisamente determinato dalla legge o dall'atto costitutivo e obblighi generali di amministrare con diligenza e senza conflitti di interesse, la variabilità dei contenuti e dell'estensione che l'adeguatezza degli assetti gestionali può assumere, rende incerta e discussa la collocazione del dovere di istituire adeguati assetti tra i doveri generici ovvero tra quelli specifici⁹.

Nondimeno, con una recente pronuncia del maggio 2021, interviene sul tema la Suprema Corte¹⁰ nuovamente discostandosi dall'approccio normativo della riforma e sancendo l'insufficienza della mancata o irregolare tenuta delle scritture contabili a far scattare il metodo della differenza tra passivo e attivo patrimoniali per la determinazione del danno. Ciò, sottolineano i giudici di legittimità, nemmeno se la responsabilità della irregolarità è imputabile all'amministratore convenuto.

Allo scopo di fornire un contributo allo scioglimento dell'intricato groviglio di contenuti normativi e giurisprudenziali, di seguito si propone una rilettura del tema attraverso la lente delle scienze aziendalistiche, cui ineluttabilmente il tema della governance e del management d'impresa si devono riconnettere.

L'articolazione del lavoro è quindi la seguente.

Il paragrafo 2 propone un superamento dei criteri tradizionalmente usati per passare a una prospettiva di misurazione del valore. L'idea di fondo è che la misurazione del danno debba avvenire attraverso un percorso a stadi successivi, in cui la definizione del legame eziologico tra condotta degli amministratori e danno possono essere meglio identificati al netto dei fattori di disturbo e dalla multicausalità con il supporto dell'economia industriale e aziendale.

della crisi d'impresa e dell'insolvenza, in quanto il godimento di tali misure è subordinata alla iniziativa tempestiva dell'organo amministrativo (che a sua volta dipende – o dovrebbe – dall'effettiva idoneità degli assetti).

⁹ L'orientamento prevalente può far ritenere che il dovere di istituire adeguati assetti rientri tra quelli generici (ovvero, di dovere specifico a "contenuto aperto") con il forte il dubbio che il sindacato sull'agire degli amministratori si risolva in una sorta di automatismo tra verificarsi dell'insolvenza e inadeguatezza dell'assetto e, da questa, la conseguente responsabilità.

¹⁰ Si legga Cass. Civ. Ord. 17/05/202, n. 13220, in cui, con richiamo espresso della cassazione del 2015, il metodo della differenza del passivo e dell'attivo patrimoniali viene ricondotto entro i limiti dell'utilizzo in via residuale e soltanto laddove l'inadempimento dell'amministratore possa essere astrattamente riconosciuto quale astrattamente idoneo a cagionare il danno lamentato: «una correlazione tra le condotte dell'organo amministrativo e il pregiudizio patrimoniale dato dall'intero deficit della società fallita può prospettarsi soltanto per quelle violazioni del dovere di diligenza nella gestione dell'impresa così generalizzate da far pensare che proprio in ragione di esse l'intero patrimonio sia stato eroso [...] o comunque per quei comportamenti che possano configurarsi come la causa stessa del dissesto sfociato nell'insolvenza».

Il paragrafo 3 ripercorrendo le moderne teorie finanziarie mostra come la misurazione del danno può essere più obiettivamente espressa sostituendo al concetto di profitto quello, scientificamente più evoluto, di valore. Una simile prospettiva propone il superamento delle logiche di osservazione meramente contabili e l'approdo ad un sistema di valutazione ibrido, che pone nelle mani dell'interprete strumenti presi dalle teorie e dalle tecniche economiche e di valutazione d'azienda.

Il paragrafo 4 sintetizza le conclusioni indicando come una valutazione più coerente con l'ottica del valore e della variazione del capitale economico consente di tenere in considerazione gli eventi che rappresentano i singoli o concorrenti antecedenti causali al dissesto e consentono di misurare il danno prodotto dagli organi sociali con metodologie più obiettive.

2. Dalla prospettiva di liquidazione del danno alla misurazione del valore distrutto

Si è detto come le recenti pronunce delle Sezioni Unite e di alcuni tribunali abbiano cercato di comporre il disallineamento giurisprudenziale rispetto a condizioni e limiti dell'utilizzo del criterio del deficit fallimentare, in particolare, superando il problema dell'imputabilità oggettiva e introducendo i principi della causalità materiale e della rilevanza dell'inadempimento.

Essendo, tuttavia, ad oggi scarsi gli interventi dottrinali che si pongono come obiettivo la definizione degli aspetti tecnici del processo di liquidazione del danno risarcibile, si cercherà qui sinteticamente di ipotizzare un percorso razionale che, partendo dall'identificazione dell'effettivo nesso di causalità, consenta di giungere all'utilizzo di un metodo di valutazione del danno coerente con lo specifico contesto in cui si è determinato, tenuto conto dell'intervenuto fallimento¹¹.

Va comunque ricordata la necessità di non passare da un sistema che rischiava di attribuire agli amministratori responsabilità anche per perdite che

¹¹ Va anche considerato che le casistiche più frequenti in ambito di azione di responsabilità del curatore riguardano irregolarità delle scritture contabili e perdite del capitale sociale, cui non siano conseguiti gli opportuni provvedimenti. Relativamente a questi contesti la giurisprudenza è intervenuta più frequentemente, adottando criteri di determinazione di maggior rigore, culminati con i principi affermati nella già citata sentenza SS. UU. n. 9100 del 6 maggio 2015. Di fatto si è dato atto che lo sbilanciamento patrimoniale della società insolvente è spesso l'effetto di una molteplicità di cause che non possono essere attribuite aprioristicamente alla condotta degli amministratori. Perciò, essendo indispensabile individuare e quantificare il danno imputabile alle specifiche condotte illegittime, ricorrendo all'ausilio di consulenti tecnici, il principio fondamentale risulta quello di causalità, in base al quale gli amministratori sono chiamati a rispondere unicamente dei danni che siano conseguenza immediata e diretta dei loro comportamenti inadempienti.

non hanno contribuito a causare, ad un altro troppo garantista, con conseguenze di segno opposto e perciò ugualmente inique.

Considerata la complessità di un'efficace circoscrizione degli effetti dell'attività illecita, nell'ambito della gestione societaria, si ritiene che una equilibrata ricostruzione non possa che avvenire attraverso un percorso a stadi:

1. Premessa essenziale alla valutazione, è l'individuazione del periodo di imputazione temporale della responsabilità a partire dal momento determinante, anche per distinguere l'operato degli amministratori susseguiti nel tempo. Va rintracciato prima il momento in cui si è manifestata l'eventuale causa terza o primigenia, poi quello al quale si imputa la condotta illecita dei vertici aziendali e, infine, la data in cui è intervenuta la dichiarazione di fallimento;
2. Ciò posto, va esperito il tentativo di ricostruzione della situazione patrimoniale nel momento precedente la commissione dell'illecito, in modo da condurre un esame comparativo per rintracciare quali componenti abbiano subito realmente gli effetti negativi degli atti gestori;
3. Il passo successivo è l'analisi delle principali operazioni effettuate, in modo da conoscerne finalità ed effetti reali (diretti e indiretti), motivazioni e soggetti coinvolti dai risultati delle stesse;
4. L'ultimo passo è individuare ed applicare un metodo che, una volta assolto l'onere probatorio attraverso l'identificazione dei singoli atti fonte dell'evento dannoso¹², consenta di quantificare il danno determinatosi in modo da far conseguire un congruo risarcimento.

Sulla base di questo percorso logico è opportuno riprendere e rileggere, criticamente, le metodologie fino ad oggi utilizzate, ovvero il metodo della

¹² In tema di assolvimento dell'onere della prova, risulta ancora attuale l'orientamento manifestato dalla giurisprudenza di legittimità con sentenza n. 25977/2008, ove si è affermato che «l'azione di responsabilità (...) ha natura contrattuale (...); ne consegue che, mentre su chi la promuove grava esclusivamente l'onere di dimostrare la sussistenza delle violazioni ed il nesso di causalità tra queste ed il danno verificatosi, incombe, per converso, su amministratori e sindaci l'onere di dimostrare la non imputabilità a sé del fatto dannoso, fornendo la prova positiva, con riferimento agli addebiti contestati, dell'osservanza dei doveri e dell'adempimento degli obblighi loro imposti; pertanto, l'onere della prova della novità delle operazioni intraprese dall'amministratore successivamente al verificarsi dello scioglimento della società per perdita del capitale sociale, compete all'attore e non all'amministratore convenuto». Sulla stessa linea, si leggano anche Cass., n. 22911 del 2010; Cass. n. 3694/2007; Cass. n.1035/1995; sul nesso causale condotta-danno, Cass. n. 17033/2008. Sul tema, osserva correttamente Mambriani (2012, www.odcec.mi.it), che «il curatore fallimentare che intenda far valere una responsabilità per violazione degli obblighi citati deve provare, in applicazione dei comuni criteri validi in materia, che, dopo la perdita del capitale, sono state intraprese iniziative imprenditoriali connotate come tali dall'assunzione di nuovo rischio economico-commerciale e compiute al di fuori di una logica meramente conservativa».

differenza tra attivo e passivo patrimoniale, il metodo dei netti patrimoniali e il criterio della perdita incrementale.

Il primo di tali metodi, computando il danno in termini di differenza tra attivo e passivo del patrimonio fallimentare, si attua semplicemente sottraendo al passivo il valore dell'attivo e addebitando il risultato ottenuto a titolo di danno cagionato agli organi di amministrazione¹³, con i già citati limiti in merito alla sussistenza di un nesso causale tra condotta e danno¹⁴. Relativamente a questo aspetto si è già sufficientemente argomentato nei paragrafi precedenti.

È evidente come il metodo non si ponga minimamente il problema della possibile coesistenza di cause terze e tanto meno di valutare se le stesse siano intervenute stabilendo un nesso eziologico con il danno più tardi verificatosi in un periodo antecedente a quello cui si imputa l'avverarsi della condotta illecita da parte degli amministratori.

Il metodo dei netti patrimoniali, di elaborazione dottrinale, definito anche "Differenza dei netti patrimoniali", richiede l'identificazione di due distinti episodi temporali: quello in cui gli amministratori avrebbero dovuto rendersi conto della sussistenza della causa di scioglimento e quello in cui è stato dichiarato il fallimento della società. Conseguentemente, va calcolato il patrimonio netto per entrambi i momenti e si determina il danno in termini di differenza tra i suddetti netti.

Tale criterio sarebbe utilizzabile nel caso in cui la prosecuzione dell'attività d'impresa sia durata per un lasso temporale esteso, tanto da rendere difficoltoso individuare a posteriori le specifiche attività che manifestano una natura non conservativa alle quali far risalire il danno e risulterebbe, per alcuni criteri, anch'esso un metodo di cui avvalersi in misura prettamente residuale. A giudizio di altri, il metodo sarebbe di diretta applicazione per determinare l'entità del danno risarcibile in tutti i casi in cui si sia verificata la prosecuzione dell'attività nonostante la presenza di una causa di scioglimento della società¹⁵.

¹³ Come già ampiamente illustrato, si tratta di un parametro che, proprio perché non rispettoso del principio della causalità, gode di un'applicabilità residuale, e che si dimostra altresì «caratterizzato da un'elevata dose di approssimazione, sia perché non è certo che le passività coincidano con la somma delle domande di ammissione presentate dai creditori, sia perché l'attivo risente necessariamente della svalutazione di alcuni beni direttamente riconducibile alla dichiarazione di fallimento (si pensi a beni immateriali quali l'avviamento o a taluni marchi)». Così Vitiello, 2012, 2 (www.ilfallimentarista.it).

¹⁴ Fa correttamente notare Pompeo, 2014, in www.altalex.com, che spesso nelle passività sono ricomprese situazioni debitorie la cui imputabilità deve essere esclusa in quanto precedenti alla perdita patrimoniale e che, d'altra parte, le attività sono il risultato anche dell'azione della curatela, che potrebbe a volte essere poco tempestiva o non adeguata.

¹⁵ Un'opinione che si colloca su una posizione intermedia è quella di Vitiello, *Ibid.*, che ritiene il metodo della perdita incrementale utilizzabile «soprattutto nei casi in cui sia possibile

Anche a questa metodologia, pur riconoscendole il merito di determinare l'effettiva perdita imputabile alla ritardata liquidazione, si deve riconoscere il limite del ricorso all'utilizzo di una logica presuntiva¹⁶, che conduce all'identificazione tra prosecuzione non conservativa dell'attività e determinarsi del danno e, di conseguenza, a considerare un nesso di causalità astratto, senza operare la doverosa sussunzione¹⁷.

D'altra parte, rintracciare fatti singoli di gestione, quali antecedenti causali del danno, è attività complessa, e non sempre praticabile, sia sotto l'aspetto concreto sia sotto il profilo concettuale. Se sul piano pratico è innegabilmente difficoltoso isolare operazioni specifiche incoerenti rispetto al fine della conservazione dell'impresa, una simile frammentazione appare in contrasto anche con la logica sistematica della realtà d'impresa, quale istituto caratterizzato da un coordinamento continuo e inscindibile di operazioni gestorie¹⁸. Più agevole è invece fare riferimento alle operazioni straordinarie come si vedrà in seguito.

Alla pari del primo metodo, inoltre, anche questo omette di considerare i fattori di disturbo e, una volta accertato l'illecito da parte degli organi di gestione, la perdita subita dalla società è integralmente imputata ad essi.

Il criterio della perdita incrementale, infine, pare quello che potrebbe rappresentare una obiettiva base di partenza, previa opportuna configurazione atta a renderne maggiormente coerente ed attendibile l'impiego, in sede di

ricostruire la movimentazione degli affari dell'impresa e concludere che, nel caso in cui la gestione caratteristica non fosse proseguita sino al momento dell'apertura del concorso dei creditori, ma fosse cessata prima, la perdita di patrimonio sociale sarebbe stata inferiore».

¹⁶ Sottolinea Mambriani, *Ibid.*, 7, che «Si tratta di un criterio che consente di apprezzare in via sintetica ma plausibile l'effettiva diminuzione patrimoniale della società (dunque, appunto, il danno per la società e per i creditori), intervenuta a causa della ritardata liquidazione. Questo criterio però è presuntivo e deve essere applicato nel rispetto della logica e della ragionevolezza».

¹⁷ Va detto che simili dubbi sono stati sollevati anche in sede giurisprudenziale poiché «non tutta la perdita riscontrata dopo il verificarsi della causa di scioglimento può essere riferita alla prosecuzione dell'attività d'impresa, potendo essa in parte prodursi anche in pendenza di liquidazione o durante il fallimento in ragione del venir meno dell'efficienza produttiva e dell'operatività dell'impresa» (Cass. Sent n. 17033 del 23 giugno 2008). Deve quindi prestarsi attenzione poiché «il pregiudizio derivante da specifici atti illegittimi imputabili agli amministratori non deve essere confuso con il risultato negativo della gestione patrimoniale della società (...) lo sbilancio patrimoniale può avere cause molteplici non necessariamente tutte riconducibili a comportamento illegittimo dei gestori e dei controllori della società (...) la sua concreta misura dipende spesso non tanto dal compimento di uno o più atti illegittimi, quanto dalla gestione nel suo complesso e dalle scelte discrezionali in cui questa si traduce: ossia da attività sottratte per loro natura al vaglio di legittimità del giudice» (Cass. n. 3032/2005; Cass. n. 2538/2005).

¹⁸ Fa opportunamente notare Galletti (2010, 7, www.osservatorio-oci.org), che la sistematicità dell'attività di gestione emerge anche nelle situazioni di perdita.

determinazione del danno ai sensi dell'art. 146 l.f. Ciò è possibile attraverso una omogeneizzazione dei termini di paragone da condursi in fasi successive.

La premessa necessaria è che vada comunque precisato il momento temporale cui riferire la causa di negligenza (o meglio la censurabilità della medesima)¹⁹. Al di là della ripartizione della responsabilità tra i diversi soggetti, è essenziale l'individuazione del momento iniziale cui riferire la causa di responsabilità, di norma coincidente con la perdita del capitale (o con la sua conoscibilità) e con la mancata colpevole ricostituzione. Appare evidente che il momento di imputabilità agli amministratori dei relativi obblighi o divieti non può essere antecedente alla conoscibilità, rapportata al criterio di normale diligenza, dell'evento, fonte degli obblighi o divieti stessi²⁰.

Come accennato, ex art. 2484, n. 4, c.c., la diminuzione del capitale sociale al di sotto del limite legale costituisce causa di scioglimento delle società di capitali con la necessità di limitare (art. 2486 c.c.) i poteri degli amministratori ad una gestione conservativa dell'integrità e del valore del patrimonio sociale, a pena di responsabilità personale e solidale per i danni arrecati per atti o omissioni contrari a tale principio²¹.

¹⁹ Ne consegue che, laddove nella gestione sociale si fosse verificato un avvicendamento di amministratori, sarà indispensabile computare la perdita relativamente al periodo in cui ciascun amministratore è rimasto in carica, effettuando una corretta ripartizione *pro rata temporis* tra essi. E d'altronde, «poiché può ben darsi che la cessazione dalla carica sia avvenuta in corso di esercizio, per determinare l'incremento della perdita di periodo si potrà far ricorso a criteri di ragionevole approssimazione (es.: perdita incrementale di esercizio divisa per i 12 mesi dell'anno con moltiplicazione del risultato per i mesi in cui l'amministratore è stato in carica nell'esercizio, sul presupposto che la perdita si sia prodotta in modo omogeneo e salva prova contraria)» (Cfr. Mambriani, 2012, 9).

²⁰ L'individuazione di tale limite temporale non può essere lasciata alla mera discrezionalità delle parti responsabili: nel caso in cui si dovesse ritenere necessaria la formalizzazione della presa di conoscenza degli interessati (nella fattispecie ad esempio la verbalizzazione in sede di C.d.A. dell'avvenuta diminuzione del capitale sociale oltre il terzo) una eventuale inerzia del soggetto interessato in assenza di una situazione positivamente valutata, necessariamente comporterebbe il venir meno del profilo di responsabilità.

Né allo stesso modo si può ritenere che la tempestiva convocazione dell'assemblea disposta dall'art. 2447 c.c. possa interrompere, in vista della relativa delibera, gli effetti della causa di scioglimento (quale appunto la diminuzione del capitale sociale al di sotto del limite legale) ai fini degli altri comportamenti richiesti, quale, ad esempio, ai sensi dell'art. 2486 c.c., la limitazione del potere di gestire la società ai fini della conservazione dell'integrità e del patrimonio sociale (sostitutivo del precedente divieto di intraprendere nuove operazioni di cui al previgente art. 2449 c.c.).

