



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI “ROMA TRE”

DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA

CORSO DI DOTTORATO DI RICERCA IN DISCIPLINE GIURIDICHE

Curriculum

Discipline privatistiche e Diritto privato per l'Europa - area di Diritto commerciale

XXXII ciclo

**CORPORATE GOVERNANCE DELLE SOCIETÀ A PARTECIPAZIONE
PUBBLICA. VERSO UN DIRITTO DI GOVERNO D’IMPRESA?**

Docente guida:

Chiar.mo Prof. Sabino Fortunato

Candidato:

Arbër Shahu



INDICE

Abstract	» 5
Introduzione	» 7

Capitolo I

L'IMPORTANZA DEL CORPORATE GOVERNANCE E LEZIONI DALL'ETIMOLOGIA.

1. La definizione del governo societario.	» 9
2. Lezioni dall'etimologia.	» 12
3. Corporate governance delle Società a Partecipazione Pubblica come esempio dell'applicazione del concetto di prendersi cura anche negli altri tipi di società.	» 16
4. Nuovi elementi del corporate governance: Il fattore umano e il Blockchain.	» 21
5. Conclusioni brevi del primo capitolo.	» 28

Capitolo II

L'EVOLUZIONE DEL CORPORATE GOVERNANCE DALL'INTERESSE PRIVATTO A QUELLO PUBBLICO NELL'OTTICA DEL *LITERATURE REVIEW*.

1. Le origini.	» 31
----------------	------

2. *Corporate governance* sotto i riflettori globali. » 41
3. Conclusioni brevi del secondo capitolo. » 51

Capitolo III

LA GRADUALE IMPERATIVITÀ DELLA LEGISLAZIONE ITALIANA IN TEMA DI CORPORATE GOVERNANCE.

1. Il governo societario nel Codice civile italiano. » 53
2. Altre norme di governo societario: Il codice di autodisciplina.
Il Testo unico della Finanza. La riforma del Diritto Societario.
La riforma della legge sulla tutela del risparmio. » 57
3. Il Testo Unico in Materia di Società a Partecipazione Pubblica: I soci.
L'amministrazione. I controlli. Menzioni d'onore nella prospettiva di
corporate governance. » 62
4. Il Codice della Crisi d'impresa e dell'insolvenza. » 78
5. Conclusioni brevi del terzo capitolo. » 81

Capitolo IV

CONCLUSIONI

1. Governo d'impresa, l'elemento più sottovalutato nell'ambito
del diritto societario. » 84
2. *Hard law* vs. *soft law* vs. *comply or explain*, o tutti e tre insieme? » 85

3. La formula perfetta per una *governance* societaria. » 87
4. Il diritto di governo societario, un ramo del diritto commerciale? » 89

BIBLIOGRAFIA » 92

RINGRAZIAMENTI » 113

Abstract

Gestire le società commerciali è un'arte. Il *corporate governance* è il metodo dell'equilibrio applicato per disegnare il quadro degli interessi di tutti i *stakeholders* di un'entità commerciale. L'analisi di questa ricerca sul percorso storico del concetto di *corporate governance*, specialmente gli sviluppi degli anni recenti in tema di crisi finanziaria, evidenzia una sottovalutazione dell'importanza di questo elemento sia alla luce dell'attività delle società commerciali ma anche ad altri portatori d'interesse. Sistemáticamente, il governo d'impresa ha attirato l'attenzione dei giuristi, economisti, studiosi e del pubblico solo nei casi dove essi ha fallito nel suo oggetto.

Si dimostra che il governo societario ha i suoi radici molto prima della nascita del problema principale-agente e che evolve in modo continuo arricchendosi con altri elementi, evidenziando l'elemento umano e la tecnologia.

Le crisi finanziarie globali, con conseguenze che vanno oltre le questioni societarie e i confini nazionali, hanno confermato che le società commerciali, specialmente le *corporates*, definitivamente incidono oltre le sue responsabilità sociali toccando una sfera fragile come l'interesse pubblico.

Il *corporate governance*, che rappresenta il metodo più efficiente per portare avanti una società e allo stesso tempo accontentarli tutti gli *stakeholders*, generalmente si regola da norma di natura non obbligatoria (*soft law*) o del tipo *comply or explain*. Fatta questa premessa, la tesi solleva l'ipotesi che la *corporate governance* delle società commerciali deve essere regolato dalle norme di natura obbligatoria perché serve a proteggere l'interesse pubblico, il quale viene compromesso dall'attività delle *corporates* e specialmente dalle sue fallimenti. Essendo così, si crea una legislazione dedicata al governo d'impresa e forse siamo in una era dove si sta creando un diritto di governo societario. Per dimostrare questa ipotesi si usa il metodo empirico. La struttura dell'analisi ha una forma piramidale che alla base (1) si analizza il percorso storico del concetto di governo societario, poi (2) si analizza il percorso del *literature review* e l'introduzione dell'interesse pubblico, al terzo capitolo (3) si studia la legislazione italiana in materia di governo societario. L'insieme di questi analisi getta l'idea che continuerà

l'incremento del quadro normativo di *corporate governance* a tale misura che diventi un diritto in sé.

Parole chiave: *corporate governance*, governo d'impresa, interesse pubblico, società a partecipazione pubblica.

Introduzione

È difficile, nel senso giuridico-economico e specialmente nel quello morale, spiegare a un cittadino statunitense nell'era post crisi finanziaria 2007-2008 che lui non sarebbe nella situazione di perdere la sua abitazione semplicemente se la *corporate governance* delle entità finanziarie avrebbe funzionato. Ugualmente difficile è spiegare al suo vicino di casa, che al contrario dal primo, ha adempito tutti i suoi obblighi in qualità del debitore di un mutuo, ma vede la sua proprietà svalutarsi e di seguito pagare un mutuo più caro al prezzo reale della proprietà perché la maggior parte dei suoi vicini è insolvente. È allucinante spiegare a un cittadino europeo che la crescita delle imposte fiscali e del disoccupazione nel suo paese si attribuisce agli sforzi economici nazionali per aiutare altri paesi europei come Grecia, Portogallo e Spagna, la cui difficoltà finanziaria è risultato dell'effetto domino della crisi americana. Tutto si poteva prevenire semplicemente se la *corporate governance* delle entità finanziarie avrebbe funzionato.

Periodicamente le crisi finanziarie causate dal fallimento delle grandi aziende nell'ottica macro e micro, hanno dimostrato che l'attività di queste entità infligge oltre l'interesse degli azionisti, oltre a quelli degli portatori d'interesse, oltre alla responsabilità sociale. Essi hanno la capacità d'incidere proprio nell'interesse di ogni individuo, nell'interesse pubblico. È incomprensibile il fallimento del legislatore nel realizzare al pieno il potere del governo d'impresa come l'unico mezzo con il quale si protegge l'interesse pubblico, a riferimento delle attività delle società commerciali, è allo stesso tempo riuscire a soddisfare gli interessi degli altri attori societari.

L'obiettivo principale della tesi è dimostrare che è inevitabile la reazione del legislatore, di fronte alla caratteristica del governo societario in confronto all'interesse pubblico, che consistente nella creazione di una legislazione di governo societario obbligatorio, disegnando così il percorso verso la fondazione di un diritto di governo d'impresa. Usando il metodo empirico, la dimostrazione di questa ipotesi si spiega

similmente a un *origami* dove ogni sua piega rappresenta i sub-obiettivi che sono in funzione alla dimostrazione della tesi.

Nel primo capitolo si studia a pieno il concetto di *corporate governance* partendo dalla etimologia della parola. Il concetto di governo societario si rivela un elemento usato in multipli ambiti scientifici, ma il nostro studio si focalizza all'ambito giurisprudenziale, che alla fine del percorso storico di questo fenomeno si dimostra che probabilmente ha coesistito in simbiozi con le società commerciali sin dalle sue creazioni. La sua importanza si è riconosciuta dalle ultimi crisi finanziari globali, che hanno trovato nel governo d'impresa la causa primaria. Paradossalmente, il *corporate governance* ha esistito molto prima e si evoluto periodicamente con nuovi elementi rendendolo ancora più indispensabile. Si può dire certamente che il governo societario è un elemento sottovalutato.

Il secondo capitolo analizza il percorso del *literature review*. Gli ultimi sviluppi hanno formato un *corporate governance* pubblica che mira a soddisfare l'interesse pubblico. L'espansione delle società commerciali, specialmente quelle quotate, ha fatto il modo che la loro attività sia in grado di incidere in una sfera aliena alle entità appartenenti al diritto privato, che è l'interesse pubblico.

Al terzo capitolo studia lo schieramento della legislazione italiana in merito alla *corporate governance*.

Il capitolo conclusivo evidenzia i risultati delle sub-obiettivi svolti nella tesi come: a) la sottovalutazione del fenomeno del *governance* societario negli anni; b) oggi, essi rappresenta una parte indispensabile delle società commerciali e i suoi effetti incidono oltre i suoi portatori d'interesse fino all'interesse pubblico; c) la formula perfetta per un governo d'impresa; d) Il diritto di governo societario, un ramo del diritto commerciale? Tutto esso porta all'idea che siamo in una era dove si sta formando un nuovo diritto, quello di governo societario.

Capitolo I

L'IMPORTANZA DEL CORPORATE GOVERNANCE E LEZIONI DALL'ETIMOLOGIA.

SOMMARIO: 1. La definizione di governo societario. 2. Lezioni dall'etimologia. 3. *Corporate governance* delle Società a Partecipazione Pubblica come esempio dell'applicazione del concetto di prendersi cura anche negli altri tipi di società. 4. Nuovi elementi del *corporate governance*: Il fattore umano e il Blockchain. 5. Conclusioni brevi del primo capitolo.

1. *La definizione di governo societario.*

Cosa significa oggi in giurisprudenza il termine *corporate governance*, in italiano il governo societario? La risposta breve sarebbe che è un complesso di regole, che si manifestano anche come pratiche e processi, che si usano nell'ambito del diritto societario e commerciale, per dirigere e controllare le entità giuridiche, specialmente le “*corporates*”, le grandi aziende. La risposta lunga invece è veramente lunga.

Prima di continuare è importante fare una premessa. Quando si parla di governo d'impresa è necessario specificare il contesto nel quale si usa questa parola. Il termine non è isolato in una specifica disciplina ma fa parte di diverse discipline. Si può dire che è a cavallo della giurisprudenza e le scienze di economia, finanza, management ecc. Nel nostro caso, si deve tenere conto che il termine si attribuisce solitamente alla scienza di diritto, salvo i casi diversamente indicati.

Almeno da questa ricerca, non si conclude che esiste una precisa definizione legale del termine governo d'impresa nella legislazione italiana. Si crea l'idea che il legislatore intenzionalmente gira intorno ad una definizione. Come se evitasse un fallimento nel

cristallizzare tutti gli numerosi elementi di *corporate governance* in un'unica definizione. Questo non vuol dire che il diritto positivo non regola il *corporate governance* delle società commerciali. Diversi sono gli articoli o decreti legislativi i quali, pur avendo come obiettivo la regolazione di uno specifico ambito, diverso dal governo d'impresa, accennano quest'ultimo dando così una definizione del termine. Basta riferirsi al Codice Civile Italiano, concretamente gli articoli 2341-bis (Patti parasociali) e 2391-bis (Operazioni con parti correlate) per creare un'idea della composizione del governo d'impresa. Oppure le sezioni che regolano gli organi dell'amministrazione e controllo del Decreto Legislativo del 24 febbraio 1998, n. 58 "*Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge del 6 febbraio 1996, n. 52.*" Un vero e proprio "codice" di governo d'impresa ci rivela la Legge del 28 dicembre 2005, n. 262 "*Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari.*" Al quadro legislativo non mancano altri atti che regolano indirettamente la struttura di *governance* delle società commerciali.¹

A livello internazionale, una precisa definizione del *corporate governance* si trova in un documento ufficiale dell'anno 1991 in Regno Unito, paese in cui fu creato il Comitato sugli Aspetti Finanziari di Corporate Governance. Questo comitato diretto da Sir Adrian Cadbury, considerato uno dei pionieri della *corporate governance*, aveva lo scopo di revisionare gli aspetti del governo d'impresa in relazione al rapporto finanziario e responsabilità. Nelle conclusioni immortalate nel suo rapporto finale, noto come "*Il rapporto di Cadbury*" con un successo che

¹Vedi: Decreto-Legge 6 dicembre 2011, n. 201 "*Disposizioni urgenti per la crescita, l'equità e il consolidamento dei conti pubblici.*" (GU n.284 del 6-12-2011 - Suppl. Ordinario n. 251)

Decreto Legislativo 29 dicembre 2006, n. 303 "*Coordinamento con la legge 28 dicembre 2005, n. 262, del testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (T.U.B.) e del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (T.U.F.).*" (GU n.7 del 10-1-2007 - Suppl. Ordinario n. 5)

Decreto 24 dicembre 2013, n. 16 "*Regolamento relativo ai compensi per gli amministratori con deleghe delle società controllate dal Ministero dell'economia e delle finanze, ai sensi dell'ex articolo 23-bis del decreto-legge dicembre 2011, n. 201, convertito, con modificazioni, dalla legge 22 dicembre 2011, n. 214.*" (GU n.63 del 17-3-2014)

Decreto 30 marzo 2000, n. 162 "*Regolamento recante norme per la fissazione dei requisiti di professionalità e onorabilità dei membri del collegio sindacale delle società quotate da emanare in base all'articolo 148 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.*" (GU n.141 del 19-6-2000)

"Regolamento emittenti. Adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999" Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (2019)

"Regolamento Operazioni con Parti Correlate. Delibera n. 17221 del 12.3.2010." Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (2017)

va oltre i confini nazionali, che furono usati da altri paesi e entità internazionali, la *corporate governance* si definì come “*il sistema con il quale le società sono gestite e controllate.*”²

Per dare una definizione completa del governo d'impresa oggi, da una fonte formale, si ricorre alle organizzazioni internazionali che più o meno hanno acquistato lo status di veri e propri “organi legislativi” per il lavoro svolto nello studio e nella ricerca di governo d'impresa. *Corporate governance* implica un insieme di relazioni tra la direzione di un'azienda, il suo consiglio di amministrazione, i suoi azionisti e altri *stakeholders*. La *corporate governance* forma anche la struttura attraverso la quale vengono definiti gli obiettivi della società e vengono determinati i mezzi per conseguire tali obiettivi e monitorare le prestazioni³.

Gli autori dedicati alla ricerca scientifica preferiscono una descrizione che è più adatta nell'ambito economico. Shleifer e Vishny per esempio, definiscono il governo d'impresa come il modo che i fornitori di finanziamenti delle società si assicurano di ottenere un ritorno del loro investimento⁴.

Il governo d'impresa, in un ampio spettro, consiste nelle strutture istituzionali, regole legali e migliori pratiche, che tutte insieme determinano quale organo all'interno dell'azienda è autorizzato a prendere una particolare decisione.⁵

Anche se ogni autore propone una sfumatura diversa quando definisce il concetto di governo d'impresa, al centro della definizione sta il fatto che ci si riferisce ad un complesso di regole, per dirigere e controllare le società commerciali. A parte la definizione, la dottrina aiuta ad individuare diverse teorie che si sono sviluppati nel tempo. Come si è già visto nelle prime pagine, la teoria dell'agenzia (*Agency Theory*), identificata dai primi passi della vera dottrina del governo d'impresa, costituisce il problema della distinzione fra proprietà e gestione. Ma quest'ultima si focalizza negli interessi degli azionisti e nel compito dei manager per lavorare solitamente negli interessi dei loro principali, senza tenere conto di altri attori che fanno parte nella vita societaria.

² Report of the committee on “The Financial Aspects of Corporate Governance”; Gee, a division of Professional Publishing Ltd; (1992): 2.5

³ OECD, “G20/OECD Principles of Corporate Governance.” OECD Publishing, Paris (2015):9

⁴ Shleifer, Andrei; Vishny, Robert W. “A Survey of Corporate Governance.” *The Journal of Finance*, 52 (1997): 737-783.

⁵ Bainbridge, Stephen M. “Corporate Governance after the Financial Crisis.” Oxford University Press, (2011):2

Ecco perché la teoria degli *stakeholders* (*Stakeholder Theory*) è nata e ha conquistato molto terreno. Secondo quest'ultima, è importante trovare l'equilibrio tra gli interessi delle parti coinvolte nella società.

Un'altra teoria che tiene in conto il fattore umano è quella della *Stewardship*, secondo la quale i manager devono agire sempre nel miglior interesse degli *shareholders* e della società.

La teoria della dipendenza dalle risorse è considerata più materialista perché suppone che la società abbia la necessità di legami ambientali tra l'impresa e le risorse esterne. Così gli amministratori servono a collegare l'azienda a fattori esterni, cooptando le risorse necessarie per sopravvivere.

La dottrina giuridica, contiene un numero elevato di classificazioni che si applicano alla *corporate governance*. Ma ciò che resta costante sono gli elementi che costituiscono il governo d'impresa e che si aggiungono col passare del tempo.

2. Lezioni dall'etimologia.

Governance, una parola inglese che da anni fa parte del “vocabolario” giuridico anche nella giurisprudenza italiana. Specialmente fa parte dell'oggetto della tesi, la *Corporate Governance*. Termine che si traduce e intende in italiano, il così detto governo d'impresa e che identifica un complesso di regole, che si manifestano anche come pratiche e processi, che si usano nell'ambito del diritto societario e commerciale, per dirigere e controllare queste entità giuridiche. La legislazione, prassi e dottrina di altri paesi, i quali non usano la lingua inglese come lingua ufficiale, non sono rimasti immuni dall'influenza di questo termine. Il nostro interesse si concentra sull'uso e significato di questa parola nell'ambito del diritto commerciale in generale, e specialmente nel diritto societario. Proviamo ad andare indietro nel tempo per cercare l'etimologia della *governance* perché si dice che senza conoscere il passato non possiamo costruire il futuro.