²¹ Precedentemente alla Riforma del diritto societario del 2003 il divieto da parte degli amministratori di intraprendere nuove operazioni era esplicitamente previsto dall'art. 2449, co. 1, c.c. La nuova formulazione appare volta a rafforzare l'opinione, già prevalente, che il divieto di intraprendere nuove operazioni non dovesse esser letto in ottica strettamente economica, bensì attenesse ad una logica "di scopo", privilegiando il fine patrimoniale - liquidatorio a quello reddituale tipico della normale attività d'impresa.

Ne consegue che la diligenza degli amministratori dovrà essere valutata contemperando gli oneri ed i vantaggi derivanti dalle operazioni intraprese, ovvero dalla prosecuzione dell'attività con la limitazione agli scopi dettati dalla nuova disciplina, successivamente al verificarsi della causa di scioglimento. Di fatto, si tratta di avviare un processo di valutazione in cui le operazioni da compiere presuppongono una successione correlata e sequenziale.

È bene, innanzitutto, precisare che una volta individuato il momento cui riferire le cause di scioglimento, il termine di confronto è la data della dichiarazione di fallimento ma, a garanzia di coerenza nella comparazione, è necessaria l'uniformità dei termini ovvero dei criteri di redazione dei bilanci. Occorrerà perciò apportare specifiche rettifiche ai bilanci relativi poiché può essere fuorviante confrontare una situazione patrimoniale basata sul presupposto dell'*ongoing concern* con un'altra liquidatoria.

Per quanto riguarda il bilancio di fallimento (o redatto per l'istanza di concordato), saranno considerati rilevanti i valori inseriti, di cui tuttavia dovrà essere accertata la correttezza dal punto di vista contabile.

Oltre alle rettifiche di liquidazione, potrebbero esser necessarie rettifiche di funzionamento. Si tratta di una serie di interventi il cui scopo è fare emergere la perdita che fosse stata precedentemente occultata, come è per esempio il caso di omessa svalutazione di alcune poste dell'attivo (tipicamente crediti inesigibili) ovvero sopravvalutazione delle stesse (in primis il magazzino). Particolare attenzione va riservata alle poste straordinarie. Nel periodo di crisi, potrebbero essere state compiute anche attività finalizzate al recupero di liquidità i cui effetti si esauriscono nel breve termine, depotenziando di fatto la capacità reddituale dell'impresa²².

Per evitare ciò, risulta essenziale sottrarre sia l'entità determinatasi a bilancio sulla base dei ricavi straordinari, sia quella realizzata sul presupposto dell'aumento di capitale o del versamento a fondo perduto.

Dal bilancio di partenza, devono invece essere estromesse, o ridimensionate, le voci la cui presenza si giustifica in prospettiva di continuità, come è il caso del *goodwill* o degli *intangible assets*. La situazione patrimoniale iniziale dovrà essere rettificata adottando un presupposto di liquidazione.

L'ultimo correttivo può riguardare costi che la società avrebbe dovuto in ogni caso sostenere, per lo meno per il tempo necessario alla loro cessazione. Le situazioni patrimoniali dovranno cioè considerare le spese che non si sarebbero potute dismettere istantaneamente, quali per esempio, il costo dei

²² Per esempio, potrebbero essere state contabilizzate plusvalenze per ricavi straordinari conseguiti ad alienazione di *assets*, oppure si potrebbero essere verificate delle immissioni di *equity*. In entrambi i casi, si determinerebbe un innalzamento artificioso del patrimonio nel secondo momento temporale a confronto, che determinerebbe un contenimento del differenziale rispetto alla situazione patrimoniale iniziale.

dipendenti per il periodo di preavviso, i canoni di locazione di uno stabile commerciale per lo svolgimento delle attività, le spese per le prestazioni professionali necessarie anche in fase di procedura concorsuale, etc.

Una volta assolate le operazioni richieste da ciascuna delle fasi precedentemente illustrate calcolando la differenza tra i patrimoni netti così ottenuti, si potrà ricavare il depauperamento patrimoniale obiettivamente imputabile.

In alcuni casi, ove sia difficile valutare il danno prodotto dalla continuità gestionale riconducibile alle normali operazioni, può essere utile distinguere la gestione isolando le componenti straordinarie. Non è infrequente, infatti, che sui risultati pesino in maniera significativa gli esiti di operazioni straordinarie, rivelatesi dannose per la società. L'estrapolazione di dette operazioni può allora costituire una utile approssimazione dei risultati.

La dottrina aziendalistica, nell'affrontare il tema della metodologia da utilizzare in ambito di valutazione aziendale, suggerisce spesso di utilizzare più metodi, uno da applicarsi in via principale, e l'altro in via sussidiaria, quale cosiddetto metodo di controllo.

Recependo tali indicazioni anche nel caso che qui impegna, potrebbe rivelarsi d'ausilio per verificare l'attendibilità della valutazione del danno, eseguita secondo la tecnica dei netti patrimoniali. Si ritiene che un simile supporto possa essere offerto dal metodo dei costi fissi.

L'evoluzione dei costi fissi rappresenta un fenomeno la cui osservazione si dimostra utile per testare la coerenza dei risultati ottenuti con la metodica dei netti patrimoniali omogeneizzati e normalizzati. La determinazione del differenziale di alcuni di essi rispetto all'ultimo esercizio precedente a quello in cui la società è diventata insolvente, può rappresentare un criterio idoneo a consentire la misurazione del danno minimo provocato dalla continuazione dell'attività, fungendo così anche da parametro di controllo.

Tra i costi fissi utilizzati in seno a tale *proxy* vanno senz'altro inseriti sia i costi di gestione, sia gli oneri finanziari. Quanto ai primi va infatti detto che in condizioni di arresto dell'attività d'impresa, non graverebbero sul patrimonio sociale, mentre quanto ai secondi è evidente come il deterioramento della situazione economica e finanziaria dell'impresa conduca ad accedere a fonti finanziarie sempre più costose²³.

²³ In proposito Galletti (2010, 18), sottolinea che «il deterioramento della situazione economica e finanziaria dell'impresa in crisi, connessa all'esigenza di reperire fonti di finanziamento inevitabilmente più "costose", genera come si è visto sopra quasi sempre un aumento degli oneri finanziari nel tempo, che è direttamente provocato dalla prosecuzione dell'attività di impresa; tale differenziale non può non essere imputato agli amministratori. Spesso, tuttavia, il dato (evincibile in teoria dal conto economico del bilancio di esercizio) è inquinato dalle politiche di "rientro" delle banche, le quali conducono ad un apparente miglioramento del peso degli oneri finanziari, che tuttavia non è tale in concreto, perché queste "politiche" hanno

Un'altra riflessione merita il tema della valutazione giudiziale dell'operato degli amministratori.

Il giudice deve indagare sulle circostanze di fatto e sulla situazione concreta nella quale è maturata la decisione amministrativa o la valutazione estimativa e sulle ragioni contingenti che l'hanno suggerita. «Si tratta di un'indagine di fatto strumentale a un giudizio di legittimità; la valutazione della diligenza non può, infatti, essere effettuata in astratto, ma deve essere in certo senso storicizzata e misurata sulle circostanze che hanno accompagnato la scelta amministrativa, le informazioni e gli strumenti di valutazione disponibili da parte degli amministratori»²⁴.

Il limite oltre il quale il comportamento dell'amministratore è da qualificare come "non diligente" è individuato nella "ragionevolezza", per cui ai fini della responsabilità verranno ad avere rilievo, come privi di diligenza, i comportamenti assolutamente irragionevoli e, quindi, non giustificabili.

Il metro per giudicare se si eccede o no dai limiti del discrezionale è appunto quello del difetto di ragionevolezza della soluzione adottata. Dell'insindacabilità del merito degli atti compiuti dagli amministratori non deriva tuttavia l'irrelevanza dei loro errori di gestione. Il principio deve essere infatti inteso nel senso che l'errore di gestione è fonte di responsabilità dell'amministratore quando è stato cagionato da un inadempimento alle obbligazioni che gravano su di lui. Secondo questo orientamento, l'irragionevolezza o la palese erroneità della scelta gestionale vengono considerate dalla giurisprudenza come elementi presuntivi dell'inadempimento dell'amministratore.

L'ultima delle metodologie citate, se diversamente dalle precedenti, ha il merito di aver proposto una razionalizzazione delle stime di calcolo,

ormai distrutto ogni residuo potenziale economico e reddituale dell'impresa. Più semplice è talvolta la valutazione dei costi fissi legati alla gestione del personale, e quindi agli oneri retributivi e previdenziali, i quali in condizioni di arresto dell'attività imprenditoriale (se gli amministratori utilizzano i rimedi dati dagli ammortizzatori sociali e dalle procedure di licenziamento) non graverebbero sul patrimonio sociale, così come taluni oneri fiscali. E proprio la dimensione degli interessi, apprezzati nella loro interezza esercizio per esercizio, dopo che la società è divenuta insolvente, o comunque nel differenziale rispetto all'ultimo esercizio prima che il patrimonio netto sia divenuto negativo, insieme agli altri "costi fissi" (relativi al personale), può costituire una buona *proxy* per valutare l'esattezza del criterio, pur non potendosi ovviamente gli stessi sommare alla differenza fra i patrimoni netti nel periodo di riferimento (ossia fra t1 e t2): semmai tali costi consentono di misurare il danno "minimo" sicuramente provocato dalla protrazione dell'attività, così fornendo la prima cifra di una "forbice" che aumenta, piuttosto che ridurre, la attendibilità scientifica del criterio, rendendolo verificabile. I "costi fissi", unitamente alle eventuali somme certamente distratte, possono allora costituire per la Curatela un buon banco di prova, mediante i quali valutare la "tenuta" del risultato ricavato dalla metodica dei netti patrimoniali».

²⁴ Così Calandra-Bonaura, 2007, 46.

attraverso operazioni di omogeneizzazione e normalizzazione dei dati contabili, in modo da rendere effettivamente confrontabili i dati medesimi secondo una comune ottica – quella liquidatoria – e, inoltre, ha suggerito di tenere in considerazione alcune componenti o costi che potrebbero aver interferito nel determinare la concreta misura della perdita subita dalla società, tuttavia manca anch'essa della doverosa considerazione delle causalità terze, ovvero di quei fatti o avvenimenti che manifestatisi successivamente, contestualmente o addirittura antecedentemente rispetto agli atti illeciti degli amministratori, possono aver concorso a provocare il danno al patrimonio dell'impresa. Inoltre, non è nemmeno in grado di rettificare i dati di bilancio isolando quelle componenti che, inserite per ragioni di mera regolarità contabile, hanno poco o nulla a che fare con gli atti e le attività di gestione di cui dovrebbero costituire le risultanze.

5. La prospettiva del valore

Le metodologie di stima del danno liquidabile illustrate nel paragrafo precedente, oltre al limite di non considerare le cosiddette causalità terze, rimangono, pur con qualche tentativo di rettifica, avvinte ad una logica contabile. Assumere la prospettiva del valore nell'ambito dell'azione del curatore contro gli amministratori invece consentirebbe di superare le ambiguità dei risultati di bilancio giungendo alla definizione dei risultati effettivi dell'agire manageriale, evidenziandone i fattori latenti, sia positivi che negativi, escludendo le componenti estranee al fenomeno sottoposto ad indagine e misurando la variazione del capitale economico dell'impresa.

In questo, tra gli indicatori utilizzati per la misurazione del valore appare di utilità l'*Economic Value Added (EVA)*, ideato negli anni '90 dall'economista americano Bennet Stewart per valutare i risultati dell'operato manageriale e, più in generale, anche dell'azienda nel suo complesso. La formula dell'EVA, infatti, in un'ottica consuntiva o di controllo, si propone di misurare il valore incrementale o decrementale a intervalli di tempo determinati, quantificando gli effetti provocati dal sistema di decisioni d'impresa e valorizzando la diversa distribuzione temporale dei risultati²⁵.

²⁵ In tal senso Renoldi (1997, 37), che riconosce al metodo EVA il merito di aver recuperato il «principio di relatività delle misure» e di costituire «un'estensione, assai più raffinata e con uno spettro informativo più ampio e completo, della leva finanziaria, per il fatto che l'indagine sulla performance d'impresa – o la selezione dei progetti di investimento – non viene parametrata unicamente sul costo del debito (come avviene con il meccanismo della leva finanziaria), ma sul rendimento complessivo richiesto dal mercato sulle diverse forme di finanziamento, siano essi debiti o capitale di rischio. Inoltre, attraverso l'utilizzo del tasso di

Analiticamente l'*Economic Value Added* si ottiene attraverso l'applicazione della seguente espressione²⁶:

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

In estrema sintesi il valore creato (EVA) è pari alla differenza tra il reddito operativo (NOPAT) e il costo del capitale, misurabile moltiplicando il suo costo medio ponderato (WACC) per il capitale investito (I). Ne consegue che si crea valore se la differenza è positiva. Qualora, invece, come nel caso delle imprese in crisi, i flussi di EVA siano negativi, l'indicatore consente di misurare il valore bruciato dalle decisioni del sistema-impresa, e le variazioni nell'ambito di più periodi di misurazione offrono la stima dell'entità delle perdite incrementali.

Nella rilettura del danno prodotto dalle condotte illecite degli organi di gestione in termini di valore distrutto e di variazione di tale distruzione nel tempo, assumono un ruolo rilevante le rettifiche effettuate sia sotto il profilo economico-reddituale che sotto quello patrimoniale ai dati contabili di bilancio al fine di ottenere i componenti chiave della formula, ossia NOPAT e I. Il Reddito operativo normalizzato e rettificato²⁷ è infatti in grado di esprimere la performance effettiva, economica e caratteristica dell'impresa

attualizzazione, è in grado di omogeneizzare risultati che non soltanto hanno avuto una manifestazione temporalmente distinta, ma che vanno anche ricondotti a classi di rischio differenti. Nello specifico il ricorso a tal fine al Costo del capitale medio ponderato (WACC), consente di recepire proprio gli effetti indotti dal cosiddetto rischio di fallimento, che inducono delle variazioni tanto nel costo del capitale azionario (K_e), quanto nel costo del capitale di debito (K_d). I livelli assai elevati di indebitamento raggiunti dall'impresa in stato di dissesto, infatti, provocano un'accelerazione del tasso di crescita di entrambe le componenti. Sul tema valutativo nelle situazioni di crisi si vedano anche Danovi, 2000, 4; Danovi, 2003; Danovi, 2014.

²⁶ In cui: NOPAT è il risultato operativo normalizzato e rettificato, detratti gli oneri fiscali; WACC è il Costo del capitale medio ponderato del capitale, dato dalla formula $\text{WACC} = K_e * E/E+D + K_d * D/E+D * (1 - T)$; I è il costo del capitale investito rettificato, a sua volta somma delle componenti contabili date dal patrimonio netto (C), dal debito (D) e dagli equivalenti dell'Equity, ossia da quegli accantonamenti che possono essere assimilati alle risorse proprie (E_e).

²⁷ Stewart (1991, 112 ss) propone di determinare il NOPAT apportando una serie di interventi correttivi, partendo dal risultato operativo contabile al netto delle imposte, quali: aggiunta degli incrementi su base annua degli equivalenti di capitale; la somma degli accantonamenti per imposte differite, delle variazioni della riserva LiFo, dell'ammortamento del Goodwill e dei costi per lo sviluppo dei beni immateriali; la somma (o la sottrazione) degli oneri (o proventi) straordinari al netto delle imposte; la somma degli accantonamenti a fondo rischi generici e a riserve per spese future; la sottrazione del beneficio dato dallo scudo fiscale sugli interessi passivi.

nell'arco temporale rilevante e il Capitale investito rettificato²⁸ riesce, dal canto suo, ad aggregare alle risorse degli azionisti e dei fornitori di capitale di debito alcuni accantonamenti che altro non sono se non il riflesso sul patrimonio degli interventi a monte del calcolo del NOPAT.

Inoltre, il ricorso al tasso di attualizzazione del costo medio ponderato del capitale (*weighted average cost of capital*) WACC consente di conferire rilevanza ai costi della raccolta fondi effettivamente sostenuti nel periodo di riferimento, superando il riferimento deformante alla storicità dei costi stessi²⁹.

²⁸ Le correzioni che devono intervenire sul capitale investito contabile, al fine del calcolo del capitale investito rettificato, riguardano le rettifiche date dall'aggiunta degli equivalenti di capitale quali grandezze stock, del fondo imposte differite, della riserva LiFo, degli ammortamenti cumulati di Goodwill non contabilizzati, dei beni immateriali capitalizzati (detratti i costi di manutenzione); la somma (o la sottrazione) degli oneri (o proventi) straordinari cumulati (detratte le imposte); la somma dei fondi per rischi generici e delle riserve per spese future; la somma (o la sottrazione) dei ratei (o dei risconti).

²⁹ Preme sottolineare che nel calcolo delle componenti necessarie alla successiva determinazione del Costo medio ponderato del capitale, non sempre è facile determinare il costo del capitale azionario (K_e). La metodologia più usata per la determinazione del rendimento del capitale di rischio è quella nota come Capital Asset Pricing Model (CAPM) la cui formula è: $K_e = r_f + \beta [r_m - r_f]$, dove le componenti sono, rispettivamente, il tasso di rendimento atteso di un'attività priva di rischio (r_f), il premio per il rischio specifico dell'impresa (β) e il rendimento medio espresso dal mercato (r_m).

Il coefficiente "Beta" è inteso come misura del rapporto tra il grado di variabilità del rendimento di un'azione rispetto alle variazioni del mercato azionario nel suo complesso. In formula: $\beta = \frac{Cov(r_i, r_m)}{Var(r_m)}$, dove $Cov(r_i, r_m)$ esprime la covarianza esistente tra il rendimento espresso dal portafoglio di mercato (r_m) e quello del titolo i -esimo (r_i) e $Var(r_m)$ rappresenta la varianza espressa dai rendimenti del portafoglio di mercato. Si tratta, *in nuce*, del cosiddetto «rischio sistematico e quindi non diversificabile che l'investitore sopporta investendo in una determinata azienda anziché nel mercato azionario nel suo complesso» (S. Pozzoli, *Valutazione d'azienda. Tecniche operative e misurazione del valore*, Milano, 2021, 62). È evidente che le difficoltà di calcolo del coefficiente di rischio emergono in special modo nel caso in cui l'applicazione della metodologia del CAPM riguardi le aziende non quotate, per le quali non possa essere rintracciato un andamento storico dei prezzi necessario al fine dell'utilizzo della regressione statistica. In questi casi si cerca di superare i suddetti limiti applicativi ricorrendo a misure relative di rischio derivate da confronti di tipo *cross-sectional*, ossia ricorrendo all'utilizzo dei Beta di settore di appartenenza dell'azienda non quotata o di aziende ad essa comparabili. La procedura di comparazione prevede che in una prima fase si determini il Beta *unlevered* dell'impresa simile, depurato cioè dalla componente di rischio finanziario e significativo, evidentemente, del solo rischio operativo di *business*; successivamente, si giunge a determinare il beta *levered* dell'azienda oggetto di osservazione considerando, a ponderazione del beta *unlevered* della società comparabile, la specifica struttura finanziaria *target*, attuando la cosiddetta operazione di *relevering*. Tenendo conto, poi, che solo l'azienda simile quotata è assimilabile ad un'attività rischiosa ma liquida, parrebbe necessario correggere ulteriormente il coefficiente Beta *relevered* integrandolo con una componente che in modo specifico riesca a rappresentare la mancanza di liquidità dell'azienda non quotata da valutare.

La valenza pratico-operativa dell'indicatore, infine, è inerente alla natura delle circostanze di valutazione in cui può rivelarsi utile, che non sono soltanto quelle ordinarie, ma anche, nel caso che qui occupa, le situazioni straordinarie, legate a cambiamenti non prevedibili di variabili settoriali (e.g. il costo del capitale di debito) o connesse con situazioni di dissesto, culminate in procedura fallimentare. In tal caso la difficoltà crescente a rispettare le obbligazioni e la deriva verso uno stato di insolvenza non temporaneo determinano l'emersione di costi specifici³⁰ che si riflettono negativamente su

Nel calcolo del Costo del capitale formato dai mezzi propri è, infine, opportuno tenere in debita considerazione una serie di fattori, esterni e interni all'impresa, che possono influenzarlo in misura rilevante. Tra i primi sono da ricordare: la situazione generale dell'economia e del settore; la situazione concorrenziale del settore; i livelli di competizione; le prospettive di andamento del settore. I fattori interni possono essere identificati con: la tipologia e la dimensione dell'azienda; l'efficienza nella funzione di organizzazione della produzione, nella funzione di programmazione e ricerca e di organizzazione commerciale; la flessibilità aziendale; la possibilità di ampliamento delle attività; la qualità del management; il grado di indebitamento e di mobilità finanziaria; la consistenza del capitale fisso e circolante; la continuità degli utili nel tempo; la tipologia e qualità dei prodotti (e servizi); l'ampiezza della gamma dei prodotti; il grado di innovazione.

³⁰ Così come, dopo il superamento di un determinato livello di indebitamento, la probabilità di cadere in dissesto aumenta con grado esponenziale rispetto al rapporto tra debito e mezzi propri (D/E), allo stesso modo aumentano i costi connessi allo stato di dissesto-fallimento, ossia costi indotti «dal conflitto di interesse tra le differenti categorie di investitori (segnatamente azionisti e finanziatori a titolo di debito), conflitti che quasi sempre generano una vischiosità nell'assunzione delle decisioni (operative; d'investimento; di finanziamento). [...] in situazioni di criticità come quelle del dissesto, i conflitti d'interesse necessariamente si inaspriscono, così che può sembrare vantaggioso agli azionisti ricercare obiettivi egoistici, a danno cioè delle altre categorie di investitori, e tali da allontanarli dall'obiettivo fondamentale della massimizzazione del valore complessivo di mercato dell'impresa». Si tratta, solitamente, di obiettivi che comportano interventi di duplice natura: l'esecuzione di progetti di intervento ad alto tasso di rischio, anche con stima negativa del VAN, e la non disponibilità da parte degli azionisti a versare nuovo capitale di rischio. Inoltre, «nel momento in cui il mercato finanziario percepisce che, nel contesto di una impresa, si vanno producendo le condizioni che potrebbero favorire l'insorgere dei suddetti comportamenti (assunzione di un rapporto di indebitamento superiore al livello fisiologico; prime manifestazioni di tensione nella gestione finanziaria), esso procede ad un ridimensionamento del valore di mercato dell'impresa, il cui primo impatto ricade, sotto forma di distruzione di ricchezza, sugli azionisti. Al tempo stesso, peraltro, i prestatori di capitale dell'impresa, allo scopo di controbilanciare, almeno parzialmente, i negativi effetti distorsivi di cui potrebbero essere oggetto in futuro, sono indotti ad imporre condizioni assai più severe, sia in sede di apertura di nuove linee di credito che di rinnovo di quelle esistenti (aumento del tasso di interesse; richiesta di garanzie collaterali; al limite, condizionamenti alla libertà d'azione nella gestione). [...] Ancora, al fine di arginare gli effetti lesivi delle decisioni aziendali, «gli investitori di capitale di debito [ricorrono al] l'impiego di clausole particolari e vincolanti, integrative dei contratti di finanziamento», che, se da un lato pongono sotto controllo l'operato del management e comportano al partecipazione alla definizione delle decisioni strategiche, dall'altro producono oneri ulteriori, quali «i costi di controllo» che solitamente si traducono in tassi di interesse più

valore dell'impresa e costo del capitale, a causa della preponderanza del già menzionato "rischio di fallimento".

Di tali costi, che nel contesto applicativo della disciplina dettata dall'art. 146 l.f., potremmo ridefinire fattori di disturbo da dissesto, sulla stregua dell'identificazione di ulteriori elementi connessi al danno da un vincolo di causa-effetto, si dovrà tenere adeguatamente conto in fase di liquidazione del danno medesimo.

A questo punto, per comprendere l'opportunità e l'utilità logica, prima che empirica, di una metodologia di determinazione del danno ex art. 146 l.f. che consenta di superare i limiti dei criteri fino ad ora utilizzati e, nel contempo, di valorizzarne e sintetizzarne gli aspetti positivi, può essere utile ripercorrere le varie fasi che conducano all'utilizzo di un nuovo indicatore di stima.

Il primo passo è identificare il momento in cui la condotta illecita dell'amministratore si è manifestata, in modo da determinare il cosiddetto "tempo zero" che, a sua volta, rappresenta una cerniera tra due periodi temporali distinti. Il primo rappresenta l'arco del cosiddetto giuridicamente irrilevante; il secondo assume specifica rilevanza giuridica nel contesto della procedura fallimentare. Naturalmente, andrà verificata l'esistenza di un effettivo nesso causale tra le suddette condotte e il danno, pena l'inutilità della valutazione.

Lo step successivo comporta la ricerca dei fattori di disturbo che hanno contribuito a determinare la crisi che ha causato il fallimento, valutando il nesso logico con l'instaurarsi della crisi e del dissesto medesimi. In questo modo sarà possibile ipotizzare il momento in cui tali causalità terze hanno avuto manifestazione, stabilendo il secondo momento di rilevanza, in senso economico, della fase ex ante, ossia t_1 . A questo punto si potrà procedere

elevati, e le «inefficienze nel processo decisionale: quando le clausole in questione prevedono che le principali scelte operative, di investimento e di finanziamento debbano essere concordate con i prestatori di capitale, è evidente che tutto il processo decisionale risulti rallentato ed è spesso incapace di esprimere soluzioni ottimali». [...] «Ai costi di dissesto, peraltro, devono essere ricondotti che assumono un indubbio rilievo quando la condizione di crisi dell'impresa è nota all'esterno e, a maggior ragione, quando l'impresa è interessata da una procedura fallimentare». In questo caso, il riferimento è alle crescenti difficoltà ad assicurare un grado mediamente accettabile nel binomio prodotto-servizio (soprattutto nel contesto di imprese che producono beni di durevoli), poiché i potenziali clienti, temendo di non poter contare sull'adeguatezza del servizio post-vendita o di subire improvvisi e rilevanti cali di prezzo de bene acquistato, iniziano a rivolgersi ai concorrenti; agli impatti negativi sui volumi di vendita e sui prezzi a causa dell'impiego del management al monitoraggio dello stato di emergenza e delle tensioni finanziarie, con conseguente scarsa attenzione alle opportunità di sviluppo di nuovo valore per l'azienda; agli «oneri di natura legale-professionale, giudiziaria ed amministrativa che, eventualmente presenti, in varia misura, in situazioni di crisi aziendale (dissesto senza fallimento), emergono pienamente nel corso delle procedure concorsuali». *Ibidem*, 55.

determinando il livello di influenza dei fattori di disturbo sulla performance nel periodo che va da t_1 a t_0 , misurando cioè la distruzione di valore generata precedentemente alle condotte illecite degli amministratori e ricavandone l'influenza in termini percentuali.

Ancora, spostandosi nell'analisi del periodo successivo che va dal suddetto manifestarsi alla dichiarazione di fallimento, si procederà alla determinazione dell'ulteriore perdita subita dall'azienda, sempre in termini di valore distrutto. Attraverso l'applicazione dell'indicatore EVA, stimando la variazione incrementale del valore distrutto nel tempo zero e nel tempo 1, ponderando il risultato alla luce del ruolo svolto dai fattori intervenuti nella determinazione della crisi nel periodo precedente a t_0 e sottraendo i costi specifici del dissesto, si giungerà, *de residuo*, a determinare l'entità del danno liquidabile dagli amministratori.

In termini pratici si tratterà di applicare la seguente formula:

$$\text{LOSS}_{\text{pay-off}} = [(\text{EVAt}_1 - \text{EVAt}_0) - (\text{DVFDt}_1)] * (1 - \text{DVpDF})$$

Dove:

- $\text{LOSS}_{\text{pay-off}}$ è la misura del danno da liquidare;
- EVA è risultato dell'applicazione, rispettivamente in t_1 e in t_0 della già nota formula $\text{NOPAT} - (\text{WACC} * \text{D})$;
- DVFD (Discounted Value Failure Disease) sono i costi specifici del fallimento, attualizzati in t_1 , il cui computo si ottiene attraverso la seguente formula: $\frac{\text{FD}(t_1)}{(1 + K_d)^{t_1}}$ dove FD sono i costi del fallimento, K_d è il tasso di attualizzazione;
- DVpFD (Discounted Value Pre Failure Disease) è il coefficiente di ponderazione, determinato dal ruolo che i fattori di disturbo hanno svolto sul valore dell'azienda, espressi in termini percentuali tra t_1 e t_0 , la cui misura si ottiene attraverso la seguente espressione: $\frac{\text{pFD}(t_1 * P)}{(1 + K_d)^{t_0}}$ dove pFD sono i costi indotti dai fattori di disturbo precedenti al fallimento, P la probabilità di incorrere nella procedura concorsuale e K_d è il tasso di attualizzazione.

Al di là della formulazione analitica, anche per una più agevole comprensione del lettore, si può qui ricordare che i costi specifici del fallimento sono in dottrina divisi in diretti e indiretti. Tra i primi rientrano le spese di procedura (curatore, legali, periti etc.). I secondi conseguono alla riduzione di valore conseguenza dell'interruzione dell'attività³¹.

³¹ Per una più ampia trattazione e opportuni riferimenti bibliografici cfr., tra gli altri, i nostri Danovi A., 2003; Danovi, Quagli, 2015; Danovi 2014.

Il coefficiente di ponderazione invece porta ad una riduzione percentuale dell'importo del danno nel presupposto che esso sia in parte generato dalle condotte degli amministratori e in parte da eventi esogeni. Se si ipotizzasse, ad esempio che i fattori di disturbo hanno pesato per il 30%, agli amministratori potrà essere attribuita la responsabilità per il 70% del danno. È evidente che la stima sconta alcune discrezionalità nella determinazione, ma consente di adottare logiche anche prudenziali e far emergere determinazioni più realistiche di quelle basate sull'assunzione che la responsabilità sia integralmente ascrivibile agli organi sociali.

6. Conclusioni

Le riflessioni svolte nei precedenti paragrafi richiamano l'esigenza di tirare le fila sulla questione dei principi di fondo che devono fornire un supporto operativo al procedimento di determinazione della responsabilità dell'amministratore nell'azione esercitata dal curatore ex art. 375 CCII, in combinato disposto con la normativa codicistica novellata, ovvero gli artt. 2476 e 2086 c.c.

Tale necessità risulta ancor più incalzante se si riflette, assumendo una prospettiva comparata, sul ruolo della *business judgement rule* nell'ambito delle azioni instaurate per fatti ritenuti imputabili agli amministratori presso le corti statunitensi e, ancor più, sul tentativo ciclico della nostra giurisprudenza di effettuare un trapianto del suddetto criterio nel nostro ordinamento giuridico.

Dalle più volte citate sentenze di merito e di legittimità, a partire dalla pronuncia n. 9100 del 2015 delle Sezioni Unite, sono emersi aspetti comuni di estrema rilevanza: da un lato, l'affermazione che differenti condotte illecite determinano altrettanto differenti danni, sulla base del prodursi di nessi di causalità specifici e non generalizzabili, che a loro volta richiedono criteri di liquidazione precisi; dall'altro, e in ragione di questo primo assunto, è ribadita in modo chiaro l'inidoneità di criteri generali di determinazione del danno se non in casi particolari in cui sia del tutto evidente la mancanza di buona fede³².

³² Sul punto Galletti (2010, 7) osserva: «Le novità meritevoli di riflessione attengono a mio avviso a due profili: la prima si compendia nell'affermazione, assai risoluta, e difficilmente confutabile, per cui ad ogni condotta illecita, corrispondono potenzialmente danni potenzialmente differenti, caratterizzati da processi eziologici specifici, e da valutare alla luce di criteri liquidativi altrettanto potenzialmente specifici. Non può essere negato, del resto, che l'incentrarsi della prassi giudiziaria degli anni '70 e '80 sul criterio del c.d. deficit fallimentare (ossia la differenza tra l'attivo liquidato ed il passivo accertato in sede fallimentare), fosse

L'evidenza della posizione assunta dalla giurisprudenza, tuttavia, mal si concilia con i recenti interventi normativi che, riformando il diritto della crisi, da un lato hanno fatto propria la *ratio* di garanzia primaria di conservazione della continuità aziendale, dall'altro, proprio attraverso la declinazione di tale principio, hanno spostato il problema del rischio d'impresa sulle spalle degli amministratori. La conseguenza è, ineluttabilmente, una confusione e una sovrapposizione pericolosa di principi fondamentali del nostro ordinamento, quali la deriva – ancora una volta – verso criteri di responsabilità personale e illimitata a danno degli organi di gestione.

La soluzione a questa situazione di confusione che travalica tanto i confini di legittimità della riforma della crisi, quanto quelli degli interventi dalla stessa apportati al codice civile, richiede, innanzitutto, il superamento netto, definitivo ed espresso del criterio di imputazione meccanica di una responsabilità che ad oggi, pare determinabile aprioristicamente ma non conoscibile a priori.

Ergo, diviene fondamentale percorrere il binario dell'identificazione del nesso di causalità concreto, accertando che il danno sia obiettivamente la conseguenza dell'attività illecita dell'amministratore, senza che però tale condotta venga isolata e valutata prescindendo dalla logica sistemica che la connette all'istituto-impresa. Un approccio che sia pur minimamente garantista, richiede come corollario anche l'identificazione di un metodo di liquidazione del danno risarcibile che si dimostri in grado di scongiurare il rischio di comminare sanzioni che violano evidentemente il principio di proporzionalità.

Tale approdo pare raggiungibile unicamente ricorrendo alla teoria di creazione del valore che, normalizzando innanzitutto le poste contabili con l'obiettivo di espungere tutte le componenti che risultano estranee all'operatività

scarsamente idoneo a dare conto della varietà dei comportamenti illeciti che caratterizzano la fase antecedente l'ingresso in procedura, la c.d. *twilight zone*, così da recidere ogni possibile legame razionale tra condotta, nesso di causalità e danno. Al contrario, il comportamento specifico deve essere messo in correlazione con la sfera delle conseguenze "statisticamente prevedibili" che possono conseguire, e solo con queste: la condotta distruttiva o dissipativa cagiona tipicamente la diminuzione del patrimonio sociale, in misura proporzionale ai valori dell'attivo sottratti o dispersi; al limite la stessa condotta, se particolarmente connotata dal punto di vista qualitativo e quantitativo, può anche porsi alla base della causazione dell'insolvenza, laddove inneschi un processo deteriorativo che conduca, per effetto della prosecuzione dannosa dell'attività e dell'ulteriore distruzione di ricchezza, al dissesto, ma allora la condotta di cui si discute non costituisce più una mera sottrazione di attivo, bensì una fattispecie complessa che priva l'impresa delle sue stesse caratteristiche di efficienza e di economicità, e dunque sotto tale punto di vista va osservata, alla luce di massime si esperienza diverse, e di procedimenti causali differenti. D'altro canto non è affatto inconsueto che ad una medesima condotta possono ricollegarsi danni-evento differenti, oppure che dallo stesso danno-evento scaturiscano danni-conseguenze molteplici».

aziendale – e, con il medesimo proposito, facendo emergere componenti che le regole della contabilità manterrebbero latenti – riporta necessariamente in auge il nesso di causalità tra atti di gestione e performance. E, conseguentemente, richiama una misurazione della variazione del valore creato più obiettiva tanto in termini qualitativi quanto quantitativi.

D'altra parte, per evitare una deriva eccessivamente garantista che condurrebbe agli eccessi di una irragionevole deresponsabilizzazione degli organi di gestione, è indispensabile sia circoscrivere con precisione i limiti della pur necessaria applicazione della BJR, sia dettagliare maggiormente i contenuti di adeguatezza degli assetti ex art. 2086 c.c.

A tal fine, non si può prescindere da valutare quale sia l'effetto di ciascun atto di gestione, nel contesto specifico dell'azienda in cui esso è compiuto.

A parere di chi scrive, il metodo di computo del valore distrutto ponderato in n tempi, recuperando l'importanza del c.d. concorso causale (ovvero dell'incidenza dei fattori di disturbo quali antecedenti eziologici rispetto alla condotta illecita degli amministratori nella produzione del danno), consente una comparazione efficace della diversa manifestazione temporale dei risultati e le opportune e conseguenti ponderazioni. Inoltre, operando nella logica del valore e non solo in quella contabile, pare assicurabile un corretto bilanciamento tra la tutela degli interessi del management e quella delle ragioni dei creditori, garantendo l'equilibrio contro gli eccessi tanto di garantismo che di imputabilità presuntiva e, non di meno, offrendo alla governance uno strumento che è allo stesso tempo di gestione e controllo.

La proposta metodologica qui formulata sconta i limiti della relativa novità e dovrà ovviamente essere oggetto di numerose applicazioni per essere validata. Approfondimenti e verifiche empiriche potranno e dovranno essere oggetto di futuri lavori.