L'etimologia di una parola acquisisce importanza cruciale nella profonda conoscenza del significato di un termine. Il significato, nell'ambito giurisprudenziale, è un fattore

importantissimo. Giurisprudenza e l'etimologia hanno qualcosa in comune. Così come il significato di una parola cambia nel tempo anche le norme e i termini giuridici cambiano ed evolvono in simbiosi ai cambiamenti sociali. Tutti i due ambiti si caratterizzano dalla dinamicità. Tenendo questo in conto, e tornando al tema della tesi, le tracce di usanza della parola *governance* si trovano nella Vecchia Lingua Francese (Old French), usato tra VIII e XIV secolo. A quanto pare il primo significato della parola non deriva per niente da quello dei nostri giorni perché era sinonimo di un “*azione o maniera di governare.*” Nello stesso periodo, la parola aveva altri significati, ora obsoleti, come a) controllo, b) lo stato di essere governato, c) l'ufficio, funzione o il potere del governare, d) metodo di gestione, sistema di regole. È ovvio che il termine deriva dalla parola *govern* che in italiano significa governare. Seguendo l'etimologia di quest'ultima parola ci porta sempre sullo stesso sentiero diretto sulla Vecchia Lingua Francese, che ha diverse sfumature di significati sempre intorno al significato di dirigere e dominio, tra i quali si evidenziano i significati a) di governare con autorità, dirigere, controllare, regolare gli affari degli altri; b) influenzare; c) amministrare ecc.⁶ I significati delle parole *governance* e *govern* appaiono con leggeri cambiamenti nei secoli che seguono, fino ad arrivare ai nostri giorni.⁷

In questo viaggio nel tempo alla riscoperta dell'etimologia e significato della parola *governance*, i lessicografi inglesi ci portano proprio in una lingua considerata “morta” ma che oggi si mantiene parzialmente viva nei vocabolari di giurisprudenza e medicina, la lingua latina. Una dei rami più importanti delle lingue indoeuropee e ascendente diretta, tra le altre, anche della lingua italiana. In latino, il termine *gubernō* si presenta in diversi significati come

⁶Little, William; Fowler, Henry Watson; Coulson, Jessie; “The shorter Oxford English dictionary on historical principles. Third edition. Volume 1.” Clarendon Press, Oxford (1990):874

⁷Vedi: Johnson, Samuel. “A Dictionary of the English Language. Volume 1” W. Strahan, London (1755): Gos-Gov
Fowler, Henry Watson; Fowler, Francis George; “The concise Oxford dictionary of current English. Fourth edition.” Clarendon Press, Oxford (1952):522

“The Oxford English dictionary. Volume 4. F-G.” Clarendon Press, Oxford (1961):317-318
Stein, Jess. “The Random House Dictionary of the English Language - The Unabridged Edition” Random House, New York (1966):612

Onions, Charles Talbut. “The Oxford dictionary of English etymology.” Clarendon Press, Oxford (1992):407-408

guidare qualcosa, per esempio una nave e altresì si intende come l'atto di dirigere e controllare. L'azione di dirigere, controllare, si presenta con il termine *gubernatiō*.⁸

Interessante pare il significato della parola *governare* nella lingua italiana del secolo XVII-XVIII, la quale è discendente diretta della lingua latina, che si definisce come “*Reggere, aver cura, provvedere col pensiero, e coll’ opera a’ bisogni, e al bene essere di ciò, ch’ è sotto la sua custodia, e giurisdizione*”⁹. Si definisce interessante perché ai giorni d’oggi risulta che questa definizione ha perso valore nel tempo e quasi quasi sta per essere obsoleta. Attualmente con il termine *governare* si intende qualcosa in senso politico e dirigenziale, e il significato di aver cura per qualcuno o qualcosa si sposta in un significato di quarto o quinta mano. Ecco perché diversi vocabolari descrivono il termine come l’esercitamento del potere politico, dirigere, amministrare, accudire.¹⁰

Più completo pare il seguente significato della parola *governare*, “*Guidare secondo un principio o un programma, esercitando il potere politico, amministrativo o spirituale... Provvedere al buon andamento e alla gestione di qualcosa...Regolare secondo un criterio normativo o caratterizzante...Manovrare una nave, un’imbarcazione...Far procedere nel modo voluto, tenere sotto controllo...Occuparsi di una persona o di un animale, provvedendo ai loro bisogni, al loro mantenimento...Aggiustare, riparare...Condurre a una condizione positiva o negativa.*”¹¹ Quest’ultimo significato, più completo, sembra che eredita l’elemento mancante dal originario significato del XVII secolo. Si parla del concetto di prendersi cura, che nei secoli XVII e XVIII si rivolge non solo alle persone o animali ma a tutto ciò che ha a che fare con la giurisdizione. Sembra come se gli dizionari di questi secoli siano influenzati dai termini giuridici. Si dice così perché nei vocabolari dei giorni d’oggi la nozione di *governare* sotto la forma di prendersi cura di qualcosa, sembra cambiare

⁸Souter, Alexander. “Oxford Latin Dictionary.” Clarendon Press, Oxford (1968):778

⁹Cardinali, Francesco. “Dizionario portatile della lingua italiana”, v.1,I. Marsioli, Bologna, (1827):669
<https://babel.hathitrust.org/cgi/pt?id=hvd.hwjljic;view=image>

¹⁰Vedi: “Dizionario Maxi Italiano. Dizionario della lingua italiana”, Vallardi, Milano (2018).

“Dizionario fondamentale della lingua italiana”, De Agostini, Roma (2017).

“Dizionario essenziale della lingua italiana”, De Agostini, Roma (2017)

¹¹Devoto, Giacomo; Oli, Gian Carlo; Seriani, Luca. “Nuovo Devoto-Oli. Il vocabolario dell’italiano contemporaneo”, Le Monnier, Roma (2019)

dall'origine perché si limita ad usarla solo nei casi dove è necessario prendersi cura di un'entità vivente come una persona o un animale.

Idem si presenta la situazione nella lingua attuale inglese. In certi dizionari, il significato di prendersi cura di qualcuno o qualcosa nella parola *govern* o *governance*, si perde proprio¹². Dall'altro canto, diverse pubblicazioni conservano questo tipo di significato, il quale penso è un elemento sostanziale da tenere in conto quando si fa uso nell'ambito del governo d'impresa. Si fa riferimento a testi degli anni 1960-1990 nelle quali, in lingua inglese, conservano ancora l'elemento di prendersi cura con le parole *govern* o *governance*.¹³

L'usanza dell'etimologia nella ricerca del significato dei termini giuridici è proprio un mezzo importante, tramite il quale non solo si può identificare l'evoluzione della parola stessa, ma facendo ciò, dà la possibilità di trovare una banca d'idee le quali si possono usare come punto di partenza per il completo disegno del significato della parola. Concretamente parlando, questo viaggio nel tempo alla ricerca più dettagliata del significato della parola governare, ci ha condotto a rivelare un significato quasi perso nel tempo. Abbiamo visto come nella lingua inglese l'usanza del significato “*di aver cura di qualcuno o qualcosa*”, è diventato obsoleto. Tutt'altro invece si verifica nella lingua italiana, la quale conserva ancora, anche se non tra i primi significati, l'usanza del concetto di prendersi cura come sinonimo di governo o governare. Sicuramente, questa non è una coincidenza comune. Perché il valore di tale termine, si usa in tutto il mondo e siccome è collegato all'esistenza del potere direzionale, difficilmente sarà obsoleto. È logico pensare che è proprio la discendenza diretta della lingua italiana dal latino che ha fatto in modo che il concetto erudisca nei nostri giorni.

“*Reggere, aver cura, provvedere col pensiero, e coll' opera a' bisogni, e al benessere di ciò, che è sotto la sua custodia e giurisdizione*” non è solo un relitto prezioso che si è scoperto dalla ricerca lessicografica. Proprio nell'ambito del diritto, e specialmente in quello del diritto

¹²Vedi: “Collins English Dictionary. Ninth edition” Collins; (2007):704

Fox, Gwyneth. “Macmillan English Dictionary for Advanced Learners” Macmillan Education, (2002):652

¹³Vedi: Simpson, John; Weiner, Edmund. “The Oxford English Dictionary. Second edition. Volume VI. Follow-Haswed” Clarendon Press, New York (1989):710

“Webster's Third New International Dictionary and Seven Language Dictionary: Unabridged” Encyclopædia Britannica Inc., Chicago (1986):982

commerciale e delle società, si dovrebbe tener conto quando si spiega il concetto di *corporate governance*. Il governo d'impresa si applica alle società commerciali, le quali non sono nient'altro che entità create dagli individui. Deviando il conflitto tra teorie della finzione e quelle della realtà, questa creatura è “figlio” di uno o più individui, che indipendentemente dall'oggetto di questa entità o il motivo della sua creazione, si devono prendere cura (alla sua creazione).

Dall'applicazione di quest'ultimo concetto nel governo d'impresa si possono produrre soltanto risultati positivi. Risultati che possono riguardare l'oggetto dell'entità, la creazione dei guadagni, bilanciamento degli interessi sia degli *stakeholders* che sugli *shareholders*, la longevità della entità e dell'attività, l'impatto sociale. E questa non è una lista esaustiva. È vero che il governo d'impresa in sé mira a raggiungere questi stessi obiettivi, ma l'applicazione avviene secondo dei principi e sistemi di controllo. Nel nostro caso si parla di un concetto più morale che legale. Un concetto di responsabilità interna che si deve applicare dagli individui che creano l'anima dell'entità. Un “fattore x” che non tutti possono avere. Stiamo parlando del fattore umano che fa parte del governo d'impresa. Per il quale si parlerà in dettaglio nei capitoli in seguito.

3. Corporate governance delle Società a Partecipazione Pubblica come esempio dell'applicazione del concetto di prendersi cura anche negli altri tipi di società.

Come abbiamo analizzato fino a questo punto, ma anche come si sono svolti cronologicamente gli sviluppi del governo d'impresa, è un fatto che la scoperta e l'avanzamento dello studio di *corporate governance* si affianca alle società ad azionariato diffuso, che offrono il suo capitale a un'ampia gamma di azionisti (*public held*). Ed è logico che in queste entità si è scoperto e sviluppato questo concetto, per causa delle specificità che contiene una tale società, altresì una complessità di fattori e di *stakeholders* che lo compongono. La *corporate governance*, sviluppandosi in un ambiente appartenente al diritto

privato, è concretamente sul diritto commerciale, non ha impedito questo fenomeno ad espandersi oltre i confini del diritto privato della scienza del diritto. Il governo d'impresa non perde il suo valore, anzi lo amplifica, anche in altre forme di società commerciali in cui si verifica un incrocio di discipline giuridiche. Tali sono le società a partecipazione pubblica (SPP), che si propongono in diverse forme. Queste entità "ibride" si normano da una parte dal diritto civile e commerciale e dall'altra dal diritto pubblico, conseguentemente formando un "diritto speciale" dedicata a questo tipo di entità.

Le società a partecipazione pubblica hanno attirato molta attenzione a livello globale per le loro specificità. Le ragioni sono tante ma si possono evidenziare per prime che le *state-owned enterprises*, che rappresentano ancora una parte significativa dell'attività in un certo numero di economie dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico è possono quindi avere un impatto importante sulla performance complessiva di queste economie. Secondo, la globalizzazione e la liberalizzazione in molti settori hanno reso pressante la riforma del settore statale e si solleva la questione del corretto esercizio dei diritti di proprietà. Terzo, le società a partecipazione pubblica affrontano difficoltà specifiche in termini di *governance* che non possono essere affrontate solo mediante l'uso di strumenti progettati per le società ad azionario diffuso. Quarto, si prevede che i miglioramenti nella *governance* delle imprese statali promuoveranno la crescita attraverso migliori prestazioni e una maggiore produttività delle SPP e indirettamente sostenendo la concorrenza e standard elevati per il settore delle imprese in generale.¹⁴

Come si è visto anche dal percorso storico descritto nelle pagine precedenti, le società commerciali e il loro governo d'impresa hanno un'importanza cardinale nell'economia di un paese e altresì nello sviluppo della società. Avendo a che fare con un'entità che ha come *shareholder* il governo e indirettamente l'interesse pubblico, l'importanza cresce in modo proporzionale. Addirittura aggiungendo a questo il fatto che le società a partecipazione pubblica operano nei settori strategici di uno stato. È proprio l'interesse pubblico che costringe inevitabilmente la necessità di applicare una maggiore trasparenza in questo caso. La specificità di questo tipo di società si svela in molti livelli. Bisogna tener conto che

¹⁴Organisation for Economic Co-operation and Development "Corporate Governance of State-Owned Enterprises. A survey of OECD countries." OECD Publishing (2005):12

nell'attività di una SPP, l'interferenza politica è presente. O dall'altro canto, la passività della politica si può riflettere sull'attività del consiglio di amministrazione.

La presenza dell'elemento dello stato in una società commerciale incide anche in diversi aspetti della *governance*. A differenza di una entità commerciale che agisce nella sfera privata, quella con partecipazione pubblica si caratterizza nel suo oggetto dal fatto che a parte l'oggetto commerciale, nell'oggetto di una SPP coesiste anche l'oggetto non-commerciale. Quest'ultimo è spesso la ragione per il quale la stessa entità è formata. Spesso si verifica una molteplicità di oggetti seguiti dalla società partecipata le quali spesso sono conflittuali tra loro. La diversità si estende nel campo di problematiche dell'agenzia, come nel caso di una società commerciale privata esiste il rischio che i manager si comportano in tale maniera, per servire ai loro interessi personali, nel caso di una SPP, a questo rischio si aggiunge anche quello che i politici agiscono a favore dei loro interessi personali o interessi politici. In questo caso abbiamo un duplice problema della teoria dell'agenzia. A questo si aggiunge il fatto che i politici di per sé, sono rappresentanti degli elettori. E devono agire in loro interesse. Per quanto riguarda la trasparenza, le entità commerciali privati e specialmente quelli ad azionario diffuso (*public listed*) hanno nelle loro caratteristiche un alto livello di trasparenza. Il quale, d'altro canto, non si verifica in tali livelli. L'esperienza ha dimostrato che i politici non sono buoni sorveglianti delle SPP. A differenza di un *shareholder* o amministratore delegato, i quali hanno interessi strettissimi con l'entità o hanno la formazione e l'esperienza giusta per svolgere il ruolo, un politico in molti casi manca di queste abilità. In generale, gli azionisti danno i compiti e direttive ai loro eletti, i manager, con l'unico scopo di migliorare la performance delle società commerciali e trarre i benefici. Ma tutto questo diventa complicato quando la quantità degli azionisti aumenta e addirittura questi sono rappresentanti dallo stato che agisce come *shareholder*. Essendo una figura politica, questo *shareholder* "ad hoc" non ha come scopo il funzionamento e miglioramento dell'attività della SPP ma tra tanti incarichi, questa rappresenta una di esse. Essendoci questa situazione, si verifica un debole interessamento degli azionisti pubblici nei confronti dell'attività dell'entità. Elemento quale può portare ad una direzione caotica e dà campo libero alla corruzione. Questa politicizzazione degli organi delle società chiaramente influisce

nella performance e questioni societari e sicuramente pone problemi al governo d'impresa più specifici dalle altre società private, ma d'altro canto è impossibile fare a meno di questa presenza la quale deve garantire che l'obiettivo pubblico sarà raggiunto. Anche se, dal punto di vista di *corporate governance* sembra che la presenza pubblica sia un elemento che dà conseguenze solo negative, in realtà queste sono solo questioni specifiche che derivano dalla diversità del soggetto. Un effetto positivo è il vantaggio che proviene dal trattamento preferenziale di queste entità da parte dello stato. Un esempio di questi vantaggi è nell'ambito delle imposizioni tributarie. Le SPP contengono un elevato numero di *stakeholders* che insieme agli *shareholders* di minoranza diventa difficile gestirli e creare un bilanciamento di tutti i loro interessi. Per questo motivo molto spesso nelle SPP si verifica una debole protezione per queste categorie. Specialmente per gli azionisti di minoranza che si sentono minacciati dalla presenza dominante dell'azionario pubblico. Essendo un soggetto così speciale, si deve ammettere che è molto protetta dalle "scalate" (*take-over*) che si verifica nelle società ad azionario diffuso e spesso sono prede dei predatori finanziari. Altresì essendo privilegiata nel suo campo di operazione è quasi impossibile fallire.¹⁵

Un punto cardinale nel buon governo d'impresa delle SPP è indubbiamente il consiglio di amministrazione. La sua importanza l'ha ritenuto anche l'OCSE, che li ha dedicato una pubblicazione con la quale evidenziano le pratiche nazionali dei paesi che fanno parte dell'organizzazione è da le opinioni sulle pratiche migliori, tenendo sempre in conto le linee guida dedicati alle SPP. Le esperienze dei paesi OCSE evidenziano il ruolo di intermediario del consiglio di amministrazione come una soluzione efficiente. L'intermediazione si svolge tra i rappresentanti dello stato come gli *shareholders* e dall'altra parte i manager che agiscono per far funzionare la società. Per essere effettivo nello svolgimento del suo compito, la composizione del consiglio di amministrazione deve essere

¹⁵Vedi: Wong, Simon C. Y. "Improving Corporate Governance in Soes: An Integrated Approach." *Corporate Governance International*, Vol. 7, No. 2, June (2004) Disponibile anche su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=897121>

World Bank. "Corporate Governance of State-Owned Enterprises: A Toolkit." World Bank Publications (2014):12-16

Organisation for Economic Co-operation and Development "Corporate Governance of State-Owned Enterprises. A survey of OECD countries." OECD Publishing (2005)

Organisation for Economic Co-operation and Development "OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises 2015 Edition." OECD Publishing (2015)

priva di conflitti d'interesse. Certamente anche le procedure per scegliere i dipendenti devono essere trasparenti. I consigli che dà OCSE per il consiglio di amministrazione non escludono neanche la remunerazione, la formazione e l'efficienza del consiglio di amministrazione.¹⁶

Per essere una macchina in perfette condizioni, la composizione di una SPP dev'essere formata da manager indipendenti. In questo caso non si parla di indipendenza del processo di assunzione dei manager ma si deve fare la differenza tra regole scritte e la pratica, nella quale si può verificare una situazione nel quale i manager allineano i loro interessi con gli azionisti minando così la struttura organizzativa di una entità commerciale che dovrà funzionare diversamente.

La particolarità del governo d'impresa sulle società partecipate dipende anche dalle sfumature che prende il coinvolgimento dello stato nella proprietà di una SPP. In base alla composizione dell'entità possono variare anche le problematiche create. Con questo si intende il tipo di società commerciale come quelle interamente in proprietà dello stato o parzialmente, che potrà essere in maggioranza o in minoranza, per concludere con entità controllate da SPP.

Visto le caratteristiche delle SPP, si nota che il concetto di “prendersi cura” dell'entità commerciale, e altrettanto il concetto dell'interesse pubblico si rappresenta al meglio in questo particolare tipo di società. Il fatto interessante è che queste due concetti li troviamo in qualsiasi altro tipo di società e a prescindere dal fatto che in essi esista o no il socio pubblico, il quale per la sua natura è sempre obbligato ad avere maggior cura del entità e allo stesso tempo dell'interesse pubblico. Il governo societario ha in interno una compisizione di interessi, ma è anche vero che nelle SPP è normale una centralità dell'interesse pubblico. Detto ciò non impedisce agli altri tipi di società di funzionare con le stesse concetti di prendersi cura e dell'interesse pubblico. Questo fatto si verifica perché le società commerciali oggi rappresentano una parte indispensabile del economia e i suoi effetti incidono oltre i suoi

¹⁶Vedi: Organisation for Economic Co-operation and Development “Boards of Directors of State-Owned Enterprises: An Overview of National Practices.” OECD Publishing (2013)

portatori d'interesse fino ad arrivare all'interesse pubblico. Quest'ultimo si identifica nel senso dell'interesse personale di ogni individuo, non come uno *stakeholder* della società. Le crisi finanziari globali hanno evidenziato questo nuovo specifico tipo di *stakeholder*. Se aggiungiamo anche il fatto che molto spesso, lo stato è costretto ad aiutare le entità di rilevanza pubblica le quali sono sull'orlo del fallimento, crea così un interesse diffuso pubblico.

4. Nuovi elementi del corporate governance: Il fattore umano e il Blockchain

Il fattore umano

Si deve ammettere che un'entità giuridica, come le società commerciali, sono frutto della volontà dell'uomo. Detto ciò, a prescindere dalla forma che può ottenere un'entità giuridica, quella è "schiava" della volontà degli uomini che lo creano. Stando nel loro dominio, è logico che a un certo livello, un'entità è lo specchio della volontà di quelli che fanno parte di essa. Che possono essere *share* o *stakeholders*. Priva di una volontà esterna, questa entità è destinata ad esistere in una simbiosi con la volontà degli uomini. Ovviamente, qualsiasi soggetto dell'entità si deve comportare e deve eseguire le sue competenze rispettando le norme che costituiscono l'entità. Quest'ultime danno al soggetto anche una certa discrezione nelle sue competenze. Proprio questo elemento, il fattore umano, che senz'altro fa parte del "comportamento" di un'entità giuridica, esiste anche nell'ambito del governo d'impresa.

Per fare una comparazione semplice, supponiamo che la legge non multerebbe i casi dove una persona passa con il semaforo rosso. Certamente che nessuno sarebbe così irresponsabile da passare ogni volta con il semaforo rosso. Ma se capitasse che sei in fretta, in ritardo per un appuntamento e sembrerebbe che all'incrocio non ci sia alcuna circolazione di mezzi e senza la possibilità di essere multato, allora certamente che uno oserebbe molto più spesso a confronto di una situazione nella quale è prevista una multa. Anche se il rischio

di una collisione rimarrebbe sempre altissimo. Ciò che vogliamo intendere è che la norma che penalizza l'azione è sempre utile a tutelare le azioni umane, a prescindere dalla responsabilità dell'uomo. Anche nel caso del governo d'impresa, il fattore umano ha un ruolo decisivo ma senza la norma che regola i rapporti e i comportamenti diventa più vulnerabile agire contrariamente all'interesse dell'azienda.

Nelle recenti pubblicazioni nell'ambito del governo d'impresa si notano interessanti opinioni che sono al contrario di una *governance* basata sulle norme, ma si focalizzano più al comportamento umano.¹⁷ Il modo in cui gli uomini governano non è altro che il risultato dei suoi valori e convinzioni, delle sue capacità di prendere decisioni e altrettanto implementarle. La decisione fatta da quelli che governano ha conseguenze importanti sul destino e la qualità della vita di molta gente. Per una decisione saggia non basta solo l'esperienza accumulata negli anni ma bisogna essere cosciente del potere, responsabilità e gli effetti che derivano. È importante saper esercitare il potere ed essere in continuo auto miglioramento.

Un approccio degno per tirare l'attenzione nell'importanza del fattore umano nella *corporate governance* è quello di Morten Huse.¹⁸ Incorporandolo bene con l'elemento di creazione del valore nei consigli di amministrazione (*boards*), in questa opera si analizzano quattro elementi diversi che compongono il fattore umano. Chi e cosa conta per davvero. L'esistenza del potere e l'emozione dentro o fuori della stanza del consiglio di amministrazione e emozioni che caratterizzano i rapporti tra gli attori di una società. L'uso del capitale umano e sociale partendo dal consiglio di amministrazione e fino ai dipendenti. L'insegnamento e i processi evolutivi.

Parte dell'elemento umano che incide nella *corporate governance* è anche il capitale umano. Il termine si riferisce a un variegato numero di qualità che dispone una persona compreso, ma non solo, la conoscenza, capacità, abilità professionali. Si vede un numero in crescita degli articoli dedicati a questo aspetto umano che incide definitivamente nella

¹⁷Vedi: McGregor, Lynn. "The Human Face of Corporate Governance." Palgrave Macmillan, (2000)

¹⁸Huse, Morten. "Boards, Governance and Value Creation: The Human Side of Corporate Governance." Cambridge University Press (2007)

governance delle società commerciali.¹⁹Capitale umano, caratteristiche individuali di ogni uomo, si riferisce sia agli *stakeholders* che agli *shareholders* che in ogni compito svolto entro le loro competenze è indice della performance e obiettivo della società.

La letteratura dedicata al fattore umano come un elemento della *corporate governance* è recente e sembrerebbe come una nuova scoperta per gli studiosi di governo d'impresa. Ma forse è solo un argomento non accennato prima e senza interesse perché sul “percorso storico” svolta nel primo capitolo si conclude che l'elemento di prendersi cura a qualcosa o qualcuno sia “perduto” in tempo come significato della parola. Certo che in quei tempi, il concetto del governo d'impresa non era stato scoperto ancora ma l'evoluzione del concetto ha portato nella valorizzazione di un suo lato che esisteva sin dalle radici della parola.

Il problema del ruolo dell'etica nell'impresa non è comunque semplice perché si sviluppa intorno a concezioni non sempre convergenti, proposte da studiosi di discipline molto lontane tra di loro come la filosofia morale, teologia, sociologia, economia politica, management.²⁰Questo elemento può essere applicato in diversi livelli. Tale come l'individuazione e graduazione dei valori etici da porre in base alla vita aziendale, la trasmissione di questi valori alla struttura organizzativa, e l'applicazione corretta nei problemi vari.

L'antidoto per combattere questa situazione sarà più efficace se si può affiancare le regole per la trasparenza alle regole per scegliere gente con profili morali e integrità alta, con caratteristiche personali che sono incline alla cooperazione. Queste sono mezze misure, e la percentuale del funzionamento non è al 100% perché semplicemente non basta che un'entità commerciale abbia degli azionisti e *stakeholders* “buoni” moralmente per avere successo e lunga esistenza. Il fattore umano è un elemento di *governance* di un altro livello il quale se

¹⁹Vedi: Tronti, Leonello. “Capitale umano. Definizione e misurazioni.” CEDAM (2012)

Manning, Paul C., “The Human Factor in Social Capital Management: The Owner-Manager Perspective.” Emerald Publishing Limited (2015)

Nawaz, Tasawar. “Exploring the Nexus Between Human Capital, Corporate Governance and Performance: Evidence from Islamic Banks.” *Journal of Business Ethics*, Volume 157, Issue 2, (2019):567-587.

Kong, Gaowen; Kong, Dongmin. “Corporate governance, human capital, and productivity: evidence from Chinese non-listed firms.” *Applied Economics Journal*, Volume 49, Issue 27. (2017):2655-2668.

²⁰Sciarelli, Sergio; Sciarelli, Mauro. “Il governo etico d'impresa.” Wolters Kluwer Italia (2018). Un'opera esauriente al punto di vista dell'etica d'impresa.

viene usato giustamente porta a nuove frontiere specialmente nei casi dove il gruppo che si considera *stakeholders* è allargato decisamente.

* * *

Il Blockchain

Usato per garantire la sicurezza nelle transazioni economiche, si può certamente considerare il “*next big thing*” negli sviluppi globali degli ultimi anni. Dopo oltre due decenni di esami scientifici per cercare principi, tecniche avanzate e teorie, c’è stata un’enorme accelerazione nelle aree di reti informatiche decentralizzate (*peer-to-peer*) e di sicurezza delle comunicazioni (crittografia). Di conseguenza, una nuova tecnologia denominata “*Blockchain*” è emersa.²¹ La sua scoperta nel 2008 si attribuisce al nome di Satoshi Nakamoto che ancora oggi non si sa la sua vera identità, neppure se abbiamo a che fare con un’unica persona o un gruppo, che ha materializzato questa scoperta di importanza globale. Come se non bastasse il grande passo in avanti di questa scoperta, nell’ambito della tecnologia e molte altre aree, si circonda con mistero il fenomeno di *blockchain* dando più fascino a ogni discorso che si fa intorno ad esso. Senza trascurare il lavoro e il merito del misterioso Satoshi Nakamoto, apparentemente quest’ultimo non ha fatto altro che mettere in pratica le idee e le conoscenze avute fino negli anni 2000. Quasi due decenni prima, Stuart Haber e Scott Stornetta in un articolo scientifico presentavano al mondo la base di quello che oggi si identifica come il *blockchain*.²²

Intuito dal nome stesso, block chain-catena di blocchi, non è altro che una catena che viene creato da blocchi composti da dati e informazioni. Solo che per essere una svolta della tecnologia, i blocchi e la catena non sono comuni ma hanno delle caratteristiche che rendono speciale questo sistema. I blocchi contengono diverse informazioni come per

²¹Morabito, Vincenzo. “Business Innovation Through Blockchain. The B³ Perspective.” Springer International Publishing AG (2017):3

²²Vedi: Haber, Stuart; Stornetta, Scott. “How to time-stamp a digital document.” *Journal of Cryptology*, Volume 3, Issue 2, (1991):99-111. Disponibile online su <https://doi.org/10.1007/BF00196791>

esempio il numeri del software, il *hash* (l'impronta digitale) del blocco precedente, il *hash* radice della *Merkle tree* (struttura di dati a forma di albero basata su *hash*), il tempo dettagliato fino ai secondi, il target (valore che l'*hash* del blocco non deve superare altrimenti viene ritenuto non valido), il *nonce* (dal inglese sta per "number used once", cioè numero usato una sola volta con lo scopo di aggiungersi allo *hash* del blocco e quando viene *hash*-atto di nuovo, sarà uguale o al di sotto del valore del target), e tutti gli transazioni commessi nella catena di blocchi. La catena si forma da questi blocchi di informazione, i quali si aggiungono uno dopo l'altro. Per espandere la catena ci deve essere un'informazione che si registra sui blocchi, per esempio una transazione. La specificità di questa catena consiste nel fatto che funziona in assenza di un'autorità che lo controlli. Al suo posto, i "nodes" agiscono come protettori dei dati contenuti nella catena. Il principale scopo dei "nodes", dispositivi connessi a Internet, è contenere una copia di tutta la catena.

Per non cadere nel vertice di un ragionamento troppo tecnico nell'ambito della scienza informatica, per effetto di questa tesi è più che abbastanza sapere che il *blockchain* è un sistema decentralizzato che non ha bisogno di un'autorità centrale che sorveglia su di esso. Tutti i dati salvati nella catena sono crittografati. La presenza degli "hash" sui blocchi e la possibilità di tutti di avere una copia dei dati contenuti, dà la caratteristica di immutabilità alla catena. Un dato corrotto si può facilmente segnalare dai dati contenuti nei blocchi per il fatto che la catena si aggiorna molto spesso. Dal fatto che ognuno può rintracciare i dati si può dire che il *blockchain* è molto trasparente. La sua innovazione consiste nel fatto che l'informazione è disponibile in tempo reale a tutte le parti senza la necessità di aspettare da una parte di mandarti i cambiamenti fatti sui dati. È la cosa più importante è che il *blockchain* è gratis.

L'uso di questa tecnologia si può abbinare a un variegato di modalità. È impossibile non aver sentito di Bitcoin. L'uso di *blockchain* da parte di Satoshi Nakamoto era per creare una moneta digitale. Questo cripto valuta, che si vede con molto scetticismo dagli economisti, anche se è solo un mezzo di scambio volatile è riuscito a raggiungere un valore fino a un record di 20 000 dollari per una solo Bitcoin. Numerosi sono i negozi o altri servizi che accettano il Bitcoin come modo di ricompensa. Un vantaggio di questo cripto valuta è

che l'identità del proprietario è anonima. Seguendo il modello di bitcoin, altre monete crittografiche furono create come Litecoin, Zcash, Cardano, Monero, EOS, NEO, DASH, Ripple ecc, ma non paragonabile ai successi di bitcoin.

Un uso più “giurisprudenziale” del *blockchain* è quello di Ethereum tramite il quale è possibile concludere semplici contratti intelligenti (*smart contracts*). Per il momento si possono realizzare contratti nei casi dove particolari condizioni sono verificati.

Un altro uso utilitaristico è quello di registrare le proprietà. Il classico modo di registrare una proprietà consiste nel lavoro di un dipendente il quale emette i dati nel database. Con l'uso di *blockchain*, non solo si possono eliminare gli errori umani fatti dal dipendente, ma la velocità di emettere i dati dà un enorme vantaggio. Questo sistema viene applicato dalla Contea di Cook, a Illinois di Stati Uniti d'America, in quale si usa il *blockchain* per tracciare i titoli dei beni immobili quando essi cambiano proprietario.²³

Il sistema bancario è molto predisposto all'usanza di questa tecnologia ma ancora siamo in una fase dove si studiano gli effetti della catena dei blocchi o si stanno formando le strategie per usarla. Altri usi di *blockchain* si sono verificati nel sistema delle votazioni, nel sistema sanitario, nella catena dei fornitori dei beni ecc.

Blockchain ha avuto un impatto significativo anche sulla *corporate governance*. Questi due elementi si sposano bene per contribuire all'applicazione migliore dei principi di governo d'impresa. La catena di blocchi offre soluzioni intelligenti per le inefficienze classiche nel campo della *corporate governance*.²⁴Un ambito specifico il quale può ottenere benefici dalla catena dei blocchi è la Riunione Generale Annuale (*Annual General Meeting*) nelle società.²⁵Un numero elevato degli *shareholders* rischia di minare lo scopo della Riunione Generale Annuale

²³Anascavage, Robert; Davis, Nathan. “Blockchain Technology: A Literature Review.” (2018):2. Disponibile online su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3173406> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3173406>

²⁴Lafarre, Anne; Van der Elst, Christoph. “Blockchain Technology for Corporate Governance and Shareholder Activism.” European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 390/2018; Tilburg Law School Research Paper No. 2018-7, (2018):2 Disponibile online su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3135209> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3135209>

²⁵Vedi: Lafarre, Anne; Van der Elst, Christoph. “Blockchain Technology for Corporate Governance and Shareholder Activism.” European Corporate Governance Institute; Law Working Paper No. 390/2018; Tilburg Law School Research Paper No. 2018-7. (2018). Disponibile online su: <https://ssrn.com/abstract=3135209> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3135209>

perché è impossibile che tutti loro possono esprimere le loro opinioni prendendo la parola e farlo in un periodo di tempo ragionevole, oltrepassando così lo scopo e l'utilità della riunione. Le ricerche scientifiche con oggetto l'uso delle Distributed Ledger Technology sono relativamente poche ma sono abbastanza mirate per evidenziare gli usi migliori e le problematiche che possono venir fuori.²⁶ Molto spesso la volontà degli *shareholders* per acquisire delle azioni si esprime tramite gli intermediari i quali non agiscono come veri e propri rappresentanti perché spesso non informano le società riguardo l'identità degli *shareholders*. Il sistema dei voti è sicuramente più effettivo se viene utilizzato il *blockchain*, dando agli azionisti informazione in tempo reale della conferma del voto. Immagina una società grande nel quale gli azionisti sono numerosi e sparsi in diverse località. Il beneficio di essere in grado di esprimere il voto in modo sicuro è un vantaggio non solo dal punto di vista del azionista ma anche dell'interesse generale della società. Un modo sicuro, con costo ridotto e più importante, alla portata di mano a ognuno degli azionisti che possono esercitare i suoi diritti con uno semplice smartphone. La tecnologia delle catene dei blocchi porta l'azionario più vicino alla società, da definitivamente maggiore efficienza alla sua decisione, molto più informazione e si elimina la possibilità di essere "persi nella traduzione" dal lavoro degli intermediari. È evidente come il *blockchain* affligge il governo d'impresa delle società commerciali dando la possibilità di maggiore sicurezza e trasparenza nelle proprietà di azioni. Allo stesso tempo è quasi istantaneo e un finanziamento non costoso. La velocità e la mancanza di un'autorità centrale (ma anche se ci fosse è per scelta dei creatori della catena e non comprometterebbe la velocità di trasmissione dell'informazione) che controlli, dà molto più liquidità all'entità. Le facilità possono incrementare se si può scegliere di usare una critto valuta. In questo modo è più facile avere informazione dei dati da parte di tutti gli *stakeholders*. Essendo così diretto, il sistema abolisce la necessità di avere un intermediario per svolgere semplici azioni societari. Queste straordinarie capacità del *blockchain* usati nel governo d'impresa rendono più facile i controlli, interni o esterni delle società commerciali. È proprio un' arma potente per combattere i problemi della teoria dell'agenzia.

²⁶Tra le pubblicazioni più importanti: Yermack; David. "Corporate Governance and Blockchains." *Review of Finance*, Volume 21, Issue 1, (2017):7–31. Disponibile online su: <https://doi.org/10.1093/rof/rfw074>

Il DAO (Decentralized Autonomous Organization) è un esempio di quello che sicuramente vedremo fiorire in un futuro molto vicino. L'Organizzazione Autonoma Decentralizzata fondata nel maggio di 2016 era la prima nel suo genere. Creata come un "venture capital" (l'apporto di capitale di rischio), certamente che era costruita tramite il *blockchain* di Ethereum, si rivolgeva a tutti senza eccezione di partecipare comprando un *token* (una rappresentazione digitale di qualsiasi bene o funzione) in cambio di Ether. Il DAO ha sfruttato tutti gli vantaggi che offre il *blockchain* essendo *open-source*, mancanza di un'autorità centralizzata, nessun dipendente, tutto si realizzava tramite il software e i contratti intelligenti (*smart contracts*), non aveva nessun indirizzo fisico. Fu un immediato successo raccogliendo milioni di Ether. I proprietari di DAO *tokens* votavano per le idee che ritenevano più interessanti e se quelli avevano successo allora il guadagno si restituiva. Sfortunatamente il DAO non ha avuto una lunga storia perché nel giugno 2016 fu oggetto di un attacco hacker il quale riuscì a prendere un terzo dei DAO *tokens*. Lo hacker trovò una vulnerabilità nel DAO come il fatto che le *smart contracts* prima spedivano i fondi e solamente dopo facevano il controllo del bilanciamento dei token del sistema. Questa ingenuità diede la possibilità agli hacker di prendere indietro i Ether prima che le *smart contract* controllavano il bilanciamento dei tokens. È chiaro che questo non è una vulnerabilità del *blockchain* ma del DAO stesso. Per rimediare, Ethereum eseguì la mossa di *hardfork* (un cambiamento del protocollo che crea un altro identico sistema) la quale fu votata da i partecipanti del DAO. A parte il fallimento di questa nuova creazione per cause tecniche, ci dà la possibilità di capire la potenzialità della *blockchain* nel governo d'impresa delle società commerciali. Le quali possono usare un altro tipo di *blockchain*, certamente chiuso e con un controllo meno decentralizzato. Praticamente, usato a fianco della esistenza fisica di una gerarchia societaria, la catena dei blocchi elimina molti problemi della teoria dell'agenzia.

5. Conclusioni brevi del primo capitolo.

In questo capitolo ho cercato di dare un panorama generale del governo societario senza limiti nazionali. Partendo con l'etimologia della parola *governance* e alla fine dello "percorso storico" svolto si conclude che l'elemento di prendersi cura a qualcosa o qualcuno sia "perduto" in tempo come un significato della parola. Il quale riemerge ai giorni d'oggi sotto forma del fattore umano e dell'interesse pubblico come elemento della *corporate governance*.

Dalla specificità delle SPP, il concetto di "prendersi cura" dell'entità commerciale e altrettanto il concetto dell'interesse pubblico che nasce dall'oggetto della società, si fanno notare al meglio in questo particolare tipo di società ma questi due concetti li troviamo in qualsiasi altro tipo di società e a prescindere dal fatto che in essi esista o no il socio pubblico.

Il governo societario ha in interno una compisizione di interessi, ma è anche vero che nelle SPP è normale una centralità dell'interesse pubblico. Detto ciò non impedisce alle altre tipi di società di funzionare con le stesse concetti di prendersi cura e dell'interesse pubblico. Questo fatto si verifica perché le società commerciali oggi rappresentano una parte indispensabile dell'economia e i suoi effetti incidono oltre i suoi portatori d'interesse fino ad arrivare all'interesse pubblico. Quest'ultimo si identifica nel senso dell'interesse personale di ogni individuo, non come uno *stakeholder* della società. Le crisi finanziari globali hanno evidenziato questo nuovo specifico tipo di *stakeholder*. Se aggiungiamo anche il fatto che molto spesso, lo stato è costretto ad aiutare le entità di rilevanza pubblica le quali sono sull'orlo del fallimento, crea così un interesse diffuso pubblico. E chiaro che il concetto di prendersi cura e dell'interesse pubblico delle società commerciali sono parte integrali di *corporate governance*.

Il governo societario si caratterizza dalla dinamicità e la capacità di adattarsi con nuovi elementi. Nato come un problema tra il principale e l'agente, oggi si definisce come un concetto che mira di trovare l'equilibrio tra tutti gli *stakeholders*. Durante il suo percorso evolutivo si è visto come nuovi elementi si aggiungono, fattore umano e tecnologia, con lo scopo di migliorarlo e avere una società più forte, trasparente e efficace.

Da quanto analizzato, si percepisce che il *corporate governance* è un elemento vitale per il diritto societario con le sue capacità di evolversi con il passare del tempo, e i suoi benefici in

diversi campi. Con la crescita dell'interesse da parte della dottrina, forse stiamo andando verso un nuovo diritto di governo societario.

Capitolo II

L'EVOLUZIONE DEL CORPORATE GOVERNANCE DALL'INTERESSE PRIVATTO A QUELLO PUBBLICO NELL'OTTICA DEL *LITERATURE REVIEW*.

SOMMARIO: 1. Le origini. 2. *Corporate governance* sotto i riflettori globali. 3. Conclusioni brevi del secondo capitolo.

1. *Le origini.*

Il concetto di *corporate governance*, anche se è una tema caldo di questi ultimi anni, non è una novità nell'ambito finanziario, commerciale ecc. Ma siccome questo concetto è molto dinamico, anche la sua percezione e significato ha avuto un percorso evolutivo che prende forme diverse nel tempo. L'importanza del governo d'impresa storicamente è stata sottovalutata non solo nell'ambito applicativo ma anche in quello accademico. Comunque si deve ammettere che l'ambito accademico è stato più predisposto a conoscere l'importanza reale di questo fenomeno. Essendo così, di solito *corporate governance* entra in scena quando succede una crisi finanziaria. È proprio in questi momenti difficili che tutti gli attori si mettono a riflettere sulla causa della crisi e quasi sempre, nei casi dove grandi aziende che costituiscono la base dell'economia di uno stato, la ragione del disastro è un cattivo modello di *governance* o l'incapacità del sistema applicato per prevenire la frode. Detto ciò, inevitabilmente la definizione del governo di impresa evolve insieme ai cambiamenti economici e si è visto forgiare evento dopo evento, anche se rimane ancora caldissima per possibili evoluzioni.