Riferimenti bibliografici

- Ambrosini S. (a cura di) (2007). *La responsabilità di amministratori, sindaci e revisori contabili*, Milano: Giuffrè Editore.
- Ambrosini S., Aiello M. (2010). Rassegna di giurisprudenza. Società per azioni. Responsabilità degli amministratori. *Giurisprudenza Commerciale*. II: 953 ss. ISSN: 0390-2269.
- Argenti J. (1976). *Corporate collapse: the Causes and symptoms*, New York: McGraw-Hill.
- Bassi A., Cabras G., Cian M., Fortunato S., Galletti D., Jorio A., Montaleni P., Raccugno G., Sacchi R. (2015). Differenza tra attivo e passivo e quantificazione del danno nelle azioni di responsabilità nei confronti degli amministratori. *Giurisprudenza Commerciale*, II, 643 ss. ISSN: 0390-2269.

- Bibeault D.B. (1999). *Corporate Turnaround. How managers turn losers into winners!* Washington D.C.: Beard Books.
- Bonelli F. (1992). *La responsabilità degli amministratori di società per azioni*, Milano: Giuffrè Editore.
- Candelo E. (2005). *Le strategie di turnaround*, Milano: Egea.
- Coda V. (1983). Crisi e risanamento aziendale. *Sviluppo e Organizzazione*, 75.
- Conforti C. (2003). *La responsabilità civile degli amministratori di società*, Milano: Giuffrè Editore.
- Danovi A. (2000). Fallimento, valutazione e affitto di azienda, *Rivista dei dottori commercialisti*, 4.
- Danovi A. (2003). *Crisi d'impresa e risanamento finanziario nel sistema italiano*, Milano: Giuffrè editore.
- Danovi A., Quagli A. (a cura di) (2015). *Gestire la crisi d'Impresa*, Milano: Wolters Kluwer.
- Danovi A. (2014). *Procedure concorsuali per il risanamento d'impresa*, Milano: Giuffrè editore.
- Gaffuri L. (1995). Responsabilità degli amministratori per il compimento di “nuove operazioni”. *Il Fallimentarista*, 1153.
- Guatri L. (1985). All'origine delle crisi aziendali: cause reali e cause apparenti. *Finanza, Marketing e Produzione*, 1.
- Guglielmucci L. (1986). Danno per responsabilità di amministratori e sindaci. *Il Fallimentarista*, 1067.
- Jaeger P.G. (1988). La responsabilità degli amministratori e dei sindaci nelle procedure concorsuali: una valutazione critica. *Giurisprudenza Commerciale*, 548 ss.
- Jorio A. (1986). Perdita del capitale sociale, responsabilità degli amministratori e “par condicio creditorum”. *Giurisprudenza Commerciale*, 18.
- Jorio A. (2011). La determinazione del danno risarcibile nelle azioni di responsabilità. *Giurisprudenza Commerciale*, I, 149 ss.
- Migliori S. (2013). *Crisi d'impresa e corporate governance*, Milano: Franco Angeli.
- Panzani L. (1989). Responsabilità degli amministratori: rapporto di causalità fra “mala gestio” e danno. Lo stato della giurisprudenza. *Il Fallimentarista*, 980.
- Patti A (1996). Quantificazione del danno nell'azione contro gli amministratori. *Il Fallimentarista*, 220.
- Penta A. (2006). La quantificazione del danno nelle azioni di responsabilità: le operazioni compiute dopo il verificarsi di una causa di scioglimento. *Diritto fallimentare e delle società commerciali*, I, 670 ss.
- Pozzoli S., a cura di (2021). *Valutazione d'azienda. Tecniche operative e misurazione del valore*, Milano: IPSOA.
- Renoldi A. (1997). *Valore dell'impresa, creazione di valore e struttura del capitale*, Milano: EGEA.
- Rordorf R. (1993). Il risarcimento del danno nell'azione di responsabilità contro gli amministratori. *Le Società*, 618.
- Salafia V. (2001). L'esercizio dell'azione di responsabilità sociale contro gli amministratori. *Le Società*, 1187 ss.

- Sciarelli S. (1995). *La crisi d'impresa. Il percorso gestionale di risanamento nelle piccole e medie imprese*, Padova: CEDAM.
- Sharma A., Kesner I.F., Coleman K., Greyser S.A., Burlingame H., Galford R., Rubin G.S. (2000). When an Executive defects. *Harvard Business Review*, 75(1): 18-21.
- Stewart G.B. (1991). *The quest for value: The EVA management guide*, New York: Harper Business.
- Viganò A. (1978). Crisi d'impresa e Amministrazione controllata: alcune riflessioni sul fondamento dei risultati emergenti da un'indagine empirica. In: Aa.Vv., *Saggi di Economia Aziendale per Lino Azzini*, Milano: Giuffrè Editore.
- Zamperetti G.M. (2009). La prova del danno da gestione non conservativa nella società disciolta per perdita di capitale. *Il Fallimentarista*, 569 ss.
- Zito M. (1999). *Fisiologia e patologia delle crisi di impresa*, Milano: Giuffrè Editore.

Publicazioni da Internet

- Calandra Buonauro (2007) *Istruzioni per i curatori da parte del tribunale di Milano*, ODCEC Milano, testo disponibile al sito <http://fallimento.it/Altro/Istruzioni%20per%20il%20curatore%20da%20parte%20el%20Tribunale%20di%20Milano.pdf>.
- De Nicola A. (2020) *Responsabilità degli amministratori in Italia e Business judgment rule e*, testo disponibile al sito <http://www.legaltweet.it/2020/10/29/responsabilita-degli-amministratori-e-business-judgment-rule-cass-civ-sez-i-22-ottobre-2020-n-23171/>.
- Galletti D. (2010). *Brevi note sull'uso del criterio dei "netti patrimoniali di periodo" nelle azioni di responsabilità sociali*, https://www.osservatorio-oci.org/index.php?option=com_k2&view=item&id=30:brevi-note-sulluso-del-criterio-dei-netti-patrimoniali-di-periodo-nelle-azioni-di-responsabilita-sociali&Itemid=796.
- Mambriani A. (2012) https://www.academia.edu/6297274/1_Mambriani_La_prova_del_danno_nellazione_responsabilit%C3%A0_ex_art_146
- Pompeo E. (2014). <https://www.altalex.com/documents/news/2015/01/09/azione-di-responsabilita-contro-amministratori-di-una-societa-fallita-casi-frequenti>
- Santangelo M. (2006). Il Curatore e l'azione di responsabilità nei confronti dei componenti degli organi sociali, dei direttori e dei soci, in https://www.tribunale.va-rese.it/files/File/documenti/Il_Curatore_e_azione_di_responsabilita_nei_confronti_dei_componenti_degli_organ_i_sociali_dei_direttori_e_dei_soci.pdf
- Vitiello M. (2012) <https://ilfallimentarista.it/articoli/focus/appunti-tema-di-quantificazione-del-danno-nelle-azioni-di-responsabilit-della>

Sentenze di Tribunale e Cassazione

- Cass. Civ., Sez. I, 19 settembre 1995, n. 9887.
- Cass. Civ., Sez. I, 08 febbraio 2005, n. 2538.
- Cass. Civ., Sez. I, 15 febbraio 2005, n. 3032.

Cass. Civ., Sez. I, 16 febbraio 2007, n. 3694.
Cass., Sez. Unite, 11 gennaio 2008, n. 577.
Cass. Civ., Sez. I, 23 maggio 2008, n. 17033.
Cass. Civ., Sez. I, 29 ottobre 2008, n. 25977.
Cass. Civ., Sez. I, 11 novembre 2010, n. 22911.
Cass. Civ., Sez. Unite., 6 maggio 2015, n. 9100.
Cass. Civ, sez. II, 4 ottobre 2019, n. 24851.
Cass. Civ. Ord, 17 maggio 2020, n. 13220.
Cass. Civ., 18 settembre 2020, n. 19556.
Sez. spec. in materia di imprese, Sent., 8 aprile 2020 Tribunale Roma.
Sez. spec. in materia di imprese, Sent., 24 settembre 2020 Tribunale Roma.

Early warning system e governance del rischio di credito: l'emersione anticipata della crisi d'impresa dal punto di vista dei creditori finanziari

Fulvio Boldreghini*, Giuseppe Sancetta**

Ricevuto 29/09/2021 – Accettato 25/11/2021

Sommario

La capacità di stimare la probabilità di *default* è da sempre uno degli obiettivi principali delle istituzioni finanziarie e, nell'imminente futuro, sarà sicuramente la chiave per far fronte all'aumento delle esposizioni deteriorate dovuto agli impatti dell'emergenza pandemica da Covid-19. Il presente lavoro si propone di indagare le pratiche di *governance* e gli strumenti di gestione del rischio di credito adottati per rilevare tempestivamente segnali di squilibrio economico e finanziario delle società. Di conseguenza, è stata prima condotta una revisione approfondita dei modelli di previsione dell'insolvenza per illustrare limiti e punti di forza ampiamente discussi in letteratura. In secondo luogo, si è fatto ricorso all'analisi di un *case study* per descrivere sia la metodologia dell'*Early Warning System* (EWS), sia le pratiche di *governance* interna adottate per monitorare e gestire tempestivamente i segnali di deterioramento del merito creditizio. I risultati evidenziano la necessità di combinare modelli quantitativi con un approccio di tipo *judgmental* per costruire un processo di monitoraggio in grado di intercettare anomalie ed evitare errate classificazioni. L'analisi del *case study* mostra inoltre come il coinvolgimento anticipato degli esperti di ristrutturazione del debito sia un elemento chiave nella definizione delle azioni volte a prevenire eventi di *default*.

Parole chiave: early warning system, modelli di previsione dell'insolvenza, gestione del rischio di credito, crisi d'impresa, monitoraggio del rischio di credito, governance del rischio di credito.

* PhD in Management, Banking and Commodity Sciences e cultore di Ristrutturazione delle imprese, Università di Roma "La Sapienza". fulvio.boldreghini@uniroma1.it

** Professore Ordinario di Economia e gestione delle imprese, Università di Roma "La Sapienza". giuseppe.sancetta@uniroma1.it

Corporate Governance and Research & Development Studies, n. 2-2021
(ISSN 2704-8462-ISSNe 2723-9098, DOI: 10.3280/cgrds2-2021oa12637)

Abstract

Early warning system and credit risk governance: early crisis management from the financial creditor perspective

The ability to estimate the probability of default has always been one of the main goals of financial institutions and, in the near future, will certainly be the key to coping with the increase in non-performing exposures due to the impacts of the Covid-19 pandemic emergency. This paper aims to investigate the credit risk management practices and tools adopted to detect the company's economic and financial distress at an early stage. Accordingly, an in-depth review of the insolvency prediction models was first conducted to illustrate limitations and strengths widely discussed in the literature. The case study analysis was subsequently used to describe both the Early Warning System (EWS) methodology and the internal governance practices adopted to monitor and promptly manage signs of deterioration in creditworthiness. The results highlight the necessity to combine quantitative models with the judgmental approach in order to set up an effective monitoring process capable of intercepting anomalies and avoiding misclassification. The case study analysis also shows how the early involvement of debt restructuring experts is a key element in defining actions to prevent default events.

Key words: early warning system, insolvency prediction model, credit risk management, corporate distress, credit risk monitoring, credit risk governance.

1. Introduzione

Nel corso degli ultimi anni, il tema dell'identificazione tempestiva dell'insolvenza aziendale è stato oggetto di numerosi studi accademici, sia in ambito nazionale che internazionale (Paoloni e Celli, 2018; Arcari, 2018; Jones, 2017; Beaver *et al.*, 2012). La crisi finanziaria che ha investito il sistema economico mondiale, l'elevata competitività che caratterizza il contesto nel quale le aziende si trovano ad operare e le sempre più stringenti condizioni imposte dal mercato del credito hanno, infatti, accresciuto la rilevanza economica e istituzionale della diagnosi tempestiva dello stato di crisi (Quagli e Danovi, 2010; Ciambotti, 2005). In questo senso, il filone di studi sulla previsione dell'insolvenza ha sensibilizzato non poco il legislatore fallimentare, sia a livello europeo che italiano, e indotto questo alla definizione di recenti innovazioni normative. In ambito nazionale, gli istituti dell'allerta e della composizione assistita della crisi costituiscono una delle principali novità del nuovo impianto codicistico italiano sulla crisi d'impresa. Ciò emerge da tutte le relazioni illustrative dei vari schemi o atti normativi succedutisi nel quadriennio preparatorio della riforma (gennaio 2015-gennaio

2019), sul condiviso presupposto che la possibilità di salvaguardare il valore dell'impresa in crisi sia direttamente proporzionale alla tempestività dell'intervento risanatore e che, specularmente, il ritardo nel percepirne i segnali rende spesso irreversibile la sua degenerazione in stato di insolvenza, rendendo vano, al tempo stesso, ogni tentativo di ristrutturazione. È appunto questo il principio fondante del *forward looking approach*¹, inteso come quell'insieme di attività volte ad individuare per tempo eventuali segnali di debolezza aziendale che, con molta probabilità, possono sfociare in una crisi irreversibile. La definizione di adeguati indici di bilancio, premonitori di uno stato di salute precario dell'azienda, e l'inclusione di questi a livello normativo, si confà pienamente con le recenti disposizioni europee², emanate con apposita direttiva dalla Commissione Europea nell'ottica di armonizzare le normative comunitarie in tema di insolvenza e ristrutturazione delle imprese. Con tale spirito, volto a prevenire e affrontare per tempo situazioni di crisi aziendali, sono state recentemente emanate le misure urgenti in materia di crisi d'impresa e risanamento aziendale dettate nel testo del Decreto Legge n. 118/2021 (cd DL Giustizia). A fronte dell'aumento delle imprese in difficoltà, colpite duramente dagli effetti della pandemia da Covid-19, il legislatore, sebbene dinanzi al mutato contesto socio-economico abbia ritenuto opportuno rinviare l'entrata in vigore del Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza³, si è posto l'obiettivo di fornire nuovi ed efficaci strumenti di gestione della crisi e di salvaguardia del valore aziendale. In tal senso, l'istituto della "composizione negoziata della crisi", voluto appunto per scongiurare gli effetti della crisi post pandemica, rappresenta un nuovo strumento di ausilio alle imprese in difficoltà finalizzato al loro risanamento in una fase in cui questo risulta ancora perseguibile⁴.

¹ Cfr. Saldías, 2013, 498-517.

² In data 27 marzo 2019 il Parlamento Europeo ha approvato in prima lettura la Proposta di Direttiva del Consiglio e del Parlamento Europeo n. 2016/3591 formulata dalla Commissione Europea e finalizzata ad armonizzare le normative nazionali in tema insolvenza d'impresa. Considerato che "circa il 50% delle nuove imprese fallisce nel corso dei primi cinque anni", la Commissione ha sostenuto che, se si vuole che gli imprenditori europei siano in grado di produrre la crescita che ci si attende da loro, allora è necessario intervenire tempestivamente con tutti i mezzi a disposizione. Sul tema si veda Vella, 2019, 423-434.

³ Nello specifico, viene rinviata l'entrata in vigore del Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza di cui al d.lgs. n. 14 del 2019 al 16 maggio 2022, ad eccezione delle disposizioni di cui al Titolo II della parte I del Codice, concernenti le procedure di allerta e la composizione assistita della crisi innanzi all'Organismo di composizione della crisi d'impresa (OCRI), per le quali l'entrata in vigore è fissata al 31 dicembre 2023.

⁴ La nuova soluzione negoziale, prevista anche per i gruppi di imprese, è uno strumento stragiudiziale attivabile su richiesta dell'imprenditore, sia commerciale che agricolo, che si trova in condizioni di squilibrio patrimoniale o economico-finanziario tali da rendere proba-

La valutazione e la stima del rischio d'insolvenza è importante non solo per i manager, le quali decisioni sono tese a migliorare le prestazioni economico-finanziarie dell'impresa, ma anche per gli investitori, per le dovute analisi da condurre prima di prendere decisioni di investimento (in azioni e/o obbligazioni), e, soprattutto, per i creditori finanziari, per i quali diviene cruciale saper valutare la capacità dell'impresa debitrice di rimborsare i propri debiti, sia in fase di assunzione che di gestione del rischio di credito. I modelli di previsione delle insolvenze sono strumenti importanti anche per agenzie di *rating*, e persino per le stesse aziende in difficoltà (Altman *et al.*, 2017).

A livello italiano, il sistema bancario ha subito notevoli ripercussioni a seguito delle due recessioni economiche e dall'incertezza generata dalla crisi del debito sovrano. Sebbene in calo, le sofferenze bancarie nette continuano ad essere una delle principali preoccupazioni per gli istituti di credito, con forti ripercussioni sul fronte degli accantonamenti. Diviene dunque fondamentale, soprattutto alla luce della recente crisi da Covid-19, rafforzare la predittività dei sistemi di monitoraggio dei crediti e anticipare il più possibile situazioni di deterioramento delle posizioni in portafoglio, dando in questo modo ai gestori la possibilità di attuare soluzioni che evitino sia il *default* della controparte (cliente), sia il verificarsi di danni economici per l'istituto di credito. Anche nel settore finanziario, quindi, nell'ambito della gestione del rischio di credito, si è dunque passati da un mero controllo delle posizioni in portafoglio e delle controparti a rischio, atto a rilevare il *default* e a classificarlo di conseguenza per mezzo di un sistema di *rating* (cd. *backward-looking approach*), a un monitoraggio costante e integrato che mira ad agire tempestivamente per evitare che tali classificazioni a *default* si verifichino.

Lo studio si pone dunque l'obiettivo di esaminare brevemente gli studi che si sono succeduti nell'ambito dell'emersione anticipata della crisi d'impresa e degli strumenti utilizzati dai creditori, in questo caso finanziari, quali attori principali nell'implementazione di sempre più aggiornati modelli di *Early Warning System* (EWS), in grado di fornire quel set di informazioni necessario alla gestione virtuosa del rischio di credito. L'analisi del caso di studio della Gruppo Alfa S.p.A. intende fornire un'evidenza opera-

bile la crisi e l'insolvenza; inoltre, può essere utilizzabile anche in situazioni d'insolvenza reversibile. L'imprenditore sarà affiancato da un terzo esperto e indipendente che dovrà agevolare le trattative con i creditori avendo come obiettivo il superamento della situazione. Per dettagli, si rimanda al testo del decreto-legge 24 agosto 2021, n. 118 (pubblicato nella Gazzetta Ufficiale - Serie generale - n. 202 del 24 agosto 2021) coordinato con la legge di conversione 21 ottobre 2021, n. 147.

tiva della metodologia sottostante un sistema *early warning* e delle pratiche di *governance*⁵ adottate per gestire tempestivamente segnali di deterioramento del merito creditizio. Il presente contributo, oltre a volersi inserire nel dibattito sulla gestione anticipata della crisi d'impresa, intende delineare un percorso per futuri approfondimenti, sia in merito alle metodologie di analisi e alle variabili considerate per prevedere l'insolvenza, le quali, a tendere, dovranno inevitabilmente saper fattorizzare gli impatti causati dall'emergenza pandemica, sia nell'ambito delle pratiche e degli assetti di *governance* del rischio, i quali dovranno essere in grado di confrontarsi con la realtà post-pandemica.