La gara per evidenziare per primo il momento in cui cominciano i problemi di *corporate governance*, e in seguito la nascita del problema della divisione della proprietà dalla

gestione, ha spinto i studiosi di questo tema a trovare le prime tracce in semplici attività di commercio, come la tenuta di un duplice libro di transazioni nel quale si scrivevano le entrate, inventato dal economista Luca Pacioli il XV secolo. Alcuni di essi fanno riferimento anche nelle opere degli autori classici come William Shakespeare, che cercando nelle sue opere hanno trovato elementi di rapporti commerciali che ti fanno credere che i problemi di *corporate governance* erano già nati all'epoca.²⁷

Dal punto di vista di un giurista storico, la prima prova che documenta l'esistenza dei problemi legati al governo d'impresa si trovano nell'anno 1623 sugli sviluppi della compagnia Dutch East India Company. Nota con il nome olandese Vereenigde Oostindische Compagnie, era una creazione degli inglesi e olandesi che aveva scopo commerciale, soprattutto il trasporto delle merci dai paesi colonizzati. Le caratteristiche di quest'entità fondata nel 1602, sembrano essere molto più avanzate rispetto al tempo. L'azienda possedeva azioni trasferibili, un capitale permanente e pure responsabilità limitata per i proprietari e i manager. Nell'attività di questa azienda si documenta per prima cosa il conflitto nato tra gli *shareholders* e i direttori che si occupavano della gestione. Questi rapporti hanno creato problemi tipici che nascono dalla separazione del controllo e la proprietà così come l'auto-negoziante, la remunerazione e l'indipendenza dell'organismo del controllo.²⁸

A parte quest'importantissima documentazione, frutto dei primi passi delle grandi aziende create nell'Europa, l'attenzione si sposta nel continente americano. Le prime tracce del governo d'impresa, e la crescita della sua importanza, non gli troviamo a caso nella dottrina Statunitense. Sin dall'inizio, in questo paese si sono verificati sviluppi galoppanti nel

²⁷ Si fa riferimento all'opera "Il mercante di Venezia" di William Shakespeare scritta tra il 1596 e il 1598. Vedi: Clarke, Thomas; Branson, Douglas. "The SAGE Handbook of Corporate Governance." SAGE Publications Ltd (2012):39

²⁸ Gelderblom, Oscar; de Jong, Abe; Jonker, Joost. "The Formative Years of the Modern Corporation: The Dutch East India Company VOC, 1602-1623." CGEH Working Paper Series, Working paper no. 36, Universiteit Utrecht (2012) de Jongh, J. Matthijs. "Shareholder Activism at the Dutch East India Company 1622 – 1625." Paper presented at the Conference on the Origins & History of Shareholder Advocacy, Yale, School of Management, Millstein Center for Corporate Governance and Performance (2009)

Seth, Vijay K. "The East India Company—A Case Study in Corporate Governance." *Global Business Review* (2012):221–238

Koppell, Jonathon. "Origins of Shareholder Advocacy." Palgrave Macmillan (2010)

business e economia che hanno portato alla nascita delle moderne grandi aziende (*corporates*) e altresì del moderno governo d'impresa. Sia nel XVIII secolo che nel XIX si sono verificati ulteriori sviluppi economici partendo dalle ferrovie e fino alle numerose piccole imprese che si è visto fondersi in grandi aziende (*enterprises*). Gli *enterprises* hanno dominato l'economia americana del XX secolo. Essendo un'unione tra numerose piccole aziende, la proprietà di queste entità era divisa tra numerosi *shareholders*, i quali hanno potuto vendere gli azioni che possedevano.²⁹

Essendo un tema che ha avuto un'attenzione sempre in salita, diversi studiosi hanno indirizzato la loro attenzione alla ricerca di una prospettiva storica del concetto di governo d'impresa. Nella sfera accademica di *corporate governance* tra le prime pietre miliari sul tema è stato negli Stati Uniti d'America con la pubblicazione con titolo "*The Modern Corporation and Private Property*", pubblicata nel 1932 dall'avvocato e studioso del diritto Adolf A. Berle e uno spiccato economista che all'epoca lavorava all'Università di Harvard, Gardiner Means³⁰. Agli autori si accredita universalmente la bravura di esseri stati in grado di delineare per primi la nozione di governo d'impresa.

Alcuni studiosi attuali, senza togliere alcun merito all'indispensabile lavoro di Berle e Means, sono arrivati a concludere che i problemi evidenziati da quest'ultimi, si sono verificati già molto prima che essi si immortalavano alla pubblicazione datata del 1932. Quindi si pensa che furono i predecessori degli studiosi Berle e Means ad avere l'idea di identificare il problema della separazione della proprietà dal controllo. Ma il messaggio è più ampio è chiaro: qualunque cosa c'era prima, il governo d'impresa come concetto veramente inizio con Berle e Means.³¹

²⁹Vedi: Wells, Harwell. "The Birth of Corporate Governance." *Seattle University Law Review*, Volume 33, Issue 4 (2010):1253-1255

³⁰Wells, Harwell. "The Birth of Corporate Governance." *Seattle University Law Review*, Volume 33, Issue 4 (2010)
Hilt, Eric. "When did Ownership Separate from Control? Corporate Governance in the Early Nineteenth Century." *The Journal of Economic History*, Vol. 68, No. 3 (2008)
Subramanian, Guhan. "Corporate Governance 2.0." *Harvard Business Review* 93, No. 3 (2015)
Loomis Jr., Philip A.; Rubman, Beverly K. "Corporate Governance in Historical Perspective." *Hofstra Law Review*, Volume 8, Issue 1 (1979)

Cheffins, Brian. "The History of Modern U.S. Corporate Governance-Introduction." *University of Cambridge, Faculty of Law, Legal Studies Research Paper Series*, Paper No. 29 (2012)

³¹Wells, Harwell. "The Birth of Corporate Governance" *Seattle University Law Review*, Volume 33, Issue 4 (2010):1247-1248

Il problema nato dalla relazione tra l'agente e il principale, lo ha accennato anche il filosofo Adam Smith nel 1776. Lui si esprimeva che i dirigenti, essendo manager di soldi di qualcun altro, li mancava la vigilanza che caratterizza il proprietario proprio.³²

Un altro autore dei nostri tempi, Eric Hilt, ha trovato documenti concreti che provano che le aziende commerciali degli anni 1820, con dimensioni molto più piccoli e con *shareholders* davvero meno numerosi che quelli dell'inizio del secolo XX, hanno confrontato il problema della divisione tra gestione e proprietari delle azioni.³³

I diversi studi di Thorstein Veblen, Walter Lippmann, Louis D. Brandeis, rispettivamente pubblicati negli anni 1904, 1913, 1914, sono tre buone ragioni per sfatare il mito che Berle e Means erano i primi a individuare e a studiare, il separamento della proprietà dalla gestione. Entrambi gli autori analizzano quella che si conosce come il problema dell'agenzia, quello che nasce dal rapporto principale-agente. Problema che consiste nel conflitto degli interessi dei soggetti, dal fatto che l'agente è predisposto ad agire per conto suo, portando così in una situazione dove spesso le sue azioni non sono condivisi dal principale. Inoltre, ognuno degli studiosi statunitensi ha una opinione diversa nei confronti della separazione tra proprietà e controllo.

Nell'opera "*Theory of Business Enterprise*", Veblen va oltre il solito problema di divisione della proprietà dalla gestione. Secondo lui, esisteva anche una divisione tra gli *shareholders*, voluta dagli manager delle aziende con lo scopo di avere più potere. Questa "schema" consisteva nel dividere le azioni in categorie di azioni preferenziali e quelli ordinari. Quelli preferenziali si caratterizzano dalla mancanza del diritto del voto, ma sono più legati alla proprietà tangibile. Mettendo in vendita le azioni preferenziali agli investitori esteri in modo disperso, voleva dire investire il capitale tangibile al di fuori degli azionisti che fanno già parte dell'amministrazione dell'entità commerciale. In questa maniera, i manager avevano il vero controllo creando un divario con gli azionisti esterni. Veblen ritorna alla questione anni dopo

³²Vedi: Wells, Harwell. "The Birth of Corporate Governance" *Seattle University Law Review*, Volume 33, Issue 4 (2010):1251

Clarke, Thomas; Branson, Douglas. "The SAGE Handbook of Corporate Governance." SAGE Publications Ltd (2012):40

³³Hilt, Eric. "When did Ownership Separate from Control? Corporate Governance in the Early Nineteenth Century." *The Journal of Economic History*, Vol. 68, No. 3 (2008)

con una seconda opera “*Absentee Ownership*”, con un approccio più critico diretto agli azionisti assenti, i quali limitano l’output per guadagnare più soldi facendo così un atto che lui considera un vero e proprio sabotaggio per il sistema industriale.³⁴

Lo studioso Lippmann si distingue dagli altri per il fatto che nel suo libro “*Drift and Mastery*” è positivo all’idea che la separazione del controllo è un passo in avanti nell’evoluzione societaria. Questo fenomeno, lui lo descrive come la cosa più astratta che sia stato inventato in materia, della relazione tra il proprietario e ciò che lui possiede. L’esistenza di questi proprietari non era per niente una cosa negativa. Al contrario, lui credeva che i manager, liberi dagli proprietari, dovevano essere liberi anche dalle esigenze del sistema del guadagno. Usando così le loro conoscenze per diventare uomini industriali di stato, marciando le aziende nell’interesse della società.³⁵

La dispersione dei proprietari delle azioni è quella che evidenzia Brandeis in “*Other people’s money and how the bankers use it*”. Così era inevitabile che gli *shareholders*, incapaci di capire o seguire l’attività della azienda, si dirigevano dagli banchieri i quali hanno avuto un incremento della loro figura. Dall’espansione dell’attività aziendale nasceva un problema per i manager, che non erano in grado di capire tutta la cornice dell’attività aziendale. Inconsapevoli di tutti gli elementi essenziali, agivano distaccati l’uno dall’altro portando così a un lavoro non diretto allo stesso obbiettivo.³⁶

Se dobbiamo accettare che gli studi accademici, con l’oggetto il moderno *corporate governance*, hanno iniziato a colmare nell’inizio del XX secolo allora indubbiamente il lavoro svolto da William Zebina Ripley, economista e professore americano, rappresenta la base solida di questa struttura. Ripley ha avuto tra altro, il merito di portare al livello pubblico la discussione degli sviluppi sulla proprietà e controllo delle *corporates*. Questi temi sono diventati alla portata di tutti e in pochi giorni è diventata una questione nazionale. Il suo lavoro cominciò sin dagli anni 1920 per poi continuare con la pubblicazione dell’articolo “*From Main Street to Wall Street*” nella rivista più letta in quei tempi “*Atlantic Monthly*” nel 1926. Nello stesso anno e la stessa rivista, Ripley espande le sue idee con un secondo articolo

³⁴ Idem:1259-1262

³⁵Wells, Harwell. “The Birth of Corporate Governance” *Seattle University Law Review*, Volume 33, Issue 4 (2010):1257-1259

³⁶ Idem:1256-1257

intitolato “*Stop, Look, Listen! The Shareholder’s Right to Adequate Information*”. In sostanza i problemi che Ripley poneva erano riguardo l’incremento delle *corporates* negli Stati Uniti. La dispersione della proprietà dell’azienda tramite azioni pubbliche non solo distaccava il *shareholder* dagli manager ma allo stesso tempo molti *shareholders* non preferivano essere parte dell’attività del management. Questa situazione portava a una nuova definizione della proprietà. Un altro problema che poneva Ripley era il fatto che non tutti gli *shareholders* erano in grado di capire le informazioni dell’attività della società o pure gestirla. Tra l’altro, sottolineava che tali elementi hanno portato al potenziamento degli intermediari. In parallelo a questi problemi si aggiungeva anche la creazione di azioni senza diritto di voto. La questione va oltre il problema del rapporto proprietario-proprietà. I problemi possono essere più grandi anche dal fatto che si sono inversi i ruoli e gli interessi dei proprietari da quelli che gestiscono l’entità. Secondo Ripley, il miglior antidoto per questi casi sarebbe la pubblicazione di informazioni aziendali. In modo che anche il proprietario, il quale non ha la possibilità di giudicare i fatti e decidere per la sua azienda, può fidarsi al giudizio pubblico. Un altro problema era quello delle strutture proprietarie piramidali, le quali raggruppavano il controllo della società in un piccolo gruppo di azionisti. Tutte queste idee sono state raggruppate nel libro dello stesso nome “*From Main Street to Wall Street*” pubblicato nel 1927. Anche se da qualcuno i rimedi offerti da Ripley erano temporanei, è un fatto che il suo lavoro ha attirato l’attenzione pubblica sulle questioni di governo d’impresa e ha colto l’attenzione di Wall Street e del Presidente degli Stati Uniti d’America di quel tempo Calvin Coolidge. Quest’ultimo ha avuto un incontro con Ripley nella Casa Bianca sul tema delle azioni senza diritto di voto.³⁷

In mezzo allo spazio di tempo dal prezioso lavoro di Professore Ripley e l’indispensabile opera del Berle e Means, è opportuno menzionare altri studiosi considerati successori di Ripley. Tale è John Sears con l’opera “*The New Place of the Stockholder*” pubblicata nel 1929. Tra i soliti problemi evidenziati nel quel periodo sempre sul tema della dispersione delle azioni e l’incompatibilità tra proprietà e gestione, Sears si distingue dal fatto

³⁷ Wells, Harwell. “The Birth of Corporate Governance” *Seattle University Law Review*, Volume 33, Issue 4 (2010):1267-1284

che secondo lui il management dell'azienda non ha fatto abbastanza poiché i piccoli azionisti si sentissero benvenuti.³⁸

Un'ambiziosa soluzione proponeva Maurice Wormser nel "*Frankenstein, Incorporated*". Come un tipico successore del lavoro di Ripley anche lui vedeva criticamente l'evoluzione delle società commerciali negli Stati Uniti che da piccole e medie erano evolute in *corporates* grandi a livello nazionale, trascorrendo così i diritti di azionisti piccoli e il raggruppamento del potere negli oligarchi. Per combattere questi problemi, Wormster proponeva una legge per le società commerciali a livello nazionale.³⁹

Un lavoro successivo a quello di Prof. Ripley si può chiamare anche "*The Modern Corporation and Private Property*", opera quale ha avuto la sua "benedizione". È grazie al supporto di Ripley che Berle ha avuto un finanziamento per svolgere la ricerca, dalla fondazione "*Laura Spellman Rockefeller Foundation*".⁴⁰

Anche se ai giorni d'oggi le problematiche e la nozione di *corporate governance* è molto più ampia e complicata, il lavoro di Bearle e Means essenzialmente ha evidenziato la nascita del problema del controllo delle *corporates* da parte degli *shareholders*. Secondo gli autori, a causa di una grande distribuzione delle azioni di una azienda e conseguentemente la crescita degli azionisti di una società, ha portato in una situazione dove il concetto del proprietario indipendente è cambiato, alienandosi così in una figura nuova, quella dell'azionista che non ha il controllo e tutte le responsabilità per ciò che possiede. Quello in cui non è interessato a tutti gli elementi dell'attività dell'azienda ma ha come unico scopo quello di guadagnare dal capitale della società. Questo ha portato alla nascita del fenomeno, che i veri proprietari dell'azienda, gli *shareholders*, con la loro volontà hanno ceduto il controllo e la gestione della società in mano ai direttori e manager. In questo caso, quelli che gestiscono e controllano la società, svolgono la loro attività in virtù e in base ai loro interessi personali mettendo in secondo piano l'interesse degli azionisti. Nello stesso tempo, durante quei anni negli Stati Uniti si verificava una crescita della concentrazione dell'industria. Secondo gli autori questi due elementi minano la nozione di capitalismo. Dal punto di vista formale, l'opera di Berle e

³⁸ Idem:1284-1285

³⁹ Idem:1285-1286

⁴⁰ Idem:1286

Means non è un saggio facile da leggere e capire. Forse dal fatto che i due autori con *background* differenti hanno fallito nell'unificare le loro idee ma ciò non compromette l'importante lavoro svolto. Il testo si compone da statistiche e una terminologia legale che è difficile da capirsi da una persona che non ha la formazione adeguata. Ma a parte questo il saggio colpisce in pieno il suo obiettivo dando un panorama preciso dei cambiamenti avvenuti nell'ambito delle società commerciali di quei anni e la preoccupazione degli autori per il nesso che questi cambiamenti potevano portare al sistema socio-economico.⁴¹ Berle e Means hanno lasciato un vitale patrimonio intellettuale per l'oggetto che diventerà poi *corporate governance*: ma solo dopo 50 anni.⁴²

Nel periodo dopo la Seconda Guerra Mondiale ebbe inizio un boom economico negli Stati Uniti. Insieme alla prosperità delle società quotate, le questioni interne di queste entità erano al secondo piano per poi emergere dopo numerosi scandali.⁴³

Dall'anno 1972 hanno cominciato gli approcci legislativi nell'ambito della *governance*. La Commissione per i Titoli e gli Scambi in Washington ha deciso la creazione di un comitato di audit per la direzione centrale, il quale era indipendente. Questa mossa legislativa serviva per rimediare alle situazioni create in casi di fallimento, dove gli *shareholders* e creditori facevano causa agli auditori esterni, i quali avevano capitale per il risarcimento, al contrario dell'azienda in processo di fallimento. Intorno agli anni 70' emerse l'idea del posizionamento delle società commerciali nella società. Furono i primi passi di quello che oggi chiamiamo la responsabilità sociale.⁴⁴

Gli anni 80 erano anni d'oro per gli sviluppi del tema di *corporate governance*. Scandali di grandi aziende come quella "*Drexal Burnham Lambert*" hanno attirato l'attenzione al governo d'impresa a causa degli abusi di potere dei dirigenti di quest' entità. Proprio in questo periodo

⁴¹Berle, Adolf; Means, Gardiner. "The Modern Corporation and Private Property." New York, Macmillan, 1932. McCraw, Thomas K. "Reviewed of The Modern Corporation and Private Property by Adolf A. Berle, Jr., Gardiner C. Means", *Reviews in American History*, Vol. 18, No. 4, The Johns Hopkins University Press (1990):578-596

⁴² Clarke, Thomas; Branson, Douglas. "The SAGE Handbook of Corporate Governance." SAGE Publications Ltd (2012):42

⁴³Cheffins, Brian. "The History of Modern U.S. Corporate Governance-Introduction." University of Cambridge, Faculty of Law, Legal Studies Research Paper Series, Paper No. 29 (2012): xi

⁴⁴ Clarke, Thomas; Branson, Douglas. "The SAGE Handbook of Corporate Governance." SAGE Publications Ltd (2012):43

il termine esatto di *corporate governance* cominciò ad usarsi. Nell'anno 1983 viene usato come il titolo di un saggio sul management e nel 1984 come titolo di un rapporto dall'American Law Institute. A livello accademico Barry D. Baysinger e Henry N. Butler usarono il termine in un articolo che descriveva gli effetti dei cambiamenti della composizione del consiglio di amministrazione. Questo spazio di tempo si caratterizza, nell'ambito di governo d'impresa, dello spostamento dell'attenzione dai manager agli investitori. Siamo in una situazione dove la competizione straniera era alta, altresì alte erano gli interessi, e il mercato delle azioni si definiva in uno stato di stagnazione. In questo "habitat" sono emersi gli investitori istituzionali, operatori economici che effettuavano considerevoli investimenti in maniera sistematica e cumulativa. Un ruolo cruciale hanno svolto i *take-over*, un fenomeno che si verifica quando un investitore acquista azioni nella quantità che gli permette di prendere il controllo della società commerciale. Durante questi sviluppi si è visto anche un cambiamento nella composizione dei consigli di amministrazione coinvolgendo anche dei direttori esterni, decentralizzando così il potere che fino ad ora si configurava nel consiglio di amministrazione come un ciclo interno. Per accorciare di più la distanza tra manager e *shareholder* servì la diffusione in massa degli incentivi *equity based* dei manager, facendo in modo di collegare gli interessi di quest'ultimi sul valore delle azioni della società. L'affioramento del *Leveraged buyout* utilizzata per l'acquisizione di una società mediante lo sfruttamento della capacità di indebitamento, era frutto dei livelli alti dei debiti.⁴⁵

Anche se negli anni 90 si è visto una risposta da parte dei manager, il *shareholder value* era un'ideologia che si è rafforzata. I rischi emersi negli ultimi anni, hanno ampliato la ricerca per gli investitori leali. Gli *take-over* erano diminuiti sia per la diminuzione di *junk bond* (titolo spazzatura) che si caratterizzano da un altissimo rendimento ma altresì rischioso, ma anche dalle mosse difensive fatte in questi anni come il *poison pills* (pillola avvelenata, praticamente fare salire il prezzo delle azioni a tal grado che la mossa di *take-over* sia più profittabile), *golden parachute* (paracaduta d'oro, che sono dei benefit che si danno ai dirigenti principali in caso di

⁴⁵ Idem:44-45

Jackson, Gregory. "Understanding Corporate Governance in the United States." Setzkasten GmbH, Düsseldorf (2010):11-21

Kaplan, Steven N. "The Evolution of U.S. Corporate Governance: We Are All Henry Kravis Now." The Journal of Private Equity, Vol. 1, No. 1 (1997):1-8

take over o altra situazione che porta al termine del rapporto tra il dirigente e la società) o *staggered board* (consiglio di amministrazione sfalsato, pratica che elegge i membri del consiglio di amministrazione in maniera frammentaria e non tutti in una volta). Alla fine degli anni 90 si è sparsa l'idea che i dirigenti dovevano essere responsabili anche per gli azionisti di lunga durata e gli *stakeholders*. Questo sistema che veniva orientato verso il valore dell'azionista si è sparsa in tutto il mondo e il successo colmò con la creazione dei principi di Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico nell'anno 1997.⁴⁶

La sfera accademica non poteva certo restare indifferente a certi sviluppi. Tra i più noti di quel periodo si evidenzia Michael Jensen che sosteneva che questa situazione eliminò la capacità in eccesso delle società commerciali negli Stati Uniti. Invece Andrei Shleifer e Robert Vishny vedevano questo periodo come de-conglomeramento degli azionisti nelle società commerciali americane. Gordon Donaldson riteneva che questa situazione era inevitabile perché il *governance* che avevano le *corporates* prima degli sviluppi di anni 80 non erano adatti a supportare il cambiamento. Quest'ultimi diedero vita a meccanismi per permettere agli azionisti di ribellarsi come mai prima.⁴⁷

Forse il concetto e i primi indizi che hanno portato alla nascita del fenomeno del governo d'impresa non sono avvenuti negli Stati Uniti ma proprio in questo paese si sono sviluppati per primi i presupposti giusti che hanno iniziato a dare forma a questo fenomeno, parte del diritto commerciale ma con conseguenze al di là della solita cornice aziendale. Detto ciò, non significa che il governo d'impresa è un fenomeno aziendale esclusivamente fiorito negli Stati Uniti. Altri paesi, anche se con un ritardo considerevole, hanno affrontato questo problema indispensabile per i rapporti aziendali.

Nel Regno Unito ad esempio, fino negli anni 70 ancora non si studiava in massa il problema della divisione del controllo e gestione⁴⁸, che come abbiamo visto in precedenza negli Stati Uniti ha colmato sin dal 1932 con l'opera di Berle e Means. Negli anni 90 e in poi

⁴⁶ Idem

⁴⁷ Kaplan, Steven N. "The Evolution of U.S. Corporate Governance: We Are All Henry Kravis Now." *The Journal of Private Equity*, Vol. 1, No. 1 (1997):5-8

⁴⁸ Vedi: Cheffins, Brian R. "The Rise of Corporate Governance in the UK: When and Why" *Law Working Paper N° 293/2015*, ECGI (2015):7-8

il termine *corporate governance* comincia a essere familiare non solo nell'ambito legale ma anche tra gli accademici britannici. Indipendentemente da questo ritardo nel dare la giusta importanza allo studio di governo d'impresa, i diversi attori hanno creato nel Regno Unito un sistema molto simile di *governance* con gli Stati Uniti. Gli elementi caratterizzanti di *corporate governance* in questi due paesi hanno formato un modello noto come il modello Anglo-Americano o Anglo-Sassone. A partire da diversi fattori come quello legislativo, socio-economico e politico, si sono verificati diversi modelli di *governance* con sfumature diverse in base a questi fattori. Ma la dottrina generalmente evidenzia quello Anglo-Sassone, quello Continentale e quello Giapponese. Questi modelli non solo hanno portato al successo le economie dei paesi, ma si basavano su principi e tecniche diverse che si sono svelate di successo.

2. Corporate governance sotto i riflettori globali.

L'effetto Baader-Meinhof sul termine *corporate governance* si verificò subito dopo la crisi finanziaria globale più grande della storia, quella negli anni 2007-2008. Paradossalmente, la crisi ebbe inizio nel paese in quale ha preso forma il concetto moderno di *corporate governance*. Gli Stati Uniti d'America. Lì dove si sviluppò il concetto e che i suoi modelli di governo societario erano presi da esempi di altri paesi perché risultavano più efficienti e con più successo. La crisi non si verificò da un momento all'altro e certo non a causa di una sola azione. Lo stoppino prese fuoco quando gli investitori statunitensi specialmente, ma anche quelli internazionali, cominciarono a focalizzarsi nell'mercato delle proprietà immobili, per essere più precisi le case. Questa mossa fu una nuova frontiera per gli investitori che avevano perso un mercato soddisfacente quando l'interesse dei buoni di tesoro statunitensi si erano abbassati a tal punto che non erano più così attraenti per investire. Così fu creato un mercato di titoli garantiti da ipoteca (*mortgage backed securities*), le quali si percepivano come un investimento sicuro che in caso il debitore non dovesse pagare il mutuo (*mortgage*) allora la proprietà si poteva vendere per ricavare i costi. Dovendosi affrontare questo nuovo mercato che stava fiorendo, i mutuanti si impegnarono al massimo per procurare nuovi mutui

immobiliari compresi anche mutuatari che non avevano possibilità economiche per permettersi il mutuo. Per peggiorare le cose, gli operatori finanziari hanno cominciato a vendere *Collateralized Debt Obligation* che non è altro che un'obbligazione che ha come garanzia un debito, composta da altre obbligazioni a loro volta garantite da altri debiti individuali. Dall'altra parte i prezzi degli immobili salivano sempre di più. Molto presto i mutuatari hanno smesso di pagare per mancanza di risorse. Così le loro case erano di nuovo in vendita, per le quali nessuno si offriva a comprarle. Questo portò all'abbassamento del prezzo degli immobili a tal punto che neanche ai mutuatari corretti non gli conveniva pagare un immobile con un prezzo molto più alto del suo valore attuale. Gli investitori si trovavano al punto di collasso, che non hanno evitato pure se hanno evocato diverse manovre come *Credit Default Swap*, praticamente un'assicurazione per trasferire il rischio di credito. Siamo di fronte al collasso totale. Le istituzioni finanziarie come Lehman Brothers erano costrette a fallire, annunciando la bancarotta. La crisi poi ha avuto un effetto domino infettando tutti i paesi più importanti nell'economia globale.

La risposta del governo statunitense, e certamente anche di altri paesi come la Gran Britannia e tutte le economie infettate, fu veloce. Per risanare l'economia, il governo emanò pacchetti fiscali stimolanti. Le banche centrali comprarono gran parte dei debiti statali e privati per iniettare liquidità nel mercato. Il governo americano ricorse anche al metodo di emettere una nuova valuta nel mercato. Numerose furono le tecniche di *bail out*, salvataggi economici da parte degli stati per evitare il collasso totale di grandi banche o istituzioni finanziarie. Immediati furono anche le risposte a livello legale, culminati con l'emanazione della legge chiamata *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Public Law No. 111-203*. Quest'ultimo cambiò maggiormente il sistema di *corporate governance* delle banche negli Stati Uniti.

Questa situazione non era così nuova per il mercato degli investimenti statunitensi. La crisi di proporzioni globale del 2007-2008 sembrava come un *déjà vu* della mini crisi dell'anno 2001 in America. Il collasso delle grandi aziende come Enron e WorldCom suonarono le campane d'allarme finanziario. Immediata fu la reazione legale da parte del governo che con la legge *Sarbanes-Oxley Act of 2002 (SOX)*, ha mirato a migliorare le strutture di governo

d'impresa che fino a quei tempi si consideravano come modelli guida per gli altri paesi. Alcuni importanti cambiamenti di *Sarbanes-Oxley Act*, per il tema di governo d'impresa, si riferivano specialmente agli auditori esterni, i quali avevano commesso frode e manipolato i bilanci e il valore delle azioni, portando al collasso delle aziende di cui offrivano il servizio. D'ora in poi gli auditori esterni non potevano più offrire altri servizi che non riguardavano l'audit. Impedendo così il rischio di un conflitto d'interesse. Le aziende di tipo Società ad azionariato diffuso (*public held*) dovevano rendere pubbliche le spese per i servizi degli auditori esterni e non. Nell caso dove la cifra spesa per i servizi non legati agli auditori non è in rapporto con quella spesa per i servizi auditori, gli investitori istituzionali potranno richiedere una risoluzione al consiglio di amministrazione per diminuire queste spese. Il potere per contrattare gli audit esterni passa dal consiglio di amministrazione al comitato dell'audit. La nuova normativa prevedeva anche un cambiamento periodico del personale dell'auditore. La creazione di un sistema di controllo interno e i suoi rapporti devono essere resi pubblici. La certificazione dei rapporti trimestrali e annuali da parte dei funzionari esecutivi e finanziari (*principal executive officers; principal financial officers*). L'obbligazione del comitato dell'audit di essere composto da almeno un esperto finanziario. SOX ha dato vita anche a un ente pubblico che ha il dovere di controllare le compagnie che offrivano servizi di audit. Non potevano mancare i cambiamenti del consiglio di amministrazione che ha aumentato la presenza dei direttori indipendenti. Questa riforma ha cambiato anche le conseguenze per i soggetti che non rispettano le regole legislative e che commettono frode. Le punizioni sono incrementate notevolmente sia in incarceramento che con le multe. Questi cambiamenti legislativi riguardanti specifici soggetti dentro e fuori la società commerciale, hanno dato una nuova prospettiva al concetto di governo d'impresa il quale fin adeso era focalizzato esclusivamente al consiglio di amministrazione e i manager.⁴⁹

Ritornando al tema della crisi finanziaria del 2007-2008, secondo gli esperti dell'ambito finanziario e a livello accademico si sono presentate diverse opinioni al riguardo della causa di questa "grande depressione". Anche se praticamente non si può evidenziare

⁴⁹Vedi: Clark, Robert Charles. "Corporate Governance Changes in the Wake of the Sarbanes-Oxley Act: A Morality Tale for Policymakers Too." Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 525. (2005)
Mitchell, Lawrence E. "The Sarbanes-Oxley Act and the Reinvention of Corporate Governance." Villanova Law Review, Volume 48, Issue 4 (2003):1189-1216

un'unica causa, certamente il sistema di *corporate governance* sulle entità finanziarie fallì con pieno successo. È proprio per questo motivo che *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* riorganizzò il sistema di governo d'impresa delle entità finanziari ma che ha avuto grande applicazione volontaria anche da parte di altre entità private. Tra le più importanti innovazioni del *Dodd-Frank Act* nell'ambito di governo d'impresa possiamo evidenziare il *proxy access* che dà accesso agli *stockholder* di nominare i direttori. Gli *shareholders*, almeno una volta in tre anni, potranno esprimere il loro giudizio tramite il voto per i compensi degli esecutivi della società. La società deve rendere pubblico il totale dei compensi dei dipendenti altresì il totale del compenso dell'amministratore delegato (CEO). È doveroso esprimere anche il rapporto tra i due compensi. Le società dovranno esprimersi perché hanno scelto, eventualmente, di unire o dividere il posto del presidente del consiglio di amministrazione e dell'amministratore delegato (CEO). Gli *shareholders* potranno esprimere il loro giudizio sul *golden parachute*. L'atto ha portato nuovi requisiti di indipendenza nella composizione del comitato della compensazione. Le società dovranno dimostrare la relazione tra la performance della società e la ricompensa degli esecutivi. Nell'2010, New York Stock Exchange (NYSE) sponsorizzò una *Commission* sulla *Corporate Governance* la quale ha emesso principi di *governance* che similmente vanno nella stessa linea con i cambiamenti legislativi.⁵⁰

Certi autori britannici trovano nel governo d'impresa la ragione del collasso totale del sistema finanziario. Concretamente, secondo loro fallirono nel compiere il loro lavoro i direttori non-esecutivi del consiglio di amministrazione delle banche. Questo punto debole della catena protettiva creata dal governo d'impresa ha due difetti. In primis molto spesso il personale che fa questo mestiere gli manca la giusta esperienza e qualificazione per prevedere situazioni complesse finanziari. Secondo, spesso una persona è dipendente in diverse entità finanziari che rende impossibile il modo di dedicarsi efficacemente ad ogni società per cui si

⁵⁰VediL: Grove, Hugh; Victoravich, Lisa. "Corporate governance implications from the 2008 financial crisis." *Journal of Governance and Regulation*, Volume 1, Issue 1, (2012):68-80

Barry, Michael J.; Kairis, John C. "Shareholder Rights and Corporate Governance in the Dodd-Frank Act." Grant & Eisenhofer P.A. (2011)

<https://www.gelaw.com/wp-content/uploads/2015/02/Shareholder-Rights-Dodd-Frank.pdf>

lavora. Le riflessioni fatte dopo la crisi finanziaria hanno concluso che la *governance* nella Gran Britannia fallì nel confronto con questa nuova situazione finanziaria. Questi difetti si possono raggruppare in problemi che riguardano le carenze delle strutture di supervisione delle banche da parte delle autorità regolatorie, un debole sistema interno di *corporate governance* e la mancanza d'azione da parte del consiglio di amministrazione, e alla fine si è rilevato una passività degli *shareholders* che spesso non esercitano i loro diritti.⁵¹

L'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE) ha sempre contribuito con i suoi studi e raccomandazioni al tema di *corporate governance*, specialmente negli stati membri di questa organizzazione. Da anni dedicata allo studio e sviluppo di *corporate governance*, di certo non poteva mancare il suo contributo in merito alla crisi. Il fallimento del sistema di governo d'impresa quando fu chiamato in causa spinse l'OCSE a iniziare un piano molto ambizioso per creare un set di raccomandazioni sui temi più caldi dell'era. Basandosi maggiormente sulla remunerazione, gestione del rischio, le pratiche che segue il consiglio di amministrazione e l'esercizio dei poteri degli *shareholders*, OCSE fece una campagna globale per ricevere il *feedback* di tutti gli *stakeholders* rappresentati dai governi, settore privato, sindacati e società civile. Questo lavoro ambizioso fu svolto in tre fasi. Per primo, individuarono i difetti di *corporate governance* e le sfide che porto la crisi finanziaria globale. Poi seguì la pubblicazione di una analisi dettagliata che ha fornito la base delle raccomandazioni definitive. E alla fine si concluse con la pubblicazione dei principi di OCSE per migliorare le pratiche di governo d'impresa.

“*The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis*” rappresenta la prima fase dell'iniziativa di OCSE. Quest'opera studia i punti deboli del governo d'impresa che non hanno retto l'assalto della crisi finanziaria globale. L'opera dà conclusioni concreti per individuare che certe misure di *corporate governance* hanno contribuito nella crisi finanziaria globale. Secondo questo rapporto, gli standard contabili e i requisiti normativi erano insufficienti in alcune aree. Così come i sistemi di remunerazione non sono stati allineati alla strategia dell'azienda e dei suoi interessi a lungo termine. Lo studio trova molte controversie

⁵¹ Chambers, Clare. “Another Day Another Culprit: Corporate Governance – Is it to Blame for the Banking Crisis?” *Business Law Review* (2009):264-26

Arsalidou, Demetra. “Corporate Governance in the Aftermath of the Global Financial Crisis: Issues and Action.” *Business Law Review*, Vol 38, Issue 2 (2017):42-54

in molti paesi dell'OCSE, la retribuzione di consigli di amministrazione e alti dirigenti. Il rapporto è chiaro in quanto trova le carenze e debolezze negli accordi di governo societario, come causa della crisi finanziaria. Le informazioni importanti riguardo la situazione finanziaria non sono neanche potute andare ai tavoli dei dirigenti più alti o del consiglio di amministrazione. Anche l'informativa societaria sui fattori di rischio prevedibili e sui sistemi in atto per il monitoraggio e la gestione dei rischi ha lasciato molto a desiderare, anche se questo è un elemento chiave dei Principi.⁵²

Nel giugno del 2009 venne pubblicata un'altra pietra miliare nel tentativo della OCSE per evidenziare gli difetti del sistema societario e dare le migliori raccomandazioni possibili. “*Corporate Governance and the Financial Crisis: Key Findings and Main Messages*” è uno studio completo del tema in questione, circa sessanta pagine, è divisa per capitoli che si dedicano agli elementi trovati “colpevoli” durante la crisi finanziaria, come la remunerazione e il sistema degli incentivi, le pratiche di gestione del rischio, questioni dedicate al consiglio di amministrazione e gli interessi degli *shareholders*. Secondo questa pubblicazione la remunerazione ha fallito perché non si è applicata in modo oggettivo. È inquietante il dislivello tra remunerazione e la performance societaria. A parte questo, gli schemi per le remunerazioni sono molto complicati e oscurati intenzionalmente. La risposta migliore per questo caso sarebbe un incremento della trasparenza e l'adattamento dei sistemi di incentivi e remunerazione per arrivare a obiettivi a lungo termine. La gestione del rischio si è trattata come un mezzo accessorio nell'attività della società. Il rapporto trova indispensabile la gestione del rischio al quale dev'essere dato l'adeguata importanza nelle entità finanziarie e non-finanziarie. Le pratiche che portano a una migliore gestione del consiglio di amministrazione devono migliorare. Gli *shareholders* devono avere un ruolo più proattivo e bisogna mettergli in posizione per tale approccio.

Le conclusioni di questo rapporto non trovano un bisogno urgente di cambiare i principi di *corporate governance* ma invece è urgente implementare effettivamente i principi già

⁵² Kirkpatrick, Grant. “The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis.” *Financial Market Trends*, OECD (2008)

<https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/42229620.pdf>

accordati. Un importante prodotto di questo lavoro è la creazione di un sistema di *peer-review*, sempre nell'ambito di *corporate governance*, il quale ha il dovere di essere di supporto all'iniziativa del Comitato di Stabilità Finanziaria per promuovere gli 12 standard internazionali e i Codici. Questo sistema incoraggia la trasparenza, la coerenza e l'apprendimento. La *peer-review* può affrontare specifici problemi trasversali che faranno identificare i principali sviluppi del mercato e delle politiche che possono influenzare la qualità del governo societario. Lo scopo di tali recensioni sarebbe quello di sensibilizzare sulle possibili conseguenze di questi sviluppi e fornire un forum per il dialogo su pratiche e esperienze nazionali nell'affrontare nuove sfide.⁵³

La terza e ultima pubblicazione del OCSE sullo studio del ruolo del governo d'impresa nella crisi del 2007-2008 si conclude con un rapporto che dà raccomandazioni concrete nell'ambito di *corporate governance* che si sono rilevati importanti per un miglioramento. Intitolato "*Corporate governance and the financial crisis. Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles*", il rapporto sostiene l'idea che i principi esistenti fino ad ora sono perfettamente applicabili e effettivi, e più che per un miglioramento, bisogna applicarli con trasparenza per migliorare la produttività di una società. A parte questo, sugli specifici ambiti di governo d'impresa come la remunerazione e gli incentivi, gestione di rischi, pratiche del consiglio di amministrazione e l'attivismo degli azionisti, si è visto necessario un miglioramento dei principi esistenti.