2. Literature review: la previsione dell'insolvenza

Il filone di studi sul *forward looking approach* ha sensibilizzato tutti gli operatori del settore finanziario, sia a livello europeo che italiano, sul tema della crisi d'impresa. Quest'ultima, viene identificata dalla dottrina economico-aziendalistica come manifestazione fisiologica dell'andamento dell'azienda che, se non adeguatamente gestita, diviene fenomeno patologico ed involutivo. In particolare, un'azienda è in stato di crisi quando non è più in grado di operare in condizioni di equilibrio economico e finanziario (Amaduzzi, 1986). La crisi si manifesta, dunque, al venir meno delle condizioni necessarie a garantire la continuità economica nel tempo, determinando in tal modo squilibrio o disordine nella dinamica aziendale (Giannessi, 1969; Amaduzzi, 1986).

Numerosi e autorevoli studi empirici hanno ampiamente dimostrato che è possibile prevedere difficoltà finanziarie *in primis* utilizzando i bilanci delle società. Come noto, il punto di partenza di questi studi è sicuramente l'analisi del deterioramento delle informazioni contabili dell'impresa in difficoltà. In tal senso, l'analisi degli indici di bilancio, economici, finanziari e patrimoniali, è senza dubbio il metodo maggiormente utilizzato nella prassi. Tali indici, da un lato consentono di valutare lo stato di salute di un'azienda, dall'altro, se letti in modo opportuno, di prevedere anzitempo il verificarsi di condizioni irreversibili, quali appunto l'insolvenza. Su tale presupposto, sin dagli anni sessanta è andata sviluppandosi una cospicua ricerca scientifica finalizzata all'individuazione di un *set* di indicatori in grado di prevedere, attraverso l'ausilio di opportune tecniche econometriche, il livello di rischio e il possibile *default* dell'impresa. Ad essere precisi, i primi e au-

⁵ Per approfondimenti sui sistemi e i metodi di governo dell'impresa, cfr., tra l'altro, Esposito De Falco S., 2014.

torevoli studi sulla previsione delle insolvenze furono condotti ancor prima della seconda metà del secolo scorso (Bureau of Business Research, 1930; FitzPatrick, 1932; Smith e Winakor, 1935; Merwin, 1942; Chudson, 1945). Com'è noto, agli albori della ricerca non c'erano metodi statistici avanzati, né tantomeno supporti informatici. Gli studi venivano condotti semplicemente, si fa per dire, sulla base di approcci statistici univariati, caratterizzati dall'osservazione dei vari *ratio* finanziari delle imprese negli anni immediatamente precedenti il fallimento e dal loro confronto con quelli di altre imprese c.d. "sane". Più tardi, negli anni '60, la ricerca sulla previsione delle insolvenze, nonché la metodologia sottostante, iniziò ad evolversi. Nel 1966, lo studio pionieristico di Beaver, condotto per mezzo di un'analisi uni-variata su un campione di 79 aziende manifatturiere, è riuscito a dimostrare l'utilità dell'analisi per indici nella previsione del fallimento delle aziende. Altresì, lo stesso Beaver (1966), attuando un test di classificazione dicotomica, è riuscito a individuare un valore soglia (*cut-off*) per ciascun indice, ossia una sorta di spartiacque tra imprese solventi e non. Successivamente, nell'ambito dei modelli di *scoring*, elaborati con la tecnica dell'analisi discriminante multivariata, si fa spazio il modello *Z-Score* di Altman (1968) quale strumento di *warning* dello stato di salute dell'azienda e della sua futura probabilità di *default*.

Sebbene sia di indubbia valenza, come dimostrato dall'accuratezza dei risultati in tutti questi anni, questo primo modello, secondo l'autore che l'ha elaborato, non ha prettamente finalità predittive, ma piuttosto descrittivo-comparative⁶. Nella sua prima versione, analizzando un campione di 66 imprese industriali americane quotate, individua cinque variabili per ciascun soggetto del campione, che opportunamente ponderate, danno luogo a un punteggio che consente di constatare la vicinanza di un'azienda al gruppo di imprese sane, ovvero di imprese c.d. anomale. Così come sviluppato, il modello, per mezzo di un'equazione lineare, è in grado di restituire uno specifico *score* in funzione di cinque indicatori finanziari, desumibili dai dati di bilancio della società, pesati secondo dei coefficienti che Altman stesso ritiene fissi. Anche in questo modello divengono fondamentali i valori soglia (*cut-off*), i quali, grazie al confronto con lo *score* ottenuto, riescono a classificare l'impresa come sana o, al contrario, come ad alto rischio di insolvenza. Negli anni successivi, lo stesso Altman riesce ad affinare i propri studi adattando il suo originario modello a diverse tipologie di

⁶ Più che come strumento di predizione, il modello di Altman si presta ad essere un metodo di *warning* poiché il risultato indica la maggiore vicinanza a un gruppo piuttosto che a un altro (Teodori, 1989).

imprese e diversi settori⁷, fino ad arrivare, nel 2002, ad applicare questo modello anche ad un campione di imprese italiane sottoposte ad amministrazione straordinaria⁸. L'obiettivo di Altman e degli altri autorevoli studiosi, è stato dunque quello di affinare i propri modelli alle varie tipologie di imprese (dalle società quotate, le cui informazioni sono facilmente reperibili, alle piccole imprese), ai diversi settori (cercando di rendere questi modelli meno *industry driven*) e ai diversi paesi.

Sebbene a distanza di anni appare confermata la validità dell'analisi per indici del bilancio, poiché utile a fornire una misura di sintesi per la valutazione prospettica della continuità aziendale e non solamente per valutarne a consuntivo le *performance* economiche e finanziarie, tale metodologia, come in passato, viene spesso criticata, in *primis* per sua logica retrospettiva (*backward-looking*). Altresi, i metodi tradizionali di natura economico-finanziaria tendono, generalmente, ad evidenziare solo alcuni aspetti del valore delle aziende, ma non considerano appropriatamente le dinamiche connesse ai processi di creazione/distruzione del valore degli intangibili (*intangibles*) che rappresentano fattori in grado di incidere significativamente sulla capacità dell'impresa di operare in condizioni strutturali di equilibrio economico e finanziario⁹. Del resto, parte della letteratura ritiene che i dati contabili siano limitati nella loro capacità predittiva poiché costruiti in base al principio della continuità aziendale (ossia, nel presupposto che l'impresa non fallirà), sono soggetti alla discrezionalità manageriale, nonché manipolabili, e non riescono a incorporare importanti informazioni sui prezzi come la volatilità degli *asset* sottostanti (Hillegeist *et al.*, 2004). Studi più recenti suggeriscono l'integrazione dei modelli tradizionali, che prevedano l'analisi di indicatori di bilancio, con ulteriori variabili predittive di carattere qualitativo e non finanziario (Agarwal e Taffler, 2008; Beaver *et al.* 2012), essendo le sole informazioni di natura contabile non in grado di prevedere una possibile situazione di crisi aziendale (Beaver *et al.*, 2005; Beaver *et al.*, 2012). Alcuni studi empirici hanno osservato come le caratteristiche di *corporate governance* impattino sulla probabilità di insolvenza aziendale (Laitinen, 1999; Altman *et al.*, 2010), altri ancora hanno invece preso in esame variabili macroeconomiche (Pesaran *et al.*, 2006) e variabili settoriali (Chawa e Jarrow, 2004), dando in quest'ultimo caso la giusta rilevanza ad una variabile esplicativa fondamentale come la pressione competitiva. In questo ambito, Cenciarelli *et al.* (2020), analizzando un campione di più di 40.000 imprese italiane non quotate, mostrano come gli incrementi

⁷ Cfr. Altman, E.I., Hartzell, J. and Peck, M., 1995.

⁸ A tal proposito, si veda Altman, Danovi, Falini, 2013.

⁹ Cfr., tra l'altro, Sancetta G., 2007.

della pressione competitiva siano significativamente associati a una maggiore probabilità di insolvenza e, altresì, come i modelli di previsione che considerano tale variabile siano più accurati rispetto a quelli standard.

Nell'ambito della gestione del rischio di credito, vengono presi in considerazione modelli alternativi – a quelli c.d. *credit scoring* – per la misurazione delle probabilità di *default* in grado di combinare sia dati aziendali, sia dati provenienti dal mercato. In letteratura si possono individuare fondamentalmente due diversi approcci alla misurazione del rischio di credito, sia relativamente alla singola esposizione che all'intero portafoglio creditizio: approcci *model-based*, tra cui si possono distinguere i modelli strutturali e i modelli in forma ridotta, e approcci tradizionali (o *non model-based*), basati sui dati storici delle insolvenze (Nardon, 2004).

Nell'ambito dei modelli strutturali, vengono presi in considerazione i c.d. modelli *Option Pricing* (Black e Scholes, 1973), che trovano la loro prima applicazione al rischio di insolvenza grazie a Merton (1974), basati sul presupposto che, per una società, l'insolvenza si manifesta esattamente nel momento in cui il valore delle attività risulta inferiore al valore delle passività. In sostanza, per determinare la probabilità di insolvenza (*PD*) e il tasso di recupero (*Recovery Rate*), il rimborso del debito dell'azienda viene modellato come se gli azionisti (*equityholders*) detenessero un'opzione *call* sugli *asset* con associato uno *strike price* minimo pari alle passività: pertanto, l'opzione verrà esercitata finché il valore delle attività risulta essere maggiore a quello delle passività. Il *default* si verifica se l'opzione non viene esercitata alla sua scadenza, ovvero se l'attivo risulta inferiore al valore facciale del debito. Al vantaggio della semplicità di applicazione vengono tuttavia affiancati una serie di evidenti limiti, quali l'aver considerato uno *zero coupon bond* per la costruzione del modello, con l'insolvenza che si manifesta solamente alla scadenza del titolo. Inoltre, l'attivo dell'azienda si sviluppa secondo un processo diffusivo di tipo browniano che considera la probabilità d'insolvenza come un valore facilmente prevedibile in relazione all'orizzonte temporale prescelto (*default horizon*). In generale, i modelli *option based* si rendono maggiormente utili alla misurazione del rischio di credito su *corporate bonds* emessi da imprese quotate. Difficile è, per contro, il loro impiego per i finanziamenti bancari concessi a imprese non quotate, mancando una rilevazione diretta dei dati di mercato. Con il successivo adattamento di Merton (1974), poi di Black & Cox (1976), viene ammesso il verificarsi dell'insolvenza anche prima della scadenza del titolo obbligazionario (c.d. *first passage time models*). In questo caso viene ipotizzato un valore limite dell'attivo al di sotto del quale l'impresa risulta insolvente (*threshold* o *default boundary*). Tuttavia, anche in questo modello l'attivo dell'impresa segue un processo diffusivo di tipo browniano. Tale assunto verrà superato solamente in seguito con

gli studi di Madan e Unal (1994) e Duffie e Singleton (1994), i quali ipotizzano per l'attivo un processo evolutivo "a salti" in base al quale la *probability of default* (PD) varia stocasticamente nel tempo. Tuttavia, la difficoltà di stimare parametri non osservabili ne rende limitato l'utilizzo. In alternativa a questa tipologia di modelli, che osservano l'insolvenza come il risultato di un processo di deterioramento dell'attivo aziendale, si afferma altresì un approccio differente che tratta l'insolvenza come evento completamente esogeno, pertanto non dipendente dalla struttura patrimoniale della società e dalle *performance* di questa (Littermann, Iben, 1991; Madan, Unal, 1995); Jarrow, Turnbull, 1995; Jarrow, Lando, Turnbull, 1997; Lando, 1998; Duffie, Singleton, 1999; Duffie, 1999). Tali modelli (c.d. modelli in forma ridotta o *hazard rate models*), prettamente empirici, non prevedono un processo stocastico che genera il *default*, bensì associano alle diverse classi di *credit rating* differenti tassi di *default* (Altman, Sironi, Resti, 2005). In questi modelli, la PD si distribuisce come un evento impreveduto governato da un processo c.d. Poisson¹⁰, spesso utilizzato in finanza per descrivere un cambiamento di stato improvviso. L'utilizzo di informazioni storiche, quali appunto il *rating* creditizio, nella determinazione della PD, sebbene costituisca un vantaggio nell'utilizzo di tali modelli, si rivela altresì un limite dal punto di vista della valenza previsionale di questi studi.

2.1. La gestione del rischio di credito: l'ottica (predittiva) del creditore finanziario

La tradizionale preoccupazione delle autorità di regolamentazione e vigilanza bancaria consiste nel garantire la solidità del sistema bancario e nel prevenire il verificarsi di situazioni di grave *distress*, al fine di mantenere l'obiettivo fondamentale della stabilità finanziaria. Nello scorso decennio, all'indomani della profonda recessione innescata dalla crisi dei mercati finanziari, l'attenzione della vigilanza bancaria è stata indirizzata principalmente al profilo di rischio e alla solidità dei singoli istituti di credito. Tale focus è fondato sull'assunto implicito che la somma di tutti gli istituti di credito solvibili costituisce un solido sistema bancario e che, pertanto, monitorare la stabilità finanziaria dei singoli istituti funga da garanzia alla sta-

¹⁰ La legge di probabilità di Poisson di un parametro μ , esprime la probabilità che x eventi si verifichino in maniera casuale in un dato intervallo di tempo $t > 0$ (periodo di osservazione). Tale modello si utilizza in situazioni in cui degli eventi si susseguono nel tempo in modo indipendente. Per approfondimenti si veda Hodges, Le Cam, 1960, 737-740; Kingman, 1992; Last, Penrose, 2017.

bilità dell'intero sistema finanziario. La reazione alla crisi ha dunque profondamente modificato il quadro regolamentare in tutte le principali giurisdizioni, all'interno del quale viene riconosciuto il concetto di cultura del rischio quale elemento fondamentale della buona *governance* delle banche¹¹. Significativi passi in avanti sono stati fatti in merito alla composizione degli organi aziendali e al corretto funzionamento del sistema dei controlli interni (le funzioni di *risk management*, *compliance*, *internal audit*, antiriciclaggio). Rilevano inoltre le norme relative alla determinazione della propensione al rischio (il *Risk Appetite Framework*, RAF¹²), emanate nell'ottica di garantire lo sviluppo sostenibile nel medio-lungo periodo, evitando che si prediliga la massimizzazione dei profitti nel breve.

Anche la dottrina aziendalistica ha mostrato un crescente interesse per il ruolo svolto dalla funzione di *risk management* delle banche; infatti, tra le principali criticità della *governance* bancaria emerse durante la crisi, si annoverano le carenze relative alla *risk governance*, intesa come controllo dei rischi da parte del *board* e del *management* e come presidio della configurazione dei sistemi di controllo interno per l'identificazione, misurazione e gestione del rischio (Capuano, 2013). A supporto degli studi di tipo teorico/concettuale, le autorevoli analisi empiriche condotte dalle principali istituzioni internazionali hanno evidenziato come gli istituti finanziari dotati di assetti di governo efficienti, improntati alla gestione integrata del rischio per mezzo di specifiche funzioni di controllo interne, siano riuscite a rispondere meglio alla crisi (Financial Stability Board, 2008; Institute of International Finance, 2008; Senior Supervisors Group, 2009; International Monetary Fund, 2014). Sebbene indirizzati prevalentemente verso il settore bancario statunitense, alcuni studi empi-

¹¹ Le disposizioni di vigilanza per le banche contenute nella Circolare 285 della Banca d'Italia definiscono la cultura del rischio come "l'insieme delle regole, degli atteggiamenti e dei comportamenti dell'intermediario che incidono sul grado di consapevolezza, sull'assunzione e gestione dei rischi, nonché sulle attività di controllo, e che in ultima analisi determinano le decisioni dell'intermediario in materia di rischi. La cultura del rischio influenza le decisioni degli organi aziendali e del personale nello svolgimento quotidiano delle proprie attività e influisce sui rischi assunti dalla banca", (Parte Prima, Titolo IV, Capitolo 3, Sezione I). La definizione è in linea con i documenti del Financial Stability Board, del Comitato di Basilea e dell'Autorità Bancaria Europea.

¹² Introdotto come strumento obbligatorio per le banche, a seguito di un documento di indirizzo pubblicato dal Financial Stability Board nel 2013 (*Principles for An Effective Risk Appetite Framework*), e adottato anche dal Committee of Sponsoring Organisations of the Treadway Commission (*Understanding and Communicating Risk Appetite*, 2012) nell'ambito della definizione dell'Enterprise Risk management Framework, il RAF rappresenta oggi un approccio fondamentale a disposizione dei *board*, e di tutte le tipologie di impresa, per il governo e il controllo dei rischi della gestione e per la corretta allocazione delle risorse sulle singole aree di business (PWC, 2020).

rici hanno cercato di indagare le interrelazioni tra sistemi di *risk management*, *corporate governance*, esposizione ai rischi e *performance* degli istituti finanziari (Hinrichs, 2008; Mottura, 2008; Honoham, 2008). L'analisi di Ellul e Yerramilli (2010), condotta su un campione di 74 banche quotate statunitensi durante il periodo 2000-2008, evidenzia come gli istituti finanziari in cui era presente una funzione di *risk management* più robusta e integrata abbiano mostrato una minore propensione ad assumere rischi aggiuntivi nel periodo pre-crisi. Come illustrato dagli autori, le stesse banche sono state poi in grado di registrare una migliore *performance* operativa e una redditività annua più elevata proprio nel biennio della crisi finanziaria (2007-2008). Aebi, Sabato e Schmid (2012), indagando le caratteristiche della *risk governance* di due campioni di banche statunitensi, si concentrano sulla figura del CRO (*Chief Risk Officer*), evidenziando la presenza di un possibile conflitto di interessi tra questi e il CEO (*Chief Executive Officer*). In particolare, gli autori dimostrano che le banche in cui il CRO riporta direttamente al consiglio di amministrazione ottengono migliori *performance* rispetto a quelle dove invece tale figura apicale risponde al CEO. Lo studio, altresì, indaga sulla presenza o meno, all'interno della banca, di un comitato preposto al monitoraggio e controllo dei rischi (Comitato rischi), *best practice* questa ampiamente diffusa in materia di *risk governance*¹³.