Tra questi, il rapporto mantiene importante il ruolo delle autorità per riesaminare periodicamente, se sono sufficienti le risorse delle autorità di vigilanza, di regolamentazione e sono indipendenti e autorizzate a gestire le carenze della *governance* aziendale. Durante il processo di decisione della normativa, le autorità dovrebbero, ove possibile, utilizzare appieno la valutazione dell'impatto normativo *ex ante* e adottare disposizioni per il monitoraggio *ex post*. In caso dove le giurisdizioni in cui i codici volontari e altre disposizioni analoghe specificano i risultati della *governance* aziendale, come il comportamento e la composizione del consiglio di amministrazione, che integrano o superano le leggi e altre normative pubbliche, è importante che siano previsti meccanismi di monitoraggio e

⁵³ "Corporate Governance and the Financial Crisis. Key findings and main messages." OECD (2009)
<https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/43056196.pdf>

conformità adeguati ad assicurarne l'effettiva attuazione e aggiornamento tempestivo. Nei loro sforzi per allineare la remunerazione agli interessi a lungo termine della società e dei suoi azionisti, è importante che il consiglio di amministrazione decida e fornisca in una relazione sulla remunerazione meccanismi specifici che colleghino il compenso agli interessi a lungo termine della società. Sempre sul tema della remunerazione e incentivi, il rapporto ritiene importante che un'azienda intraprenda delle azioni per garantire che la remunerazione sia stabilita attraverso un processo di *governance* esplicito in cui i ruoli e le responsabilità delle persone coinvolte, inclusi consulenti e gestori del rischio, siano chiaramente definiti e separati. In caso dei membri non esecutivi del consiglio di amministrazione coinvolti nel processo, la loro remunerazione dovrebbe essere decisa mediante un processo trasparente e robusto, che è riportato nella relazione sulla remunerazione degli azionisti.

I casi dove sono assunti consulenti per la remunerazione si consiglia che essi siano assunti dal consiglio di amministrazione con un ruolo chiave per i membri indipendenti del consiglio di amministrazione (ad esempio il comitato per la remunerazione o equivalente) e che siano quindi indipendenti dalla direzione. È sempre importante rivedere e comprendere in che modo il sistema fiscale potrebbe limitare o influenzare lo sviluppo da parte delle società di sistemi di remunerazione basati sulle prestazioni aziendali a lungo termine. Può essere considerata una buona pratica che le politiche di remunerazione e le misure di attuazione siano presentate alla riunione annuale e che vi siano procedure che consentano agli azionisti di esprimere le proprie opinioni.⁵⁴

Per quanto riguarda la gestione del rischio, tra le raccomandazioni del OCSE si evidenzia il fatto che il Consiglio sia responsabile della creazione e supervisione del sistema di gestione dei rischi a livello aziendale dell'impresa, come anche della sua compatibilità con la sua strategia e la propensione al rischio. Si ritiene che le funzioni di gestione e controllo dei rischi siano indipendenti dai centri di profitto e che il Manager del Gestione del Rischio (*Chief Risk Officer*) sia in grado di riferire direttamente al consiglio. Il processo di gestione del

⁵⁴ "Corporate Governance and the Financial Crisis. Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles." OECD (2010):8-12
<https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/44679170.pdf>

rischio e i risultati complessivi delle valutazioni del rischio dovrebbero essere adeguatamente divulgati in modo trasparente e comprensibile. La divulgazione dei fattori di rischio dovrebbe identificare quelli più rilevanti per la strategia aziendale. È importante che il sistema di gestione dei rischi e delle funzioni di reporting consideri i rischi che possono essere correlati ai sistemi di remunerazione e incentivi dell'azienda.⁵⁵

Nell'ambito delle pratiche del consiglio si ritiene importante che il Presidente del Consiglio di Amministrazione svolga un ruolo chiave nell'assicurare un Consiglio effettivo fissando l'ordine del giorno e assicurando che il comitato affronta le questioni più importanti. Quando i ruoli dell'Amministratore Delegato e del Presidente non sono separati, è importante che le società più grandi e complesse spieghino le misure adottate per evitare conflitti di interessi e per garantire l'integrità della funzione del presidente. Una altra importante raccomandazione è quando i membri del consiglio di amministrazione abbiano accesso a programmi di formazione, integrati da valutazioni periodiche e facilitate da parte dei consigli di amministrazione esterni. In caso in cui i test di idoneità (*fit and proper person test*) sono applicati, le autorità di vigilanza dovrebbero divulgare le proprie procedure e i propri criteri, e nel caso in cui i candidati vengano respinti, fornire spiegazioni scritte al consiglio della società proponente. È considerata buona prassi, secondo il rapporto del OCSE, che un Comitato per le nomine di commissione specifichi le competenze e le esperienze richieste da una commissione e individui appropriati. È inoltre importante che gli azionisti siano in grado di nominare membri del consiglio di amministrazione e di avere un ruolo significativo nella loro nomina attraverso strumenti che tengano conto delle caratteristiche specifiche della struttura proprietaria di una società. La struttura, la composizione e le procedure operative del Consiglio devono tener conto e adattarsi alla complessità dell'azienda e ai meccanismi di garanzia come la gestione del rischio e i controlli finanziari interni, e funzionino conformemente alla progettazione dell'azienda.⁵⁶

Il quarto ramo in cui si è focalizzato l'attenzione dello studio di OCSE è l'attivismo degli azionisti, così viene raccomandata la divulgazione dei registri elettorali da parte di investitori istituzionali che agiscono a titolo fiduciario nei confronti dei propri clienti.

⁵⁵ Idem: 13-16

⁵⁶ Idem:17-23

Dovrebbe essere considerata una buona pratica, in quanto rende trasparente l'esercizio dei propri diritti di proprietà e il controllo dei conflitti di interesse. I risultati complessivi delle votazioni di un'assemblea degli azionisti, è importante che siano comunicati tempestivamente dalla società al mercato. Gli investitori istituzionali dovrebbero fare riferimento a qualsiasi codice o principio che raccomandi su come dovrebbero assolvere le proprie responsabilità di proprietà e su come hanno implementato tale consulenza. Il riferimento dei Principi agli azionisti istituzionali che agiscono a titolo fiduciario deve essere esteso ad una più ampia classe di istituzioni che agiscono come proprietari per i titolari effettivi finali e ai gestori patrimoniali. Potrebbero essere prese in considerazione misure nazionali per aumentare i benefici del voto informato, ma qualsiasi misura deve essere focalizzata e compatibile con il principio dell'equo trattamento degli azionisti. È importante che le autorità devono prendere misure al fine di agevolare la cooperazione degli investitori in materia di governo societario presso le società sussidiarie. Le autorità dovrebbero garantire un mercato competitivo per i servizi di consulenza per procura e monitorare la gestione dei conflitti di interesse da parte di consulenti, in particolare la fornitura contemporanea di servizi a investitori e società.⁵⁷

Con lo sviluppo della crisi finanziaria globale, in modo proporzionale è cresciuta la consapevolezza dell'importanza del governo d'impresa in scala globale. Fino a questo punto della storia mondiale, gli effetti estesi della *corporate governance* su questioni di importanza vitale per l'economia e l'impatto sulle entità commerciali ma anche sugli individui che si sono affetti dal collasso delle entità finanziari, si sono visti solo negli Stati Uniti d'America. I sviluppi statunitensi hanno dato inizio a un effetto domino sulle altre economie nazionali e hanno esposto *corporate governance* sotto i riflettori globali. La risposta accademica, specialmente da parte di OCSE ha un valore indispensabile. Così come il suo continuo lavoro nel portare avanti lo studio del governo d'impresa e migliorarlo basandosi sulle esperienze nazionali e portarli a livello globale.

⁵⁷ Idem:24-31

3. Conclusioni brevi del secondo capitolo.

Le prime tracce di governo societario possono trovarsi molto prima di quanto si crede, nelle prime fasi della creazione delle società commerciali o i rapporti principale-agente. Per questo motivo nessuno sa di preciso quando è nato questo concetto e qual'era il primo problema che nacque nel governo societario.

Corporate governance è stato lasciato in ombra finché le crisi finanziarie sono esplose per renderlo la parola chiave del diritto societario. Questo dimostra che l'importanza della *governance* societaria sia un elemento molto sottovalutato. Abbiamo visto come i suoi effetti non si limitano soltanto al controllo e gestione della società ma una *governance* forte può avere effetto sull'economia nazionale o globale, e sicuramente poteva fermare la crisi finanziaria globale del 2007-2008. Proprio quest'ultima, ha riemerso l'importanza del *corporate governance* il quale è diventato come un "certificato di condotta" per le società commerciali che prova la sua affidabilità.

In un panorama globale, *corporate governance* resta ancora un concetto regolato da una legge "soft". Le norme legali obbligatorie, che sono in vigore sono "accessorie" nelle leggi che non hanno come oggetto primario il governo d'impresa. Anche se è un argomento sempre in crescita di rilevanza, soltanto pochi paesi come gli Stati Uniti usano il "hard law" per regolarlo. Molti optano per un sistema ibrido che permette di non applicarlo ma la scelta si deve argomentare, noto come il "comply or explain".

Il percorso temporale e l'evoluzione della dottrina hanno emerso l'esistenza di un interesse pubblico che si compone dagli interessi individuali di ognuno di quelli che si sono affetti dal oggetto della società. L'effetto della crisi finanziaria globale ha oltrepassato anche l'interesse generale creando così degli *stakeholders* specifici. Gli ultimi sviluppi hanno formato un *corporate governance* pubblica che mira a soddisfare l'interesse pubblico. L'espansione delle società commerciali, specialmente quelle quotate, ha fatto il modo che la loro attività sia in grado di incidere in una sfera aliena alle entità appartenenti al diritto privato, che è l'interesse pubblico. Proprio per questo motivo, cioè la protezione dell'interesse pubblico, diventa

doveroso la creazione di una legislazione imperativa. In parte, la legislazione globale sta inclinando di più alla legislazione imperativa.

Capitolo III

LA GRADUALE IMPERATIVITÀ DELLA LEGISLAZIONE ITALIANA IN TEMA DI CORPORATE GOVERNANCE.

SOMMARIO: 1. Il governo societario nel Codice civile italiano. 2. Altre norme di governo societario: Il codice di autodisciplina. Il Testo unico della Finanza. La riforma del Diritto Societario. La riforma della legge sulla tutela del risparmio. 3. Il Testo Unico in Materia di Società a Partecipazione Pubblica: I soci. L'amministrazione. I controlli. Menzioni d'onore nella prospettiva di *corporate governance*. 4. *Il Codice della Crisi d'impresa e dell'insolvenza*. 5. Conclusioni brevi del terzo capitolo.

1. Il governo societario nel Codice civile italiano.

È curioso come gli articoli contenuti nel Codice Civile Italiano dell'anno 1942 hanno potuto regolare le relazioni di governo societario fino all'inizio del terzo millennio. Per 61 anni, questo codice ha normato le regole base del diritto societario compreso l'ambito del governo societario, fino all'introduzione della riforma societaria. La raccolta più importante degli articoli che regolano il diritto societario si posizionano al Libro quinto, "Del lavoro". Anche se casualmente si possono trovare altri provvedimenti nelle altre partizioni del codice.

Tra le prime norme imperative riguardo il corporate governance si notano quelle dell'articolo 2188 e seguente. Anche se posizionato tra le norme che regolano la figura del imprenditore, l'articolo 2200 "Società" le rende applicabili per le forme societarie regolati dal codice. Tramite i quali si prevede la creazione di un registro pubblico delle società il quale costituisce un importante mezzo riguardo alla responsabilità di quest'entità. L'importanza di questo istituto si ribadisce da altre misure che proteggono la corretta applicazione degli articoli. Per esempio, si prevede la figura di un giudice che vigila il registro. Altresì, la mancata iscrizione dei fatti ai quali la legge prescrive l'iscrizione, comporta l'impossibilità di essere opposti ai terzi da chi è obbligato a richiederne l'iscrizione, certamente a meno che questi provino che i terzi ne avevano conoscenza. La sanzione in caso dell'omissione dell'iscrizione completa il quadro delle misure protettive dell'istituto del registro.

Gli articoli 2257 e seguenti regolano obbligatoriamente l'aspetto amministrativo della società semplice. Si dà la discrezione ai soci nel scegliere il metodo più adeguato dell'amministrazione ma di predefinito si applica quella disgiuntiva nel quale è imperativo che ciascun socio amministratore ha diritto di opporsi all'operazione che un altro voglia compiere, ma prima che sia compiuta ed è la maggioranza dei soci quella che decide. Mentre per l'amministrazione congiuntiva è necessario il consenso di tutti i soci amministratori per il compimento delle operazioni sociali. Fanno eccezione i casi dove l'operazione mira ad evitare un danno urgente alla società.

L'amministratore nominato con contratto sociale può essere revocato soltanto per giusta causa, da qualsiasi socio. Il codice non contiene niente di speciale in tema di diritti ed obblighi del amministratore perchè fa uso alle stesse norme usate nell'istituzione del mandato. Ad eccezione del fatto che la responsabilità non si estende a quelli che dimostrano di essere essenti dalla colpa.

Sull'aspetto dei soci, si può dire che le norme imperative del codice sono molto protettive nei loro confronti. Ovviamente hanno il diritto di venire in conoscenza di tutte le informazioni riguardo agli affari sociali, dovere che spetta agli amministratori, e hanno completo accesso a tutti i documenti dell'amministrazione e il rendiconto degli affari. Per quanto riguarda la partecipazione negli utili e guadagni il codice obbliga una divisione proporzionale il quale può essere oggetto a cambiamenti tramite un patto o contratto sociale. È obbligatorio il divieto del patto leonino.

Seguono altre norme riguardanti i rapporti con i terzi, scioglimento della società, e quello del rapporto sociale limitatamente a un socio, che per il nostro oggetto di studio sono quasi irrilevanti.

Il quadro regolamentare della società in modo collettivo si compone dalle stesse norme che si applicano per la società semplice. Per questo non si presenta ricco dall'aspetto di governo societario. Le poche differenze dall'entità della società semplice si notano nell'aspetto del amministratore il quale rappresenta l'entità e può compiere tutti gli atti che rientrano

nell'oggetto sociale, salve le limitazioni che risultano dall'atto costitutivo o dalla procura, i quali sono opponibili ai terzi solo se iscritte nel registro delle imprese.

In tema di responsabilità degli soci, si norma che i creditori possono pretendere il pagamento dai singoli soci solo dopo l'escussione del patrimonio sociale. Mentre il creditore particolare del socio, non può chiedere la liquidazione della quota del socio debitore finché dura la società.

Ancora una volta il legislatore ha deciso che le regole applicabili alla società in accomandita semplice saranno gli stessi che normano la società in nome collettivo. Da notare il fatto che i diritti e obblighi dei soci accomandatari sono gli stessi di quelli della società in nome collettivo. Questo tipo di socio ha il diritto esclusivo di amministrare l'entità. Per quanto riguarda l'altro tema importante del governo societario, l'amministratore, si nomina e revoca con il consenso degli soci accomandatari e la maggioranza di quelli accomandanti. Da quanto emerge dagli articoli, in questo tipo di società, l'amministrazione è un diritto esclusivo degli soci accomandatari. Invece quelli accomandanti, salve l'esistenza di una procura speciale, non possono in nessun caso compiere azioni di amministrazione o che hanno a che fare con lo scopo della società. In caso contrario essi rispondono illimitatamente e solidalmente. In ogni caso, agli soci accomandanti hanno diritto di avere comunicazione annuale del bilancio e del conto dei profitti e delle perdite, e di controllarne l'esattezza.

Le società per azioni si regolano di un numero maggiore di articoli paragonato alle altre forme di entità commerciali. Per la sua natura societaria, le responsabilità dei soci riguardo alle obbligazioni sociali si limita sui patrimoni dell'entità. L'atto costitutivo contiene elementi di governance come l'organizzazione o le funzioni delle figure all'interno della società. Tali sono le regole che determinano il numero degli amministratori e i loro poteri, o quelli che regolano il numero dei componenti il collegio sindacale. L'assemblea dei sottoscrittori è il primo filtro di controllo normato dal codice, che include anche le regole in ambito di governo societario perché, tra altre, accerta l'esistenza delle condizioni richieste per la costituzione della società, ma anche nomina gli amministratori e i membri del collegio sindacale. In termini di responsabilità si regola quella degli promotori e dei soci fondatori.

Un altro diritto importante che prevede il codice è quello che attribuisce ad ogni azione un diritto di voto. Un altro aspetto importante regolato dal codice sono i diversi tipi di azioni. Tra gli articoli trovano spazio anche quelli che regolano le società controllate e società collegate, l'esistenza delle quali incide nei lavori dell'assemblea. Per quest'ultima si regolano le competenze sia per quella ordinaria che quella straordinaria. Il legislatore è attento nel specificare anche il diritto degli soci in minoranza per richiedere l'assemblea. Un altro aspetto di governance che si regola dal codice è quello del conflitto d'interessi per quelli che hanno diritto al voto nell'assemblea societaria. La figura del amministratore costituisce una parte importante per le società commerciali in generale ma specialmente per le società per azioni. In questo tipo di società l'amministratore potrà essere anche non socio. In casi dove si prevede un numero maggiore di uno degli amministratori allora si costituisce un consiglio d'amministrazione, il quale sceglie il presidente. Gli amministratori si scelgono dall'assemblea, e possono essere rieletti. Il consiglio di amministrazione può nominare un amministratore delegato. Il codice completa la figura dell'amministratore quando prevede il compenso, remunerazione, responsabilità e conflitto d'interessi. Per quanto riguarda il collegio sindacale, è previsto la composizione sia di membri soci o non soci, con l'obbligo di essere scritti nel registro dei revisori contabili istituito presso il Ministero di grazia e giustizia. Per quest'ultimo requisito, si prevede che la cancellazione o la sospensione dal registro dei revisori porta alla decadenza dall'ufficio di sindaco. La figura del sindaco deve rispettare alcuni casi di conflitti d'interessi e pertanto sono vietati dal collegio sindacale coloro che sono legati alla società o alle società da questa controllate da un rapporto continuativo di prestazione d'opera retribuita. I sindaci restano in carica per tre anni e la retribuzione deve essere determinata per l'intero periodo di durata del loro ufficio. La scelta del presidente è prerogativa dell'assemblea. Il codice prevede in modo imperativo anche i doveri del collegio sindacale che non soltanto controlla l'amministrazione societaria ma prende anche il ruolo del vigile della legge, l'atto costitutivo, della regolare tenuta della contabilità sociale, la corrispondenza del bilancio alle risultanze dei libri e delle scritture contabili e la valutazione del patrimonio sociale, almeno ogni trimestre la consistenza di cassa e l'esistenza dei valori e dei titoli di proprietà sociale o ricevuti dalla società in pegno, cauzione o custodia. Il più

grande potere dei sindaci è quello di procedere in qualsiasi momento ad atti d'ispezione e di controllo mentre l'arma più potente del collegio sindacale risulta quella di poter chiedere agli amministratori notizie sull'andamento delle operazioni sociali o su determinati affari. L'importanza della figura dei sindaci si ribadisce dal fatto che essi devono assistere alle adunanze del consiglio di amministrazione ed alle assemblee e possono assistere alle riunioni del comitato esecutivo. Per quanto riguarda la responsabilità dei sindaci, il codice si esprime chiaro quando esplicitamente norma che l'adempimento dei doveri dei sindaci si deve fare con la diligenza del mandatario e sono responsabili della verità delle loro attestazioni e devono conservare il segreto sui fatti e sui documenti di cui hanno conoscenza per ragione del loro ufficio. Intanto sono responsabili solidalmente con gli amministratori per i fatti o le omissioni di questi, quando il danno non si sarebbe prodotto se essi avessero vigilato in conformità degli obblighi della loro carica. Il codice riconosce agli soci la possibilità di denunciare al collegio sindacale i fatti che ritiene censurabili e ai soci che rappresentano il decimo del capitale sociale di denunciare al tribunale se vi è fondato sospetto di gravi irregolarità nell'adempimento dei doveri degli amministratori e dei sindaci. Il codice lista in modo chiaro i libri sociali obbligatori che si devono tenere dalla società. Il codice prevede 7 tipi di libri sociali i quali sono obbligatori da tenere, individuando per ciascuno il responsabile che deve prendersi cura di essi. In modo molto dettagliato si precisa sul modo in cui deve essere tenuto il bilancio.

2. Altre norme del governo societario.

Il codice di autodisciplina.

Lo storico del codice di autodisciplina meriterebbe un studio a parte perché si è evoluto in modo periodico diventando un punto di riferimento nel governo societario della legislazione italiana.

Rappresentare il modello *comply or explain* ed è frutto del lavoro del “Comitato per la Corporate Governance” il quale è stato costituito, nell’attuale configurazione, nel 2011 ad opera delle Associazioni di impresa (ABI, ANIA, Assonime, Confindustria) e di investitori professionali e di Borsa Italiana S.p.A. Le ultime modifiche sono del 2018 e attualmente si compone da 10 articoli che riguardano 1) Ruolo del consiglio di amministrazione. 2) Composizione del consiglio di amministrazione. 3) Amministratori indipendenti. 4) Istituzione e funzionamento dei comitati interni al consiglio di amministrazione. 5) Nomina degli amministratori. 6) Remunerazione degli amministratori. 7) Sistema di controllo interno e di gestione dei rischi. 8) Sindaci. 9) Rapporti con gli azionisti. 10) Sistemi di amministrazione e controllo dualistico e monistico.

L’articolo 41 della Costituzione, fondamentale per la ricostruzione della c.d. costituzione economica del nostro Stato, afferma la libertà di iniziativa economica privata, a patto che essa non sia svolta in contrasto con l’utilità sociale o in modo da recare danno alla sicurezza, alla libertà o alla dignità umana. L’interpretazione maggioritaria di tale ultima disposizione ritiene che la libertà di iniziativa economica vada riconosciuta tanto nel momento iniziale in cui l’imprenditore sceglie liberamente l’attività da intraprendere, quanto nel momento in cui organizza l’impresa (in termini di dimensioni, collocazione geografica, tipo societario, struttura ecc.). Sotto questo secondo profilo, sia la giurisprudenza costituzionale (sent. 362/98, 54/01, 339/01) sia la dottrina, hanno riconosciuto l’esistenza di una vera e propria libertà di organizzazione dell’impresa in capo all’imprenditore. Tale principio, in materia di corporate governance e soprattutto per le società quotate, deve essere

necessariamente e costantemente temperato con l'art. 47 Cost. che tutela il risparmio in tutte le sue forme⁵⁸.

Il Testo unico della Finanza.

Nel TUF furono incluse, fin dalle origini, disposizioni di diritto societario relative alle società quotate, nella convinzione che la modernizzazione del diritto dei mercati dovesse includere la *corporate governance*. Tali disposizioni non erano di derivazione comunitaria, pur risentendo delle esperienze internazionali. Esse erano focalizzate sul collegio sindacale, equivalente italiano del audit committee, che già risultava disciplinato dalle *best practices* inglesi ed americane. La delega per il TUF, infatti, non contemplava una riforma dei consigli di amministrazione, che sarebbe poi intervenuta dapprima con il Codice di autodisciplina della Borsa (Codice Preda) e successivamente con la riforma del diritto societario del 2003.⁵⁹

Tra molti articoli in tema di governance che contiene TUF, si evidenzia l'articolo 123-bis che dispone che la relazione sulla gestione delle società emittente valori mobiliari ammessi alle negoziazioni in mercati regolamentati contiene in una specifica sezione (denominata "Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari") informazioni riguardanti, tra l'altro, l'adesione ad un codice di comportamento in materia di governo societario promosso da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria, motivando le ragioni dell'eventuale mancata adesione ad una o più disposizioni, nonché le pratiche di governo societario effettivamente applicate dalla società al di là degli obblighi previsti dalle norme legislative o regolamentari. La stessa norma (comma 3) dispone

⁵⁸ Alvaro, S.; Ciccaglioni, P.; Siciliano, G. "L'autodisciplina in materia di corporate governance. Un'analisi dell'esperienza italiana." CONSOB. Disponibile online:

https://www.researchgate.net/publication/316243246_L'autodisciplina_in_materia_di_corporate_governance_Un'analisi_dell'esperienza_italiana :7

⁵⁹ A 20 anni dal TUF (1998-2018): verso la disciplina della Capital Market Union? Atti del convegno Banca d'Italia – Consob Roma, Banca d'Italia, 6 novembre 2018.:38

che tali informazioni possono figurare in una relazione distinta dalla relazione sulla gestione, approvata dall'organo di amministrazione, e pubblicata congiuntamente alla relazione sulla gestione. In alternativa, la relazione sulla gestione può indicare la sezione del sito internet dell'emittente dove è pubblicato tale documento.

Il TUF rappresenta il passo più grande nel rafforzamento delle *governance* delle società, definendo compiti e obblighi ma senza limitare le autonomie contrattuali o contrastare la produzione di ricchezza; la creazione di una normativa italiana coerente e competitiva con quella del resto dell'UE.

Certamente si considera il tentativo più serio per unificare il governo societario usando le norme imperative.

La riforma del Diritto Societario.

La riforma del Diritto Societario prevede la predisposizione di adeguate tutele a favore degli *stakeholders*. L'obiettivo di tale riforma è, infatti, non solo mettere ordine al funzionamento dei mercati e dei soggetti abilitati ad operarvi, ma anche quello di introdurre una tutela effettiva degli azionisti risparmiatori. Al fine di garantire la tutela dei terzi e la trasparenza del mercato, è necessario dotare le imprese di adeguati sistemi di amministrazione e controllo. A tal fine, il DLgs. 6/2003 ha introdotto, per le società per azioni, la scelta tra 3 modelli di amministrazione e controllo: a) il sistema tradizionale, basato su due organi, gli Amministratori ed il Collegio Sindacale che vigila sull'osservanza della legge e dello statuto; b) il sistema dualistico, fondato su un consiglio di gestione e un consiglio di sorveglianza cui spetta, oltre ai poteri di controllo, anche l'approvazione del bilancio e la deliberazione dell'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori (c.d. modello tedesco); c) il sistema monistico, impostato su un organo unitario formato da

un Consiglio di Amministrazione e da un Comitato Interno per il controllo sulla gestione (modello anglosassone).

In tutti i modelli di amministrazione e controllo, la riforma ha trasferito ai revisori l'accertamento della regolare tenuta della contabilità e quella della corrispondenza del bilancio con le risultanze dei libri e delle scritture contabili.⁶⁰

La riforma della legge sulla tutela del risparmio.

La legge sul risparmio introduce apprezzabili innovazioni. Ma non incide sulla frammentarietà e disorganicità della disciplina del governo societario, formatasi per successiva stratificazione di interventi parziali ed eterogenei. Perché le società quotate italiane non corrano il rischio di naufragare nel caos normativo, e soprattutto perché questo non disincentivi nuovi soggetti dal tentare la via della quotazione, bisogna intraprendere in tempi brevi decise iniziative di razionalizzazione e semplificazione della normativa.⁶¹

Questa riforma influenza diversi ambiti di governo societario come il ruolo degli amministratori indipendenti delle società quotate.

Le novità di questo atto riguardano le successive circolazione di prodotti finanziari destinati, in sede di collocamento, a soli investitori professionali, gli investitori professionali, che li trasferiscono ad acquirenti che non sono investitori professionali, rispondono della solvenza dell'emittente nei loro confronti, per la durata di un anno dall'emissione, salvo il caso in cui l'intermediario consegni al cliente un documento informativo contenente le informazioni stabilite dalla Consob. Altra norma a protezione degli investitori è quella che prevede che i soggetti abilitati classifichino, sulla base di criteri generali minimi definiti con regolamento dalla Consob, il grado di rischiosità dei prodotti finanziari e rispettino il

⁶⁰ La Corporate Governance, la riforma del Diritto Societario e gli organismi di controllo interno. Disponibile su: <https://www.unisalento.it/documents/20152/653902/Corporate+Governance+-seminario+dott.+Russo.pdf/466c4298-29b5-cb1f-0478-102e6ff61182?version=1.0&download=true>

⁶¹ Corrado, Diego; Dossi, Andrea. "Un testo unico per la corporate governance." Disponibile online: <https://www.lavoce.info/archives/23967/un-testo-unico-per-la-corporate-governance/>

principio dell'adeguatezza fra le operazioni consigliate agli investitori, o effettuate per conto di essi, e il profilo finanziario di ciascun cliente, determinato sulla base della sua esperienza in materia di investimenti in prodotti finanziari.

In tema di controllo la novità di maggior rilievo riguarda la durata massima dell'incarico di revisore fissata in sei esercizi e rinnovabile una sola volta, ma dopo tre anni dall'incarico precedente e previa sostituzione del responsabile della revisione. La norma ha il fine di evitare che tra controllore e controllato si creino rapporti troppo stretti, che, troppo di frequente, hanno causato azioni fraudolente a danno dei risparmiatori

Le disposizioni più importanti concernenti le autorità di vigilanza riguardano senza dubbio la riforma della Banca d'Italia che è un istituto di diritto pubblico, ribadisce il carattere di indipendenza dell'istituto nelle sue attività di vigilanza e di regolamentazione e la sua appartenenza al Sistema europeo delle banche centrali, con l'obbligo di seguire gli indirizzi e le istruzioni della Banca centrale europea.

3. Il Testo Unico in Materia di Società a Partecipazione Pubblica.

Analisi del decreto legislativo nell'ottica del governo societario: I soci.

Il Decreto Legislativo 19 agosto 2016, n.175 “*Testo Unico in Materia di Società a Partecipazione Pubblica*” nasconde parzialmente la verità nell'esprimere il suo oggetto. Riferendosi all'articolo 1 “*Oggetto*”, comma 1 e 2, il legislatore mira di regolare la costituzione, l'acquisto, il mantenimento e pure la gestione delle partecipazioni pubbliche. Invece il contenuto del decreto legge costituisce una intera cornice di nuove regole di gestione e controllo per le società partecipate. Essendo così, si può dire che il testo unico ha come oggetto anche la regolazione del governo societario e rappresenta un “codice di procedura” per il governo d'impresa delle società a partecipazione pubblica totale o parziale, diretta o indiretta. Le disposizioni vengono applicate tenendo conto dell'efficiente gestione, in

secondo luogo la promozione e tutela della concorrenza, e terzo la razionalizzazione e riduzione della spesa pubblica.

Sin da i primi articoli, il legislatore vuole precisare che quest'atto si aggiunge alla cornice generale della legislazione delle società partecipate e inoltre, a parte le derogazioni espresse, si applicano le norme sulle società commerciali contenute nel Codice Civile in armonia con le altre norme generali del diritto privato. Si filtrano le forme con le quali una società partecipata può concretizzarsi. Esclusivamente una partecipazione pubblica può esistere in una società (anche consortile) per azioni o quelle con responsabilità limitata, compresa la forma cooperativa. Le società quotate si considerano più "delicate" da parte del legislatore, e questo giustifica il fatto che le disposizioni di questo decreto sono applicate solo se espressamente previsto. Anche se, tra gli articoli del decreto si vede che, caso per caso, sono espressi distintamente anche previsioni per le società a responsabilità limitate.

Il decreto sulle partecipate, anche se pone sostanziali cambiamenti nella *governance* delle società partecipate, non porta grandi cambiamenti nell'ambito di un rame importante dell'governo d'impresa che è quella dei soci. Chiaramente l'articolo 9, definisce chi agisce in qualità di *shareholder* delle entità partecipate. Ovvio che per le partecipazioni pubbliche statali i diritti del socio si attribuiscono al Ministero dell'Economia e delle Finanze. Dove è previsto dalla legge, questi diritti in qualità di socio possono coesistere anche con altri Ministeri competenti per materia. Invece per le partecipazioni regionali i diritti del socio sono esercitati secondo la disciplina stabilita dalla regione titolare delle partecipazioni. In continuità di questo ragionamento, per le partecipazioni di enti locali il socio è rappresentato dal sindaco o dal presidente o da un loro delegato. In tutti gli altri casi i diritti del socio sono esercitati dall'organo amministrativo dell'ente.

Stando nel tema di qualità e l'esercitazione dei diritti degli soci, per il socio privato si prevede che nei casi di un'altra sfumatura di società partecipata che regola il decreto, quella a partecipazione mista pubblico-privata, la quota di partecipazione del soggetto privato non può essere inferiore al trenta per cento, scelto con le procedure stabilite nell'articolo 5,

comma 9, del decreto legislativo n.50 del 2016⁶² e ha come oggetto, al contempo, la sottoscrizione o l'acquisto della partecipazione societaria da parte del socio privato e l'affidamento del contratto di appalto o di concessione dell'oggetto esclusivo dell'attività della società mista.

Il socio privato deve possedere i requisiti di qualificazione previsti da norme legali o regolamentari in relazione alla prestazione per cui la società è stata costruita e il bando di gara deve specificare l'oggetto dell'affidamento, i necessari requisiti di qualificazione generali e speciali di carattere tecnico ed economico-finanziario dei concorrenti, nonché il criterio di aggiudicazione che garantisca una valutazione delle offerte in condizioni di concorrenza effettiva. Questo in modo da individuare un vantaggio economico complessivo per l'amministrazione pubblica che ha indetto la procedura. I criteri di aggiudicazione possono includere, tra l'altro, aspetti qualitativi ambientali, sociali, connessi all'oggetto dell'affidamento o relativi all'innovazione. La durata della partecipazione privata alla società, aggiudicata ai sensi del comma 1 del presente articolo, non può essere superiore alla durata dell'appalto o della concessione.

Per quanto riguarda i diritti dei soci, il massimo che prevede il decreto è solo una facoltà. Come prevede l'articolo 2449 del Codice Civile, il socio pubblico può nominare o revocare direttamente uno o più componenti di organi interni della società, i relativi atti sono efficaci dalla data di ricevimento, da parte della società, della comunicazione dell'atto di nomina o di revoca. In questo caso la mancanza o l'invalidità dell'atto deliberativo interno di nomina o di revoca, rileva come causa di invalidità dell'atto di nomina o di revoca anche nei confronti della società. È salva l'applicazione dell'articolo 2400 del Codice Civile.⁶³ La deliberazione di revoca deve essere approvata con decreto dal tribunale, sentito l'interessato. In questa situazione, la mancanza o l'invalidità dell'atto deliberativo interno di nomina o di revoca rileva come causa di invalidità dell'atto di nomina o di revoca anche nei confronti

⁶²L'articolo 5 del "Codice dei contratti pubblici", prevede i principi comuni in materia di esclusione per concessioni, appalti pubblici e accordi tra enti e amministrazioni aggiudicatrici nell'ambito del settore pubblico.

⁶³ Art. 2400.

(Nomina e cessazione dall'ufficio).

I sindaci possono essere revocati solo per giusta causa. La deliberazione di revoca deve essere approvata con decreto dal tribunale, sentito l'interessato.

della società. Una norma che potenzia i diritti del socio permettendo a quest'ultimo di nominare i componenti degli organi interni senza un confronto da parte dell'assemblea.

Questo articolo è il primo di questo decreto legge che si applica anche nelle società quotate. Niente cambia nell'ambito dei poteri speciali sugli assetti societari nei settori della difesa, della sicurezza nazionale, per le attività di rilevanza strategica nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni.⁶⁴

Per un numero di azioni, -come la costituzione della società, le modifiche di clausole dell'oggetto sociale che consentono un cambiamento significativo dell'attività della società, la trasformazione dell'entità, il trasferimento della sede all'estero, la revoca dello stato di liquidazione, e pure la conclusione, modificazione e scioglimento dei patti parasociali-, viene fatto tramite la deliberazione dell'organo amministrativo di quell'ente, che può variare a seconda del tipo della partecipazione. Per esempio il Presidente del Consiglio dei Ministri per le partecipazioni statali, il competente organo della regione per le partecipazioni regionali, il Consiglio Comunale per le partecipazioni comunali. In ogni altro caso, la deliberazione si fa dall'organo amministrativo dell'ente.

La violazione delle previsioni menzionate nel paragrafo precedente, non determina l'invalidità delle deliberazioni degli organi della società partecipata, fermo restando la possibilità che l'esercizio del voto o la deliberazione siano invalidate nell'applicazione di norme generali di diritto.

All'articolo 12 si regola la responsabilità del socio. Si precisa che costituisce danno erariale il danno, patrimoniale o non patrimoniale, subito dagli enti partecipanti, ivi compreso il danno conseguente alla condotta dei rappresentanti degli enti pubblici partecipanti o comunque dei titolari del potere di decidere per essi, che nell'esercizio dei propri diritti di socio, abbiano pregiudicato il valore della partecipazione.

⁶⁴Si riferisce al Decreto-Legge 15 marzo 2012, n. 21 "Norme in materia di poteri speciali sugli assetti societari nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, nonché per le attività di rilevanza strategica nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni. (GU Serie Generale n.63 del 15-03-2012). Decreto-Legge convertito con modificazioni dalla L. 11 maggio 2012, n. 56 (in G.U. 14/05/2012, n. 111).

Si può dire che costituisce una norma in più nel tema dei soci delle società partecipate ma d'altro canto, la dottrina lo ritiene confusa e contraddittoria vista dall'aspetto della responsabilità dell'ente.⁶⁵

Se possiamo mettere in una bilancia, i benefici che porta questo decreto legislativo e le situazioni ipotetiche non regolate da esso, allora possiamo dire di sicuro che la bilancia mostrerebbe quest'ultimo. È vero che il decreto usa come sostenimento i provvedimenti del Codice Civile e le norme generali del diritto privato ma a volte non basta regolare le relazioni specifiche che nascono da una materia così specifica come le società a partecipazione pubblica.

Un caso di eccellenza, che dimostra una disattenzione e imparità del trattamento è quella prevista dall'articolo 13 comma 1 che legittima la denuncia a qualsiasi socio pubblico, anche se quest'ultimo titolare di una partecipazione inferiore al minimo del 10% di cui all'art. 2409, comma 1, ma la stessa estensione non è stata prevista per eventuali soci privati di minoranza.

A parte i provvedimenti sopra indicati, i diritti del socio saranno regolati dalla normativa in vigore che esiste già prima del testo unico. In questo senso, non si vedono cambiamenti importanti dei diritti del socio nella società a partecipazione pubblica. A questa figura che ha caratteristiche specifiche manca una regolazione completa in cui loro si possono fidare per proteggere i loro interessi. Detto ciò, non toglie l'importanza e l'efficacia degli articoli che regolano i diritti dei soci in generale come quelli 2350, 2351, 2370, 2377, 2378, 2379, 2433, 2437, 2473, 2478, 2479 bis, 2479 ter, 2481 bis del Codice Civile. E pure gli articoli 125 e seguenti del Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 "*Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria.*"

I provvedimenti del testo unico in materia delle società a partecipazione pubblica sono molto superficiali nel regolare i diritti del socio. Ciò non giustifica per dire che il decreto legislativo ha mancato l'obiettivo perché la legge delega impone la creazione di regole nell'ambito di gestione delle entità. Ma è inevitabile non accennare i diritti del socio

⁶⁵ Vedi: Relazione di Prof. Carlo Ibba nel Fortunato, Sabino; Vessia, Francesca. "Le 'nuove' società partecipate e in house providing. Atti di convegno Bari 21-22 ottobre 2016 in ricordo di Luca Buttaro." Giuffrè editore (2017)

quando si prova a regolare un campo così specifico delle società commerciali. Poi è impossibile dividere il concetto del governo societario da qualsiasi ambito societario. Ma gli articoli che regolano i diritti dei soci nelle società partecipate, anche se è un obiettivo secondario come abbiamo già accennato prima, hanno fallito nel risolvere importanti questioni. Tale è il problema del possibile rischio che il socio pubblico agisca nel suo interesse personale o quello politico. Un altro problema è la mancanza di un provvedimento di una coordinazione tra i soci pubblici quando coesistono in una società partecipata. Si verifica poi una mancanza di regole che protegge i soci privati nei casi delle società miste pubblico-private. La stessa situazione si verifica per altri principi fondamentali come la parità del trattamento dei soci o la specificità delle funzioni di essi.