I risultati dimostrano che le *performance* della banca sono influenzate positivamente, non tanto dalla costituzione di un Comitato rischi, bensì dalla frequenza con cui tali comitati si incontrano. In ambito europeo, di assoluto rilievo è lo studio di Capuano (2013), il quale, traendo spunto dagli studi sopracitati, analizza un campione composto dai 40 maggiori gruppi bancari per indagare gli effetti della *risk governance* sulla *performance* e sulla propensione al rischio durante la crisi finanziaria. Sebbene i risultati di tale analisi confermino che la presenza del CRO all'interno del *board* consente sia di evitare che la banca assuma rischi eccessivi, sia di registrare *performance* migliori (in termini di redditività), lo studio si pone in contrasto con i risultati ottenuti da Aebi *et al.* (2012) sul tema del comitato rischi, evidenziando una relazione negativa tra il numero di incontri (misura del grado di operosità del comitato) e le *performance* delle banche oggetto di analisi.

Nell'ambito del rischio di credito, in un contesto prudenziale volto a promuovere una sana cultura del rischio, sin dal 2017, la BCE ha fornito le «Linee guida per le banche sui crediti deteriorati», rimarcando agli istituti bancari la necessità di effettuare rivalutazioni periodiche relative al merito creditizio del debitore e al valore degli eventuali *collaterals* per il calcolo

¹³ Si veda, ad esempio, Mongiardino, Plath, 2010, 116-123.

del rischio creditizio sopportato. Viene altresì indicata la necessità di implementare un sistema che permetta di rilevare preventivamente, attraverso un set di *key risk indicators*, l'eventuale possibile deterioramento delle singole esposizioni creditizie. In linea con la BCE, nel maggio del 2020, la European Banking Authority (EBA) ha pubblicato le “*Guidelines on Loan Origination and Monitoring*”. Particolare attenzione viene posta alla sezione dedicata all’*Internal Governance* – in relazione al processo di concessione e monitoraggio del credito – nella quale vengono fornite una serie di indicazioni per l’applicazione di un *framework* di supporto all’intera attività creditizia. In merito al monitoraggio del rischio di credito, il Regolatore si è voluto soffermare sulla gestione dei modelli di intercettazione dei primi segnali di deterioramento del credito (c.d. *Early Warning System*), con aspettative in termini di indicatori, criteri, dati e frequenze, sia a livello “*single name*” sia a livello di portafoglio. L’obiettivo del Regolatore è dunque quello di rafforzare l’utilizzo di modelli predittivi in grado di individuare in modo tempestivo le posizioni di credito a rischio di deterioramento, oltre alla previsione di processi strutturati di gestione interni agli istituti (c.d. modelli di *early managing*) che permetta ai gestori di classificare correttamente le posizioni individuate e agire tempestivamente per evitarne il deterioramento (Tirloni e Antonietti, 2020).

Una prima definizione, breve ma completa, dei sistemi di EWS, sebbene da un punto di vista più macro, può essere ritrovata negli studi di Yap (1998): «l’idea di base è quella di monitorare le variabili economiche chiave per consentire ai responsabili politici di prevedere una crisi, concedendo loro il tempo sufficiente per attuare le misure appropriate per arginare la crisi o quantomeno minimizzarne gli effetti negativi dell’impatto».

A livello pratico, si rivela estremamente interessante la ricerca empirica condotta da McKinsey (2012), la quale ha dimostrato come le banche in grado di attuare politiche di monitoraggio virtuose fossero in grado di ridurre di circa il 60% l’esposizione verso controparti a rischio di *default*, ben il 40% in più rispetto alla media. Nella stessa ricerca, veniva enfatizzata la capacità di queste banche (attuatrici di monitoraggi precoci) di ridurre fino al 20% le perdite su crediti (McKinsey, 2012). Ad oggi, sebbene negli ultimi anni il livello di *stock* di crediti deteriorati si sia significativamente ridotto, l’obiettivo principe delle banche continua ad essere quello preservare il credito in *bonis*, evitando la riclassificazione a “*default*” (PwC, 2019). In linea con le indicazioni del regolatore, i principali *players* del settore finanziario, sia europeo che italiano, si sono adoperati per apportare le necessarie evoluzioni ai sistemi di monitoraggio, di modo da renderli idonei ad intercettare sin da subito primi segnali di deterioramento del credito, contenendo, in questo modo, gli scivolamenti a posizioni di *pre-default*.

In letteratura particolare attenzione è stata posta sulle variabili da utilizzare nella costruzione di un adeguato EWS. Sin dagli anni 80 si è indagato il ruolo degli istituti finanziari nel generare informazioni sul rapporto con i propri clienti (Diamond 1984; Ramakrishnan and Thakor 1984; Boyd e Prescott 1986). Tuttavia, solo una parte degli studi si è focalizzata sull'utilizzo di queste informazioni per il monitoraggio del rapporto con il cliente finanziato. Norden e Weber (2010) dimostrano come le informazioni sugli utilizzi delle linee di credito accordate assieme alle attività di gestione del conto corrente siano una fonte di informazioni interna idonea ad analizzare l'andamento del rapporto nel tempo con l'impresa e, quindi, la qualità e il merito creditizio di quest'ultima. Oltre che dalle informazioni disponibili all'interno della banca dati dell'istituto di credito (dati interni), un adeguato EWS dovrà essere alimentato anche da informazioni provenienti dal contesto esterno (dati esterni). Tra questi, ritroviamo sicuramente le informazioni contabili ricavabili dai bilanci messi a disposizione dalle imprese, dai quali, come anzidetto, sarà possibile analizzare lo stato di salute economico, finanziario e patrimoniale dell'impresa. A tal proposito, la stipula di contratti di servizio per l'accesso a banche dati, contenenti i bilanci, i dati anagrafici e merceologici di tutte le società di capitale, nonché indicatori di sintesi del merito creditizio (*credit score*), è divenuta prassi consolidata per tutti gli istituti finanziari. In questo modo, la controparte a rischio viene costantemente monitorata sulla base di informazioni (contabili e non) aggiornate. Dati esterni e dati interni dovranno essere poi elaborati e integrati tra di loro al fine di restituire un punteggio (*Early Warning Score*) in base al quale attivare o meno determinate azioni a tutela del credito, per una o più specifiche posizioni. Dunque diviene fondamentale la capacità dell'EWS di innescare automaticamente determinati processi interni (processi di istruttoria) per l'eventuale riclassificazione della posizione e attuare di conseguenza determinate politiche creditizie. Ad aver giocato un ruolo cruciale a sostegno dell'evoluzione dei sistemi di monitoraggio, è stata sicuramente la digitalizzazione. Quest'ultima ha permesso sia l'accesso immediato ad ampi set di informazioni, soprattutto esterne, sia di elaborare queste informazioni attraverso tecniche di *advanced data analytics* e attivare automaticamente modelli di analisi avanzati (*Machine Learning*). Oltre alla raccolta e all'elaborazione dei dati, l'evoluzione tecnologia ha reso altresì agevole l'archiviazione di questi. In tal senso, l'EWS diviene anche un sistema di *data collection* in grado di storicizzare indicatori, azioni suggerite, risultati e ogni altro tipo di dato, quantitativo e qualitativo. Questo permette agli stessi sistemi di monitoraggio di aggiornarsi e correggere sia i modelli sottostanti che le azioni correlate.

3. Case Study: il processo EWS del Gruppo Alfa

Il *case study* preso in analisi intende illustrare, seppur brevemente, la metodologia sottostante un sistema *early warning* e le pratiche di *governance* adottate all'interno di una realtà finanziaria, quale appunto è il Gruppo Alfa, per intercettare precocemente segnali di deterioramento del merito creditizio della controparte a rischio. Il Gruppo Alfa è una società (per azioni) assicurativo-finanziaria il cui obiettivo è supportare le imprese italiane a competere a livello globale attraverso un'ampia gamma di strumenti e soluzioni, quali l'assicurazione del credito, le garanzie finanziarie e altri strumenti a supporto della liquidità.

L'obiettivo che il Gruppo Alfa ha perseguito negli ultimi anni è stato quello di dotarsi di un sistema di *early warning* che ottimizzasse gli strumenti preesistenti di monitoraggio e ne aumentasse il livello di predittività, di modo da valutare tempestivamente l'eventuale livello di deterioramento del merito creditizio e porre in essere piani di azione mirati attraverso la condivisione delle informazioni con dei comitati interni costituiti *ad-hoc*. Su tale presupposto, il lavoro è stato organizzato in due diverse fasi. La prima ha consentito di predisporre dedicate componenti architettoniche integrate ai sistemi informatici preesistenti, al fine di consentire l'attivazione di un sistema di proposte di classificazione in continuità agli attuali portali che supportano la gestione delle c.d. *Watch List (WL)*¹⁴. In questa fase è stato altresì definito il processo di *governance*, che di seguito verrà illustrato nel dettaglio. La seconda ha indirizzato la messa in funzionamento del sistema *early warning* e attivato i processi interni per validare le proposte di classificazione, nonché le azioni di gestione del rischio di credito a queste connesse.

Al fine di illustrare il funzionamento del sistema *early warning* preso in esame, occorre anzitutto identificare la posizione di rischio in base ai diversi ambiti di operatività (tabella 1).

¹⁴ Le *watchlist* sono delle classi gestionali in cui sono ammesse esposizioni regolari classificate *in bonis* che presentano delle anomalie tali per cui si ritiene opportuno procedere ad una specifica categorizzazione. L'assegnazione delle posizioni alle categorie gestionali di *Watch List* avviene, su indicazione delle funzioni aziendali coinvolte nel processo di monitoraggio, attraverso logiche *judgemental* supportate da un modello *early warning* in grado di intercettare segnali di anomalia anticipatori del *default*.

Tab. 1 – Esposizione/controparte a rischio Gruppo Alfa

RISCHIO/AMBITO	ESPOSIZIONE DIRETTA	ESPOSIZIONE INDIRETTA
Credito (debitore)	Debitore	n.a.
Credito (debitore/garante)	Garante	Debitore
Credito (debitore/co-garanti in solido)	Garante con rating migliore	Co-garanti Debitore
Credito (debitore/co-garanti quota share)	Garante pro quota	Co-garanti Debitore
Credito (debitore/riassicuratore)	Pro-quota debitore/riassicuratore	Debitore (quota competenza diretta riassicuratore)
Project Finance	Veicolo	Sponsor/Off Taker
Produzione	Acquirente	n.a.
Cauzioni (contraente)	Contraente	n.a.
Cauzioni (contraente/garante)	Garante	Contraente
Cauzioni (contraente/co-garanti)	Garante con rating migliore	Co-garanti Contraente
Cauzione (contraente/coassicuratore)	Pro-quota contraente	n.a.
Joint-Venture	Joint-Venture	Pro-quota venture capital

Fonte: Gruppo Alfa (2021).

In termini di composizione, la posizione di rischio del Gruppo Alfa è data dalla somma dell'esposizione *performing* (anche detta *in bonis*) e dell'esposizione *non-performing* rilevate su ciascuna controparte del portafoglio di rischio privato (rami credito e cauzioni). Le *Non Performing Exposures (NPE)* sono le esposizioni per le quali sono rilevati elementi di criticità tali da ritenersi improbabile l'integrale adempimento delle obbligazioni assunte. Nell'ambito assicurativo, si definisce esposizione *non-performing* la somma dei sinistri in corso e dei crediti commerciali, ovvero del valore nominale della riserva sinistri registrata sulle polizze nell'arco temporale che va dal mancato incasso fino al pagamento dell'indennizzo, al netto della quota di rischio ceduta ai riassicuratori, e dell'importo nominale da liquidare in favore dell'assicurato in sede di indennizzo e che, di conseguenza, costituisce un credito nei confronti del debitore/garante dell'operazione indennizzata (soggetto ad azione di recupero). In ambito creditizio, si fa riferimento alla normativa di Banca d'Italia, la quale prevede tre tipologie di *NPE*:

1. *Inadempienze probabili (Unlikely To Pay – UTP)*: soggetti che presentano elementi di criticità tali da ritenere improbabile l'adempimento integrale delle obbligazioni assunte senza il ricorso ad azioni quali l'escussione delle garanzie;
2. *Esposizione scadute/sconfinanti (Past Due)*: posizioni scadute da oltre 90 giorni. Lo scaduto/sconfinato è immediatamente rilevabile in funzione della mancata registrazione dell'incasso;

3. *Sofferenze*: esposizione in essere verso soggetti che versano in una grave e non transitoria situazione di insolvenza e/o sottoposti a procedure giudiziali.

Il processo EWS del Gruppo Alfa si pone come obiettivo quello di analizzare le posizioni in portafoglio che non versano in stato di *default* o inadempienza probabile (ovvero posizioni in *bonis*) al fine di individuare nelle stesse dei segnali di anomalia anticipatori di comportamenti di pagamento non in linea con le aspettative che, se non opportunamente monitorati e gestiti, potrebbero provocare un passaggio a *default* della posizione stessa. In questo senso, sono state individuate delle classificazioni gestionali intermedie di *Watch List* dove far confluire le posizioni di rischio per le quali vengono rilevati segnali di anomalia anticipatori del *default*.

Per proporre un'adeguata classificazione della posizione di rischio e della controparte presa in esame, è stato necessario costruire un algoritmo che, alimentato dalle informazioni oggetto di monitoraggio, fosse in grado di restituire un punteggio (*score*) al quale associare automaticamente una determinata classe gestionale. L'algoritmo EWS messo a punto dal Gruppo Alfa si basa su un *engine* di calcolo dell'indicatore sintetico di monitoraggio (ISM), statisticamente sostenibile, in grado di anticipare il manifestarsi di un peggioramento del rischio della posizione di credito. I *pillar* su cui si basa l'algoritmo sono sostanzialmente due:

- i. *un modello descrittivo dei comportamenti d'incasso* sulle singole posizioni di rischio, che si pone l'obiettivo di intercettare all'interno dell'andamento della relazione con il debitore eventuali anomalie che potrebbero far pensare ad un possibile deterioramento del credito sottostante (c.d. criterio comportamentale). L'algoritmo di *warning* comportamentale è stato sviluppato seguendo un approccio di tipo statistico che, dall'analisi di una serie storica di pagamenti, si pone l'obiettivo di stimare, con le moderne tecnologie di *behavior analytics*, una data di presunto incasso.
- ii. *un modello di scoring*, in grado di combinare l'analisi dell'andamento della controparte rispetto all'intero sistema creditizio (flusso di ritorno della Centrale Rischi) e il calcolo delle soglie di *alert* sui principali indicatori di bilancio, e di stimare, secondo un modello *logit*, la probabilità che il soggetto entri in un'area critica di *default* (c.d. criterio creditizio).

L'algoritmo di *warning* creditizio è stato sviluppato coniugando due approcci:

- *uno di tipo statistico* che si pone l'obiettivo di calcolare la probabilità del soggetto di entrare in *default*. Il *pillar* quantitativo deriva da un'analisi *logit* con *forward selection* delle seguenti variabili esplicative:
 - Centrale rischi (saturazione, sofferenze, sconfini)

- Indicatori di bilancio (variabili ultimo bilancio e *trend*)
- Attributi esterni (classi di *rating*, *Cerved group score*, *CEBI Score*);
- *uno di tipo "judgmental"*, introdotto sulle variabili di bilancio che non sono rientrate nel modello quantitativo ma che vengono considerate di interesse da parte degli analisti del credito del Gruppo Alfa.

Per costruire il modello è stato dunque necessario:

1. individuare un *panel* di indicatori che risultano di interesse secondo le logiche "esperienziali";
2. selezionare attraverso un meccanismo di *stepwise selection* le variabili che maggiormente spiegano il fenomeno del *default*;
3. calibrare gli indici (attraverso un meccanismo di calibrazione delle matrici di corretta classificazione) e identificare quelli che riducono la presenza di falsi positivi secondo logiche "judgmental";
4. individuare le soglie sperimentali (*cut-off*) ai fini della classificazione del rischio. A titolo di esempio, nella figura 1 sono riportate le soglie di rilevanza di alcuni indici di bilancio utilizzati nella costruzione dell'algoritmo.

Calibrando gli indici e impostando le soglie di rilevanza, l'algoritmo sarà inoltre in grado di isolare quegli eventi di rischio considerati determinanti (c.d. eventi *fatal*) per la classificazione gestionale della posizione. Ad esempio, con riferimento all'analisi degli indici di bilancio, sono stati considerati come determinanti sia il Patrimonio Netto che l'Ebitda. Qualora uno dei due fosse negativo, la controparte verrebbe automaticamente inserita nella classe gestionale di peggior rischio e segnalata alle strutture aziendali per intervenire tempestivamente con azioni mirate.

I primi test per la messa in funzionamento del sistema *early warning* sono stati condotti su un portafoglio composto da più di 133 mila nominativi per un totale di 40 mld/€.

I primi risultati evidenziano un portafoglio classificato pari al 14,7% del totale delle posizioni (figura 2). Per tale percentuale, le classificazioni gestionali sono così distribuite:

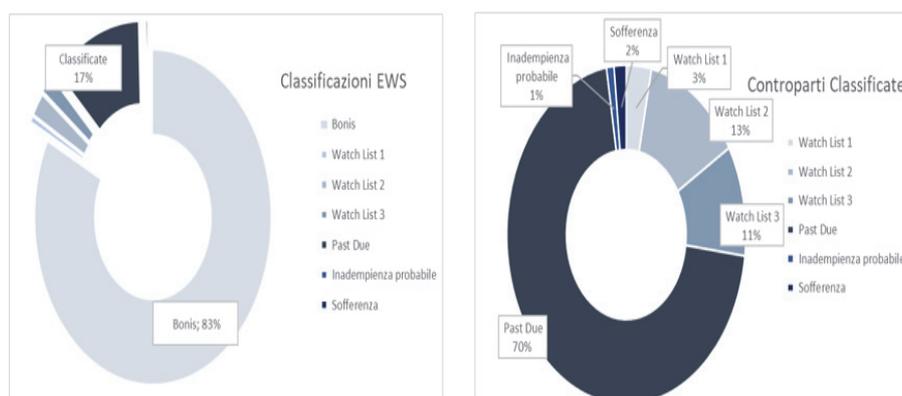
- 16% *Watch List 1* e *Watch List 2*: nominativi *in bonis* che presentano criticità non materiali sulle quali monitorare la persistenza;
- 11% *Watch List 3*: nominativi che presentano criticità che richiedono la definizione di un piano di azione, la cui implementazione dovrà essere tenuta sotto stretto monitoraggio;
- 73% *Past due*, inadempienza probabile e sofferenza: nominativi con posizione deteriorate dovuti ad eventi di insolvenza, procedure concorsuali o situazioni di tensione finanziaria persistente.

Fig. 1 – Indici e soglie di rilevanza

Descrizione Index	No warning	Lieve	Grave	Molto Grave
CEBI Score	CEBI Score = (S1; S2; S3)	CEBI Score = (S4; V1)	CEBI Score = (V2; R1)	CEBI Score = (R2; R3; R4)
Cerved Group Scoring (CGS)	Cerved Group Score (CGS) ≥ 73	53 ≤ Cerved Group Score (CGS) ≤ 72	35 ≤ Cerved Group Score (CGS) ≤ 52	Cerved Group Score (CGS) < 35
Riduzione dei ricavi	rapporto ≤ -20%	-30% ≤ rapporto < -20%	-40% ≤ rapporto < -30%	rapporto < -40%
PN / Totale Attivo	rapporto > 28,5%	18,8 < rapporto ≤ 28,5%	5% < rapporto ≤ 18,8%	rapporto ≤ 5%
MOL negativo o in riduzione	Valore ≤ 5,3	5,3 < valore ≤ 7,5	7,5 < valore ≤ 12,1	valore > 12,1
Variazione Patrimonio Netto	valore ≥ -16%	-30% ≤ valore < -16%	-40% ≤ valore < -30%	valore < 40%
Patrimonio Netto negativo	valore ≥ 0	-	-	valore < 0
Gearing Ratio (Indice Indebitamento)	valore > 2	1,5 < valore ≤ 2	0,9 < valore ≤ 1,5	valore ≤ 0,9
PPN / EBITDA	rapporto > 4	3 < rapporto ≤ 4	2 < rapporto ≤ 3	rapporto < 2
Current Ratio	rapporto ≥ 2	1,5 ≤ rapporto < 2	1 ≤ rapporto < 1,5	rapporto < 1
Rischio Settoriale	Rischio Settoriale Basso o Inferiore alla media	Rischio Settoriale nella media	Rischio Settoriale superiore alla media	Rischio Settoriale significativo
Acid Test	rapporto > 1	0,90 < rapporto ≤ 1	0,80 < rapporto ≤ 0,90	rapporto ≤ 0,80
Importo Cash Flow	valore > 0	-	valore ≤ 0	-
Cash Flow / Attivo	rapporto > 4,5%	3,5% < rapporto ≤ 4,5%	2,5% < rapporto ≤ 3,5%	rapporto ≤ 2,5%
Liquidity Coverage Ratio (LCR)	valore > 100%	90% < valore ≤ 100%	80% < valore ≤ 90%	valore ≤ 80%
Ciclo del circolante	Ciclo del Circolante ≤ 30 gg	0 < Ciclo del Circolante ≤ 30 gg	30 gg < Ciclo del Circolante ≤ 60 gg	Ciclo del Circolante < 60 gg
Margine di tesoreria	- Margine di tesoreria > 0 AND - Capitale Circolante Netto > 0	-	- Margine di tesoreria < 0 AND - Capitale Circolante Netto > 0	- Margine di tesoreria < 0 AND - Capitale Circolante Netto < 0
Margine di struttura	- Margine di struttura > 0 AND - Capitale Circolante Netto > 0	-	- Margine di struttura < 0 AND - Capitale Circolante Netto > 0	- Margine di struttura < 0 AND - Capitale Circolante Netto < 0

Fonte: Gruppo Alfa (2021).

Fig. 2 – Classificazione gestionale portafoglio Gruppo Alfa



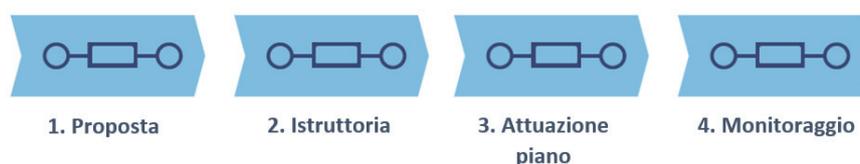
Fonte: Gruppo Alfa (2021).

In corso d'opera si è reso necessario fattorizzare gli impatti dell'emergenza pandemica da Covid-19, adeguando i vari presidi di monitoraggio originariamente previsti. Ciò si è reso necessario alla luce del ruolo di supporto finanziario del Gruppo Alfa all'interno dell'emergenza pandemica, sostenendo la liquidità delle imprese italiane in difficoltà sia mediante la concessione di sospensioni dei pagamenti (c.d. moratorie Covid) sia attraverso nuova finanza. Ai fini del progetto EWS, il Gruppo Alfa ha deciso di includere nello spettro delle fattispecie oggetto di monitoraggio anche gli interventi in ambito Covid-19 di modo da procedere alla classificazione gestionale anche di tali fattispecie.

3.1. La governance interna del processo EWS

In coerenza con linee guida fornite dal Regolatore in termini di *internal governance*, ossia di tutti quei processi strutturati di gestione del rischio di credito di cui un istituto finanziario dovrebbe dotarsi, anche il Gruppo Alfa si è mosso in questa direzione. Come descritto nel paragrafo che precede, l'algoritmo, in base alla tipologia di anomalia intercettata sulla posizione e alla gravità della stessa, crea delle liste di *watchlist* che vanno gestite e monitorate secondo una *governance* definita e che tocca tutti i principali attori aziendali coinvolti nella gestione del rischio di credito. Come verrà illustrato di seguito, il processo, in tutte le sue fasi, viene supportato da un'infrastruttura informatica che permette di gestire il flusso di lavoro e di tenere costantemente aggiornate le informazioni durante tutto il processo di gestione e monitoraggio del rischio di credito (c.d. PEM – Pratica Elettronica di Monitoraggio). Così come strutturato, il processo EWS del Gruppo Alfa si divide in 4 fasi (figura 3).

Fig. 3 – Overview processo EWS



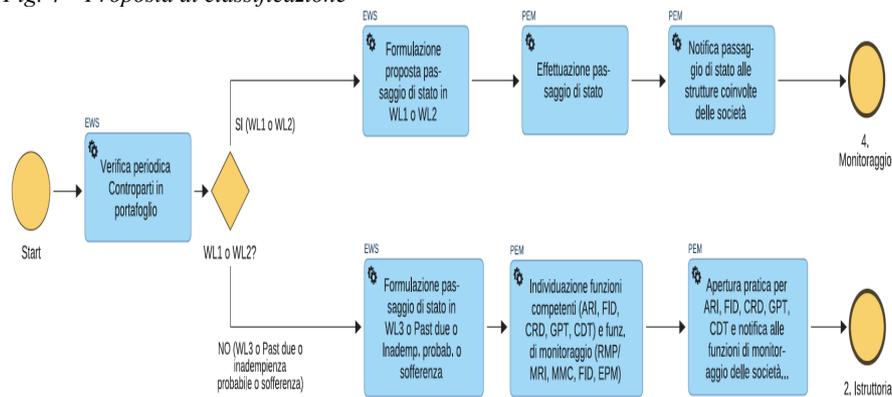
Fonte: Gruppo Alfa (2021).

1. Proposta (di classificazione): fase *core* del processo *early warning* che, a seguito della verifica periodica delle controparti in portafoglio, culmina con l'elaborazione da parte del modello EWS di una proposta di classificazione (figura 4). L'integrazione dell'EWS con la PEM permetterà di processare automaticamente la proposta di classificazione e, contestualmente, di noti-

ficare tale classificazione a tutte le strutture aziendali coinvolte nell'analisi e nel monitoraggio del credito (funzioni Analisi Rischi e *Risk Monitoring*).

Nel caso in cui la controparte (*in bonis*) presenti delle criticità che, tuttavia, non vengono rilevate come gravi (classificazione gestionale a WL1 e WL2), il processo prevede la notifica di un *alert* alle strutture interessate e la successiva attivazione di uno stretto monitoraggio sulla controparte per verificare la persistenza e la gravità di tali criticità. In caso invece di scivolamento a classi di rischio peggiori (WL3, *Past Due*, UTP, sofferenza) – all'interno delle quali vengono ricomprese le controparti in *default* – allora sarà necessario attivare le strutture aziendali per avviare un vero e proprio processo di istruttoria del merito creditizio (fase numero 2).

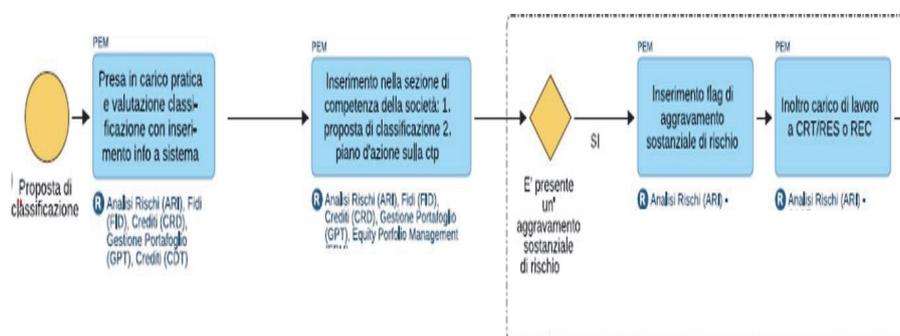
Fig. 4 – Proposta di classificazione



Fonte: Gruppo Alfa (2021).

2. Istruttoria: anche qui è previsto il coinvolgimento di tutte le strutture dedicate all'analisi e monitoraggio del rischio di credito. In questo senso, la proposta di classificazione (fase 1) verrà inizialmente presa in carico dalla funzione Analisi Rischi, all'interno del quale gli analisti (*corporate*) saranno chiamati a svolgere una disamina approfondita sulla controparte, sia a livello contabile che non. Tale analisi ha lo scopo di constatare l'effettivo aggravamento del profilo di rischio sulla posizione presa in esame; qualora questo fosse confermato, è previsto automaticamente l'ingaggio delle funzioni aziendali preposte alla gestione del portafoglio *non-performing* (Ufficio Restructuring - RES). In buona sostanza, si ritiene opportuno che per le tali posizioni/operazioni venga attivata precocemente una c.d. gestione straordinaria (figura 5).

Fig. 5 – Istruttoria (1/2)



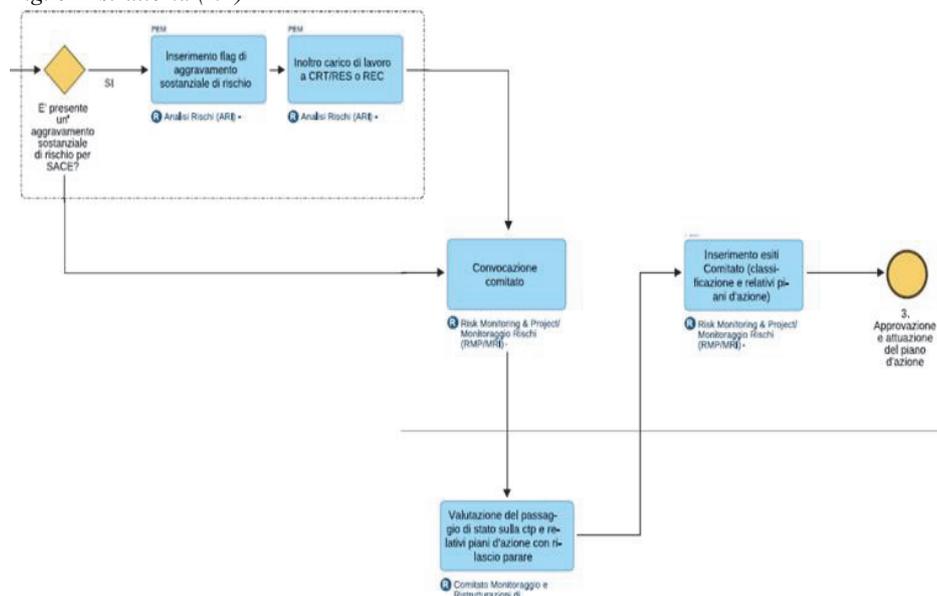
Fonte: Gruppo Alfa (2021).

Il coinvolgimento (anticipato) della funzione *Restructuring* in una fase antecedente al *default* è sicuramente l'elemento innovativo del processo EWS del Gruppo Alfa, il quale è perfettamente coerente con l'approccio aziendalistico, ma anche giuridico, sviluppatosi negli ultimi anni, secondo il quale la tempestività degli interventi ne massimizza l'efficacia in termini di riduzione della probabilità di manifestazione di una situazione d'insolvenza. L'obiettivo è dunque quello di mettere sin da subito a fattor comune l'*expertise* in materia di crisi d'impresa e ristrutturazione del debito, in modo da gestire precocemente segnali di debolezza della controparte attuando prontamente piani di azioni volti ad anticipare la gestione di futuri eventi di *default*.

Prima di procedere alla definitiva classificazione della posizione di rischio, sarà necessario convocare un apposito comitato (c.d. Comitato monitoraggio e Ristrutturazioni) all'interno del quale rendicontare al *top management* i risultati delle analisi svolte, fornire un aggiornamento dello stato dell'arte, sia sulla controparte che sulle singole posizioni di rischio in essere, e sottoporre in approvazione i relativi piani di azione (figura 6). Tale comitato, come intuibile, sarà composto dai dirigenti delle funzioni di Analisi Rischi, *Risk Monitoring* e *Restructuring*, questi ultimi considerati componenti obbligatori del comitato. A seconda dei casi, potranno essere convocati i dirigenti di altre funzioni esterne al processo EWS (ad es. funzione Legale).

Gli esiti del Comitato Monitoraggio e Ristrutturazioni saranno successivamente raccolti e inseriti all'interno della PEM. In caso di parere positivo, si procederà con l'attuazione del piano d'azione.

Fig. 6 – Istruttoria (2/2)

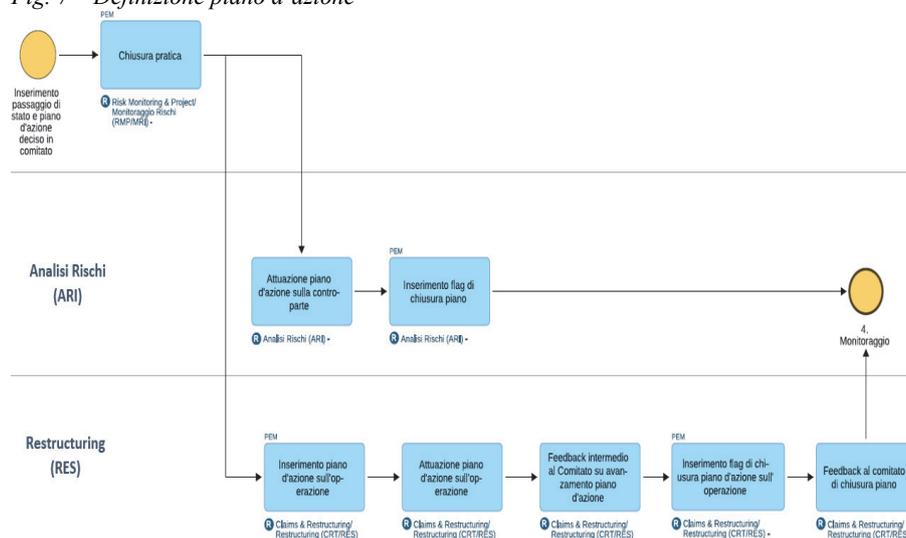


Fonte: Gruppo Alfa (2021).

3. *Attuazione piano d'azione*: una volta approvato, il piano di azione verrà implementato sia a livello di controparte (attuando una strategia di gestione del rischio di credito in senso più ampio), sia a livello di singola posizione di rischio/operazione in essere. Sebbene queste siano due fasi parallele e coerenti tra di loro, è bene distinguerle per individuare le funzioni aziendali preposte alla gestione. Mentre a livello di controparte l'attuazione del piano d'azione è affidata alla funzione *Analisi Rischi*, la gestione della singola/e posizione/i di rischio è affidata all'ufficio *Restructuring* (figura 7). In sostanza, la funzione *Analisi Rischi* detta le linee guida generali per la gestione del rischio sulla controparte (livello macro) e la funzione *Restructuring* declina tale approccio a livello di singole posizioni di rischio¹⁵, ognuna caratterizzata dalle sue peculiarità (livello micro).

¹⁵ Si pensi, a titolo di esempio, a una società verso la quale il Gruppo Alfa ha in essere una o più posizioni di rischio, sia nel ramo credito che cauzioni. Qualora la società presenti segnali di deterioramento che possano ragionevolmente far presumere un futuro *default*, la funzione *Analisi Rischi*, ad esempio, potrà proporre una politica di *derisking* che, a sua volta, dovrà essere declinata nella gestione delle singole posizioni di rischio/operazioni in essere da parte della funzione *Restructuring*.

Fig. 7 – Definizione piano d'azione



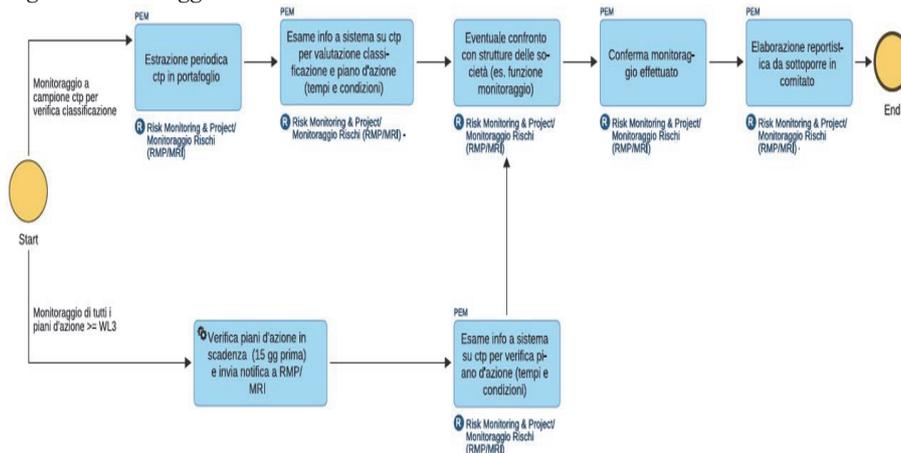
Fonte: Gruppo Alfa (2021).

Così come pensato, il processo di attuazione prevede un momento di condivisione intermedio con il Comitato Monitoraggio e Ristrutturazioni, il quale dovrà essere aggiornato sullo stato di avanzamento del piano d'azione e sulle singole attività implementate a mitigazione del rischio. Come in tutte le fasi, anche in questo caso il flusso di lavoro sarà gestito su piattaforma informatica, di modo da rendere l'intero processo il più automatizzato possibile e garantire, altresì, a tutte le strutture coinvolte l'accesso immediato ad informazioni costantemente aggiornate. Il monitoraggio elettronico, oltre ai benefici in termini di efficienza, permette inoltre di minimizzare l'utilizzo di documenti cartacei e, di conseguenza, di ridurre il rischio operativo legato alla dispersione e allo smarrimento di informazioni sensibili.

4. Monitoraggio: tale attività si differenzia a seconda delle classificazioni gestionali proposte e successivamente accettate. Per le controparti *in bonis* e per quelle classificate a WL1 e WL2 (ossia che presentano criticità non gravi), è previsto un c.d. monitoraggio a campione che ha lo scopo di verificare, su base periodica, la coerenza della classificazione di rischio delle controparti in portafoglio. Così come descritto poc'anzi, il modello EWS sarà in grado di rilevare eventuali segnali di deterioramento del merito creditizio e, quindi, di formulare automaticamente una proposta di classificazione (v. fase 1). Per le posizioni di rischio per le quali invece era già stato

confermato l'aggravamento sostanziale, il monitoraggio sarà focalizzato sullo stato di avanzamento del piano d'azione in precedenza definito, allo scopo di poter implementare eventuali azioni correttive qualora necessarie.

Fig. 8 – Monitoraggio



Fonte: Gruppo Alfa (2021).

Sia nel primo che nel secondo caso, i risultati del monitoraggio saranno inseriti nel sistema informatico ed elaborati sotto forma di *report*, i quali saranno poi sottoposti all'attenzione del comitato. Oltre a tenere costantemente aggiornato il *top management*, tali *report* forniranno uno strumento sintetico di supporto a tutte le funzioni del Gruppo Alfa coinvolte sia nell'assunzione che nella gestione del rischio. In questo senso l'architettura informatica sottostante il processo EWS diviene un elemento fondamentale in grado di supportare, non solo le attività di monitoraggio, ma l'intera operatività aziendale.

4. Conclusioni

Il tempismo e la corretta gestione costituiscono i presupposti fondamentali per il presidio del rischio di credito. Questo si attua attraverso la costante e puntuale osservazione ed analisi dell'andamento della relazione, dei comportamenti della controparte espressi nei confronti del sistema bancario e del merito di credito desunto dalle risultanze periodiche di bilancio. A tal proposito, diviene fondamentale fare ricorso a strumenti di monitoraggio sempre più automatizzati e finalizzati a cogliere tempestivamente i sintomi di un potenziale deterioramento della qualità del credito. I modelli di EWS consentono quindi al

sovrasisistema finanziario di farsi promotore della gestione anticipata delle crisi d'impresa, cercando di intervenire con azioni mirate in una fase antecedente al *default*, successivamente al quale ogni intervento di regolarizzazione dei rapporti con l'impresa supportata rischia di essere vano. È con tale proposito che il monitoraggio del credito diviene uno strumento di ulteriore supporto alle imprese clienti, in un'ottica di processo virtuoso che punta ad intercettare e gestire prontamente eventuali segnali di squilibrio economico-finanziario non solamente in un'ottica di mitigazione del rischio (benefici interni), ma di salvaguardia del sistema aziendale/cliente (benefici esterni). Il caso esaminato evidenzia come il Gruppo Alfa, realtà primaria nell'ambito finanziario nazionale e internazionale, recentemente, abbia intrapreso questa direzione. Esaminando il progetto EWS messo a punto negli ultimi anni, è stato possibile identificare quelli che sono gli step necessari alla costruzione di un algoritmo che sappia combinare variabili quali-quantitative e restituire automaticamente una proposta di classificazione di rischio. L'analisi del modello EWS, altresì, ha evidenziato la necessità di combinare un approccio quantitativo (statistico) con uno di tipo esperienziale, in modo da tenere sempre conto della sensibilità dell'analista del credito nella selezione e calibrazione delle variabili che meglio possano esprimere lo stato di salute della controparte a rischio. Analizzando le pratiche di *internal governance* messe a punto dal Gruppo Alfa, si evince chiaramente come il monitoraggio del credito rappresenti un processo diffuso e trasversale all'interno dell'azienda. In questo caso, l'elemento innovativo è sicuramente il coinvolgimento anticipato della struttura *Restructuring*, funzione originariamente pensata per la gestione delle operazioni in *default*, ora invece preposta alla gestione del rischio in una fase antecedente l'insolvenza. Tale approccio considera, pienamente, l'orientamento sviluppatosi nella dottrina aziendalista e giuridica nell'ultimo decennio, ovvero quello conciliare gli interessi di tutte le parti coinvolte prima che il *default* si verifichi e, di conseguenza, ne irrigidisca i rapporti (Sancetta e Boldreghini, 2020). Altro elemento fondamentale a supporto della *governance* interna del rischio di credito è l'automazione dell'intero processo. L'infrastruttura informatica è sicuramente l'elemento distintivo a supporto del sistema EWS del Gruppo Alfa. L'automazione dei processi è ciò che fattivamente ha consentito di ottimizzare le modalità di condivisione interna delle informazioni fra le funzioni coinvolte nel monitoraggio e verso il *top management*. L'efficienza dei sistemi informatici permette di prendere decisioni consapevoli senza disperdere energie e tempo in un contesto dove il tempismo è la chiave del successo.

Alla luce dell'emergenza pandemica da Covid-19 e degli impatti che ne deriveranno in termini di incremento delle *Non Performing Exposures*, dotarsi di strumenti di monitoraggio per una gestione virtuosa del rischio di credito sarà l'obiettivo principale che gli istituti finanziari dovranno porsi.

5. Riferimenti bibliografici

- Aebi V., Sabato G., Schmid M. (2012). Risk management, corporate governance, and bank performance in the financial crisis. *Journal of Banking & Finance*, 36(12): 3213-3226. DOI: 10.1016/j.jbankfin.2011.10.020
- Agarwal V., Taffler R. (2008). Comparing the performance of market-based and accounting-based bankruptcy prediction models. *Journal of Banking & Finance*, 32(8): 1541-1551. DOI: 10.1016/j.jbankfin.2007.07.014
- Altman E.I. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *The journal of finance*, 23(4), 589-609. DOI: 10.2307/2978933
- Altman E. I., Hartzell J., Peck M. (1998). Emerging market corporate bonds a scoring system. In: Levich R.M. (eds) *Emerging Market Capital Flows*. The New York University Salomon Center Series on Financial Markets and Institutions, vol 2. Springer, Boston, MA. DOI: 10.1007/978-1-4615-6197-2_25
- Altman E.I., Hotchkiss E. (2010). *Corporate financial distress and bankruptcy: Predict and avoid bankruptcy, analyze and invest in distressed debt* (Vol. 289). Hoboken: John Wiley & Sons.
- Altman E.I., Danovi A., Falini, A., (2013). Z-Score Models' Application to Italian Companies Subject to Extraordinary Administration (November 5, 2015). *Journal of Applied Finance*, 23(1). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2686750>
- Altman E.I., Iwanicz-Drozowska M., Laitinen E.K., Suvas A. (2017). Financial distress prediction in an international context: A review and empirical analysis of Altman's Z-score model. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 28(2), 131-171. DOI: 10.1111/jifm.12053
- Altman E.I., Brady B., Resti A., Sironi A. (2005). The link between default and recovery rates: Theory, empirical evidence, and implications. *The Journal of Business*, 78(6), 2203-2228. DOI: 10.1086/497044
- Amaduzzi A. (1957). *Conflitto ed equilibrio di interessi nel bilancio dell'impresa*. Bari: Cacucci.
- Arcari A.M. (2018). Preventing crises and managing turnaround processes in SMEs. The role of economic measurement tools, *Management Control*, 3, 131-155. DOI: 10.3280/MACO2018-003007
- Beaver W.H. (1966). Financial ratios as predictors of failure. *Journal of accounting research*, 71-111. DOI: 10.2307/2490171
- Beaver W.H., Correia M., McNichols M.F. (2012). Do differences in financial reporting attributes impair the predictive ability of financial ratios for bankruptcy?. *Review of Accounting Studies*, 17(4), 969-1010. DOI: 10.1007/s11142-012-9186-7
- Beaver W.H., McNichols M.F., Rhie J.W. (2005). Have financial statements become less informative? Evidence from the ability of financial ratios to predict bankruptcy. *Review of Accounting studies*, 10(1), 93-122. DOI: 10.1007/s11142-004-6341-9
- Babel B., Kaltenbrunner G., Kinnebrock S., Pancaldi L., Richter K., Schneider S. (2012). *First-mover matters: Building credit monitoring for competitive advantage*. McKinsey Work. Pap. Risk, 37.
- Black F., Cox, J.C. (1976). Valuing corporate securities: Some effects of bond in-

- denture provisions. *The Journal of Finance*, 31(2), 351-367. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1976.tb01891.x
- Black F., Scholes M. (1973), The pricing of options and corporate liabilities. *Journal of Political Economy*, 81, 637-654. DOI: 10.1142/9789814759588_0001
- Boyd J.H., Prescott E.C. (1986). Financial intermediary-coalitions. *Journal of Economic theory*, 38(2), 211-232. DOI: 10.1016/0022-0531(86)90115-8
- Capuano P. (2013). *La crisi finanziaria internazionale: il ruolo della funzione di risk management delle banche*. Roma: Aracne.
- Celli M., Paoloni M. (2018). Crisi delle PMI e strumenti di warning: un test di verifica nel settore manifatturiero, *Management Control*, 2: 85-106. DOI: 10.3280/MACO2018-002005
- Cenciarelli V.G., Mattei M.M., Greco G. (2020). Pressione competitiva e previsione dell'insolvenza. *Management Control*, 3: 36-58. DOI:10.3280/MACO2020-003003
- Chava S., Jarrow R.A. (2004). Bankruptcy prediction with industry effects. *Review of finance*, 8(4), 537-569. DOI: 10.1093/rof/8.4.537
- Chudson W.A. (1945). *The Pattern of Corporate Financial Structure*. New York: National Bureau of Economic Research
- Ciambotti M. (2005), *Governo strategico d'impresa. Teoria, modelli e sistemi di pianificazione* (Vol. 1, pp. 1-420), Torino: Giappichelli Editore.
- Diamond D.W. (1984). Financial intermediation and delegated monitoring. *The review of economic studies*, 51(3), 393-414. DOI: 10.2307/2297430
- Duffie D., Singleton K.J. (1999). Modeling term structures of defaultable bonds. *The review of financial studies*, 12(4), 687-720. DOI: 10.1093/rfs/12.4.687
- Ellul A., Yerramilli V. (2010). *Stronger risk controls, lower risk: Evidence from US bank holding companies*. Retrieved from National Bureau of Economic Research. In: <http://www.nber.org/papers/w16178.pdf>
- Esposito De Falco S.E. (2014). *Corporate governance per il governo dell'impresa*. Milano: McGraw-Hill Education.
- FitzPatrick P. (1932). A Comparison of ratios of successful industrial enterprise with those of failed companies. *The Certified Public Accountant*, 598-605, 656-662, 727-731.
- Giannessi E. (1969), *Considerazioni critiche intorno al concetto di azienda*. In: Scritti in onore di Giordano Dell'Amore, 461-588. Milano: Giuffrè.
- Hillegeist S.A., Keating E.K., Cram D.P., Lundstedt K.G. (2004). Assessing the probability of bankruptcy. *Review of accounting studies*, 9(1), 5-34. DOI: 10.1023/B:RAST.0000013627.90884.b7
- Hinrichs J. (2008). Creating Synergy By Intergrating Enterprise Risk Management And Governance. *Journal Of Risk Management In Financial Institutions*, 2(2): 155-164.
In: <https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=36961245&lang=it&site=ehost-live&scope=site>
- Hodges J.L., Le Cam L. (1960). The Poisson approximation to the Poisson binomial distribution. *The Annals of Mathematical Statistics*, 31(3), 737-740. In: <https://www.jstor.org/stable/2237582>

- Honohan P. (2008). Risk management and the costs of the banking crisis. *National Institute Economic Review*, 206, 15-24. DOI: 10.1177/0027950108099839
- Institute of International Finance (2008). *Final report of the IIF committee on market best practices: principles of conduct and best practice recommendations*.
- International Monetary Fund (2014). *Global Financial Stability Report*.
- Jarrow R.A., Lando D., Turnbull S.M. (1997). A Markov model for the term structure of credit risk spreads. *The review of financial studies*, 10(2), 481-523. DOI: 10.1093/rfs/10.2.481
- Kingman J.F.C. (1992). *Poisson processes* (Vol. 3). Oxford: Clarendon Press.
- Lando D. (1998). On Cox processes and credit risky securities. *Review of Derivatives research*, 2(2), 99-120. DOI: 10.1007/BF01531332
- Last G., Penrose M. (2017). *Lectures on the Poisson process* (Vol. 7). Cambridge: Cambridge University Press.
- Laitinen E.K. (1992). Prediction of failure of a newly founded firm. *Journal of Business Venturing*, 7(4), 323-340. DOI: 10.1016/0883-9026(92)90005-C
- Litterman R., Iben T. (1991). Corporate bond valuation and the term structure of credit spreads. *Journal of portfolio management*, 17(3), 52. DOI: 10.3905/jpm.1991.409331
- Madan D.B., Unal H. (1998). Pricing the risks of default. *Review of derivatives Research*, 2(2), 121-160. DOI: 10.1007/BF01531333
- Merton R.C. (1974). On the pricing of corporate debt: The risk structure of interest rates. *The Journal of finance*, 29(2), 449-470. DOI: 10.2307/2978814
- Merwin C.L. (1942). *Financing small corporations in five manufacturing industries, 1926-1936*. New York: National Bureau of Economic Research.
- Mongiardino A., Plath C. (2010). Risk governance at large banks: have any lessons been learned? *Journal of Risk Management in Financial Institutions*, 3(2), 116-123. Available from: <https://search.ebscohost.com/login.aspx?direct=true&db=bth&AN=48811120&lang=it&site=ehost-live&scope=site>
- Mottura P. (2008). Crisi bancarie: un problema di governance. *Bancaria*, 12, 15-28.
- Nardon M. (2004). Un'introduzione al rischio di credito. *Università Ca' Foscari di Venezia*.
- Norden L., Weber M. (2010). Credit line usage, checking account activity, and default risk of bank borrowers. *The Review of Financial Studies*, 23(10), 3665-3699. DOI: 10.1093/rfs/hhq061
- Pesaran M.H., Schuermann T., Treutler B.J., Weiner S.M. (2006). Macroeconomic dynamics and credit risk: a global perspective. *Journal of Money, Credit and Banking*, 1211-1261. In: <https://www.jstor.org/stable/3839005>
- PWC (2019). *Early Warning System: l'evoluzione del monitoraggio predittivo*. In: <https://www.pwc.com/it/it/publications/assets/docs/early-warning-system.pdf>
- Quagli A., Danovi A. (2010). *Crisi aziendali e processi di risanamento*. Milano: IPSOA.
- Ramakrishnan R.T., Thakor A.V. (1984). Information reliability and a theory of financial intermediation. *The Review of Economic Studies*, 51(3), 415-432. DOI: 10.2307/2297431

- Saldías M. (2013). Systemic risk analysis using forward-looking distance-to-default series. *Journal of Financial Stability*, 9(4), 498-517. DOI: 10.1016/j.jfs.2013.07.003
- Sancetta G. (2007). *Gli intangibles e le performance dell'impresa*. Padova: Cedam.
- Sancetta G., Boldreghini F. (2020). La ristrutturazione aziendale nella complessità intersistemica. In: AA.VV., *Contributi in onore di Gaetano Maria Golinelli* (pp. 442-457), Napoli: Rogiosi Editore.
- Senior Supervisors Group. (2009). *Observations on risk management practices during the recent market turbulence*. Senior Supervisors Group.
- Smith R., Winakor A. (1935). *Changes in Financial Structure of Unsuccessful Industrial Corporations*. Urbana: University of Illinois Bureau of Business Research.
- Tirioni G., Antonietti A. (2020). *Le nuove linee guida EBA sulla concessione e monitoraggio del credito*. In: <https://www.dirittobancario.it/approfondimenti/credito/le-nuove-linee-guida-eba-sullaconcessione-e-monitoraggio-del-credito>
- Vella P. (2019). La prima direttiva europea su ristrutturazione e insolvenza. *Il Foro Italiano*, 144(10), 423-434.



RI-FOR-MED S.r.l.

La Ri.For.Med S.r.l., Società di Consulenza Aziendale, fornisce servizi di direzione e organizzazione alle imprese (PMI e grandi imprese) in tutto il territorio Nazionale.

La Società nasce nel 2002, su iniziativa di tre docenti universitari, con la volontà di creare una “struttura aperta” in cui la componente accademica e quella imprenditoriale possano lavorare insieme, secondo una logica di tipo complementare e sinergico. Oggi la struttura è dotata di molteplici risorse qualificate (interne ed esterne), con competenze nel campo economico aziendale, finanziario e amministrativo-contabile.

Le principali aree di interesse riguardano il Fund Raising (Grant Scan, Partner Scouting, Project Management), il Business Advisory (Business Development, Corporate Governance), il Training Advisory e la Comunicazione e Dissemination a supporto di imprese e organismi di ricerca.



seguici sui nostri social



www.riformed.it | 081 1881 4471 | info@riformed.it

Via Pietro Colletta, 12 - 80139 Napoli

Copyright © FrancoAngeli

This work is released under Creative Commons Attribution - Non-Commercial –
No Derivatives License. For terms and conditions of usage
please see: <http://creativecommons.org>

Una dedica a Biagio Merola, *Sergio Barile*

Editoriale - Dalla Corporate Governance alla Sustainable Governance Washing, *Salvatore Esposito De Falco*

Introduzione - Tradizione e innovazione nella Corporate Governance: dal *new normal* al *never normal*, *Gaetano Maria Golinelli, Bernardino Quattrococchi*

Dinamismo ambientale, esperienza digitale del board e cambiamento strategico delle imprese. L'integrazione tra Dynamic Managerial Capabilities e Resource Dependence Theory, *Paolo Boccaredelli, Chiara Acciarini, Enzo Peruffo*

Sostenibilità e sistemi di Corporate Governance delle società benefit: il caso Illycaffè, *Rosaria Ferlito, Rosario Faraci*

ESG, CSR, Shareholder value: non è il momento per un reset del capitalismo, *Angelo Miglietta*

Political Governance and Corporate Social Responsibility: Enhancing the Role of the Moral Dimension, *Cristiano Ciappei, Anna Marrucci, Giacomo Mininni, Marina Gallucci*

La diffusione dei modelli di leadership condivisa: un'analisi esplorativa sulle società quotate italiane, *Francesca Romana Arduino, Alessandro Zattoni, Saverio Bozzolan*

La responsabilità degli organi sociali, tra tradizione e riforma del diritto della crisi d'impresa. Un'interpretazione aziendalistica, *Alessandro Danovi, Serena Maurutto*

Early warning system e governance del rischio di credito: l'emersione anticipata della crisi d'impresa dal punto di vista dei creditori finanziari, *Fulvio Boldreghini, Giuseppe Sancetta*