L'amministrazione.

A differenza dall'ambito dei soci, quella di amministrazione risulta molto più dettagliata dal TUSPP. Il decreto prevede un amministratore unico che compone l'organo amministrativo. Ma anche questa è una norma del tipo alternativo perché crea la possibilità all'assemblea della società a controllo pubblico, mediante delibera motivata con riguardo a specifiche ragioni di adeguatezza organizzativa e tenendo conto delle esigenze di contenimento dei costi, di disporre che la società sia amministrata da un consiglio di amministrazione composto da tre o cinque membri. Partendo dal modo in cui viene servito il testo del decreto legge, si può presumere che nell'organizzazione normale di una società a controllo pubblico si preveda un solo amministratore e che il contrario, un consiglio di amministrazione, viene applicato solo in casi specifici che nascono dalla necessità dei fattori che hanno a che fare con l'oggetto dell'entità. L'assemblea non ha la competenza di decidere i casi dove un consiglio di amministrazione viene formato nella stessa società, ma si limita ad applicare i criteri che possono giustificare questa decisione, le quale si devono definire in un decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri. Sicuramente questa scelta è giustificata dallo scopo dell'emanazione del decreto legislativo nel quale si include anche la riduzione della spesa pubblica. Tenendo conto sempre questo motivo, si può giustificare anche il

limitato numero che si può comporre l'organo amministrativo, il quale può variare da tre a cinque membri.

In caso di scelta di un sistema dualistico, il consiglio di sorveglianza ha l'obbligo di deliberare in ordine alle operazioni strategiche e ai piani, industriali e finanziari della società predisposti dal consiglio di gestione, fermo in ogni caso la responsabilità di questo per gli atti compiuti. Negli altri casi, il numero complessivo di componenti degli organi del controllo e amministrazione non può essere più di cinque.

Nell'articolo 11 si introduce l'elemento umano del governo d'impresa perché il decreto impone ai componenti degli organi amministrativi e di controllo di società a controllo pubblico i requisiti di onorabilità, professionalità e autonomia, da definirsi da un decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri su proposta del Ministro dell'economia e delle finanze, previa intesa in Conferenza unificata ai sensi dell'articolo 9 del decreto legislativo 28 agosto 1997, n. 281. Una previsione azzeccata in tema dell'elemento umano dei componenti degli organi amministrativi e di controllo. Il legislatore, con giusta causa, mette su un piedestallo questo provvedimento il quale nel caso delle società a partecipazione pubblica prende maggiore importanza dal fatto che abbiamo a che fare con l'interesse pubblico. Come già si è parlato in dettaglio sul primo capitolo, l'integrità delle persone che compongono gli organi delle società commerciali in generale, e specialmente quelle a partecipazione pubblica, si ritiene un fattore cruciale nella longevità della società e l'efficienza nel raggiungere gli obiettivi.

Si ribadiscono le norme riguardo l'incompatibilità tra incarichi dirigenziali interni ed esterni e cariche di componenti degli organi di indirizzo nelle amministrazioni statali, regionali e locali che sono stabiliti da altri atti legislativi, altresì quelle norme che vietano di attribuire incarichi di studio e di consulenza a soggetti già appartenenti ai ruoli delle stesse e collocati in quiescenza, che hanno svolto nel corso del ultimo anno di servizio, funzioni e attività corrispondenti a quelle oggetto dello stesso incarico di studio e di consulenza.⁶⁶

⁶⁶ Vedi l'articolo 12 del Decreto Legislativo 8 aprile 2013, n.39 "Disposizioni in materia di inconferibilità e incompatibilità di incarichi presso le pubbliche amministrazioni e presso gli enti privati in controllo pubblico, a

Questo costituisce un punto chiave per eliminare i duplici incarichi all'interno delle entità partecipate. Provvedimento quale si deve applicare in collegamento con altri provvedimenti simili del decreto come quello che obbliga gli amministratori delle società a controllo pubblico di non essere anche dipendenti delle amministrazioni pubbliche controllanti o vigilanti. La differenza in quest'ultimo caso è che quando si verifica il caso contrario, gli amministratori hanno l'obbligo di riversare i relativi compensi alla società di appartenenza. Per non diffondere questa pratica che attrae molti amministratori che approfittano dei compensi, il decreto prevede un'altra "arma" come l'impossibilità di derivare aumenti della spesa complessiva per i compensi degli amministratori.

A parte le caratteristiche soggettive per scegliere l'amministratore, si impone l'obbligo di rispettare il principio di equilibrio del genere, almeno di un terzo del numero complessivo delle designazioni o nomine effettuate in corso d'anno. Le misure aumentano in caso di un organo amministrativo collegiale, perché lo statuto deve prevedere l'applicazione della Legge 12 luglio 2011, n.120 *"Modifiche al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernenti la parità di accesso agli organi di amministrazione e di controllo delle società quotate in mercati regolamentati."* Il quale stabilisce i criteri della scelta che vengono rafforzati e messi in parità con le norme vigenti sulle società quotate in mercati regolamentati.

Il decreto va ancora una volta incontro alle previsioni del Codice Civile perché impedisce alle società a responsabilità limitata, di affidare l'amministrazione, disgiuntamente o congiuntamente, a due o più soci.

Ancora una volta gli statuti delle società a controllo pubblico prendono importanza cruciale perché si deve prevedere in essi l'attribuzione da parte del consiglio di amministrazione di deleghe di gestione a un solo amministratore, salvo l'attribuzione di deleghe al presidente preventivamente autorizzata dall'assemblea. Anche qui, nel caso delle

norma dell'articolo 1, commi 49 e 50, della legge 6 novembre 2012, n. 190. (GU Serie Generale n.92 del 19-04-2013)

Articolo 5, comma 9 del Decreto Legge 6 luglio 2012, n.95 *"Disposizioni urgenti per la revisione della spesa pubblica con invarianza dei servizi ai cittadini."* (GU Serie Generale n.156 del 06-07-2012 - Suppl. Ordinario n. 141) Convertito con modificazioni dalla L. 7 agosto 2012, n. 135 (in SO n. 173, relativo alla G.U. 14/8/2012, n. 189).

società a partecipazione pubblica superiore al dieci per cento del capitale ma non a controllo pubblico, l'amministrazione pubblica propone agli organi societari l'introduzione di misure analoghe a queste stabilite da questo comma. Esso costituisce un'altra norma con la quale il legislatore prevede misure più forti per regolare qualsiasi forma societaria in cui la partecipazione pubblica viene concretizzata.

Nel caso in cui le società di cui amministrazioni pubbliche detengono il controllo indiretto, non è consentito nominare, nei consigli di amministrazione o di gestione, amministratori della società controllante, a meno che siano attribuite alle medesime deleghe gestionali a carattere continuativo, ovvero che la nomina risponda all'esigenza di rendere disponibili alla società controllata particolari e comprovate competenze tecniche degli amministratori della società controllante o di favorire l'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento. Con questo provvedimento si mira a eliminare un altro caso di incompatibilità il quale potrebbe compromettere le relazioni interne delle società.

Un'altra misura simile riguarda coloro che hanno un rapporto di lavoro con società a controllo pubblico e che sono al tempo stesso componenti degli organi di amministrazione della società con cui è instaurato il rapporto di lavoro, i quali sono collocati in aspettativa non retribuita e con sospensione della loro iscrizione ai competenti istituti di previdenza e di assistenza, salvo che rinuncino ai compensi dovuti a qualunque titolo agli amministratori.

Le società a controllo pubblico limitano i casi previsti dalla legge, la costituzione di comitati con funzioni consultive o di proposta. Per il caso della loro costituzione, non può comunque essere riconosciuta ai componenti di tali comitati alcuna remunerazione complessivamente superiore al trenta per cento del compenso deliberato per la carica di componente dell'organo amministrativo e comunque proporzionata alla qualificazione professionale e all'entità dell'impegno richiesto.

Si ribadiscono le disposizioni in materia di inconfiribilità e incompatibilità di incarichi di cui al decreto legislativo 8 aprile 2013, n. 39 e si norma che gli organi di amministrazione e controllo delle società *in house* si applica il decreto-legge 16 maggio 1994, n. 293.

La responsabilità infligge direttamente sulla *governance* societaria, ecco perché è importante il provvedimento del decreto legge riguardo i componenti degli organi di

amministrazione e controllo delle società partecipate, i quali sono soggetti delle azioni civili di responsabilità previste dalla disciplina ordinaria delle società di capitali, salva la giurisdizione della Corte dei conti per il danno erariale causato dagli amministratori e dai dipendenti delle società *in house*. È devoluta alla Corte dei conti, nei limiti della quota di partecipazione pubblica, la giurisdizione sulle controversie in materia di danno erariale. Si prevede anche la definizione del tipo di danno quando si esprime che costituisce danno erariale il danno, patrimoniale o non patrimoniale, subito dagli enti partecipanti, ivi compreso il danno conseguente alla condotta dei rappresentanti degli enti pubblici partecipanti o comunque dei titolari del potere di decidere per essi, che, nell'esercizio dei propri diritti di socio, abbiano con dolo o colpa grave pregiudicato il valore della partecipazione. Senza entrare nelle particolari problematiche che emergono in caso di responsabilità degli amministratori o degli *shareholders*.⁶⁷Tema che meriterebbe uno studio serio a parte ma per il nostro obiettivo è abbastanza evidenziare il fatto che il decreto legislativo regola e prevede una responsabilità di questi attori societari.

In materia di crisi d'impresa, si obbliga l'organo amministrativo della società a controllo pubblico di adottare senza indugio i provvedimenti necessari al fine di prevenire l'aggravamento della crisi. Se emergono uno o più indicatori di crisi aziendale e l'organo competente non reagisce allora siamo di fronte a delle gravi irregolarità.

I controlli.

A parte la forma ben precisa societaria, le norme del decreto legislativo obbligano anche alcuni punti fermi nella struttura organizzativa delle società. Per le società a responsabilità limitata l'atto costitutivo o lo statuto, in ogni caso deve prevedere la nomina

⁶⁷ Vedi: Relazione di Prof. Carlo Ibbà nel Fortunato, Sabino; Vessia, Francesca. "Le 'nuove' società partecipate e in house providing. Atti di convegno Bari 21-22 ottobre 2016 in ricordo di Luca Buttaro." Giuffrè editore (2017)
Relazione di Prof. Ugo Patroni Griffi nel Fortunato, Sabino; Vessia, Francesca. "Le 'nuove' società partecipate e in house providing. Atti di convegno Bari 21-22 ottobre 2016 in ricordo di Luca Buttaro." Giuffrè editore (2017)

dell'organo di controllo o di un revisore. Facendo obbligatorio il provvedimento del primo paragrafo dell'articolo 2477 del Codice Civile.⁶⁸ Il controllo costituisce forse la parte più importante del governo societario perché è la funzione tramite il quale si sorvegliano le altre funzioni. Facendo obbligatoria una norma facoltativa del Codice Civile, diventa chiaro che il legislatore mira ad aggiungere un'altra misura (aggiuntiva) alle partecipate.

Nell'articolo 6 la discussione si fa interamente in tema di *governance*. Oltre alle funzioni degli organi di controllo previsti dalla legislazione in vigore, il decreto legge crea la possibilità alle società a controllo pubblico di integrare quattro strumenti di governo societario con diverse misure che rafforzano il sistema di governo d'impresa. Tali strumenti possono applicarsi tenendo sempre in conto tre elementi importanti come le dimensioni dell'entità, le caratteristiche organizzative e l'attività svolta. Il legislatore propone come misura aggiuntiva la composizione di regolamenti interni per garantire la conformità dell'attività della società alle norme di tutela della concorrenza, a quelle di concorrenza sleale e anche alle norme di tutela della proprietà industriale o intellettuale. Un'opzione in cui si ritiene molto utile è la creazione di un ufficio di controllo interno strutturato secondo criteri di adeguatezza rispetto alla dimensione e alla complessità dell'impresa sociale, che collabora con l'organo di controllo statutario, riscontrando tempestivamente le richieste da questo provenienti, e trasmette periodicamente all'organo di controllo statutario relazioni sulla regolarità e l'efficienza della gestione.

La relazione sul governo societario che le società controllate predispongono annualmente, servirà anche per indicare se sono adottati le misure proposte sopra. In questo caso abbiamo a che fare con il tipico metodo di “*comply or explain*” dove nella stessa relazione le società devono dare conto delle ragioni per i quali gli strumenti proposti non sono stati trovati adeguati ad applicarli all'entità.

⁶⁸ Art. 2477 del Codice Civile.

(Sindaco e revisione legale dei conti)

L'atto costitutivo può prevedere, determinandone le competenze e i poteri, ivi compresa la revisione legale dei conti, la nomina di un organo di controllo o di un revisore. Se lo statuto non dispone diversamente, l'organo di controllo è costituito da un solo membro effettivo.

Il *comply or explain* non viene ritenuto adeguato invece per la compilazione di specifici programmi di valutazione del rischio di crisi aziendale, è ritenuto come un elemento doveroso per il quale la società ne informa l'assemblea nell'ambito della relazione annuale menzionata prima.

Agli elementi della “truppa” il cui controllerà il funzionamento delle società partecipate si è aggiunta una nuova entità. Nell'ambito del Ministero dell'economia e delle finanze si forma la struttura competente per l'indirizzo, il controllo e il monitoraggio. Quest'ultima non solo sorveglierà le previsioni di questo decreto ma in più, fornisce orientamenti e indicazioni in materia di applicazione del presente decreto e del decreto legislativo 11 novembre 2003, n. 333. La stessa struttura promuove le migliori pratiche presso le società a partecipazione pubblica, adotta nei confronti delle stesse società le direttive sulla separazione contabile e verifica il loro rispetto, ivi compresa la relativa trasparenza.

Mentre per delineare la struttura organizzativa delle società per azioni la revisione legale dei conti non può essere affidata al collegio sindacale, in contrario a quanto viene previsto dal secondo paragrafo articolo 2409-bis.⁶⁹

Un diverso tipo di controllo, ma sempre effettivo è quello giudiziario nell'ambito del quale si prevede che nelle società a controllo pubblico, ciascuna amministrazione pubblica sia legittimata a presentare denuncia di gravi irregolarità al tribunale. Questa provvisione si applica anche alle società a responsabilità limitata.

Menzioni d'onore nella prospettiva di corporate governance.

In termini di adeguatezza organizzativa e riferendosi a un tipo molto specifico di entità, come la società a controllo pubblico che svolgono attività economiche protette da

⁶⁹ Art. 2409-bis.

(Revisione legale dei conti)

Lo statuto delle società che non siano tenute alla redazione del bilancio consolidato può prevedere che la revisione legale dei conti sia esercitata dal collegio sindacale. In tal caso il collegio sindacale è costituito da revisori legali iscritti nell'apposito registro.

diritti speciali o esclusivi, insieme ad altre attività svolte in regime di economia di mercato, il decreto legislativo in contrario alla normativa vigente, concretamente la legge 10 ottobre 1990 n. 287⁷⁰, abroga l'obbligo di operare mediante società separate e dà diritto di adottare sistemi di contabilità separate per le attività, oggetto di diritti speciali o esclusivi e per ciascuna attività. Una mossa che agisce al confine dei diritti favorevoli alle società pubbliche è la violazione della parità tra le società commerciali con partecipazioni pubbliche e quelle private.

Il comma 6 dell'articolo 11 regola la remunerazione degli organi societari. Si prevede la creazione fino a cinque fasce per definire gli indicatori dimensionali quantitativi e qualitativi per la classificazione dei ricompensi, con decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze e previo parere delle Commissioni parlamentari competenti. Per le società controllate dalle regioni o dagli enti locali, tale procedura viene adottata previa intesa in Conferenza unificata. Per ciascuna fascia è determinato, in proporzione, il limite dei compensi massimi al quale gli organi di dette società devono fare riferimento, secondo criteri oggettivi e trasparenti, per la determinazione del trattamento economico annuo onnicomprensivo da corrispondere agli amministratori, ai titolari e componenti degli organi di controllo, ai dirigenti e ai dipendenti, che non potrà comunque eccedere il limite massimo di euro 240.000 annui al lordo dei contributi previdenziali e assistenziali e degli oneri fiscali a carico del beneficiario, tenuto conto anche dei compensi corrisposti da altre pubbliche amministrazioni o da altre società a controllo pubblico. Le stesse società verificano il rispetto del limite massimo del trattamento economico annuo onnicomprensivo dei propri amministratori e dipendenti fissato con il suddetto decreto. Ma le misure non si fermano qui, perché sono fatte salve le disposizioni legislative e regolamentari che prevedono limiti ai compensi inferiori a quelli previsti in questo caso.

⁷⁰ Articolo 8 della Legge 10 ottobre 1990, n. 287 "Norme per la tutela della concorrenza e del mercato." Gazzetta Ufficiale n. 240 del 13 ottobre 1990

"Imprese pubbliche e in monopolio legale"

2-bis. Le imprese di cui al comma 2, qualora intendano svolgere attività in mercati diversi da quelli in cui agiscono ai sensi del medesimo comma 2, operano mediante società separate.

Il decreto stabilisce altresì i criteri di determinazione della parte variabile della remunerazione, commisurata ai risultati di bilancio raggiunti dalla società nel corso dell'esercizio precedente. Che in caso di risultati negativi attribuibili alla responsabilità dell'amministratore non viene applicata. Nel caso delle società a partecipazione pubblica superiore al 10 per cento del capitale ma non a controllo pubblico, l'amministrazione pubblica propone agli organi societari l'introduzione di misure analoghe a quelle stabilite da questo comma.

Fino all'emanazione del decreto si applicano le disposizioni di cui all'articolo 4, comma 4, secondo periodo, del decreto-legge 6 luglio 2012, n. 95, che prevede che *“il costo annuale sostenuto per i compensi degli amministratori di tali società, ivi compresa la remunerazione di quelli investiti di particolari cariche, non può superare l'ottanta per cento del costo complessivamente sostenuto nell'anno 2013.”* A questo scopo vanno aggiunte anche previsioni del decreto del Ministro dell'economia e delle finanze 24 dicembre 2013, n. 166.

Restando in tema di remunerazione, si regola che lo statuto prevede anche l'esclusione della carica di vicepresidente o la previsione che la carica stessa sia attribuita esclusivamente quale modalità di individuazione del sostituto del presidente in caso di assenza o impedimento, senza riconoscimento di compensi aggiuntivi. È categoricamente vietato che ai dirigenti delle società a controllo pubblico, indennità o trattamenti di fine mandato diversi o ulteriori rispetto a quelli previsti dalla legge o dalla contrattazione collettiva ovvero di stipulare patti o accordi di non concorrenza, anche ai sensi dell'articolo 2125 del codice civile⁷¹.

Per il fatto che le società *in house* sono regolate in maniera più complessiva dal decreto, è ritenuto analizzare i provvedimenti di questo tipo di entità in questa sezione e non dividerla nelle sezioni precedenti. Per essi, l'intero articolo 16 prevede che ricevono affidamenti diretti di contratti pubblici dalle amministrazioni che esercitano su di esse il

⁷¹ Art. 2125.

(Patto di non concorrenza)

Il patto con il quale si limita lo svolgimento dell'attività del prestatore di lavoro, per il tempo successivo alla cessazione del contratto, è nullo se non risulta da atto scritto, se non è pattuito un corrispettivo a favore del prestatore di lavoro e se il vincolo non è contenuto entro determinati limiti di oggetto, di tempo e di luogo.

La durata del vincolo non può essere superiore a cinque anni, se si tratta di dirigenti, e a tre anni negli altri casi. Se è pattuita una durata maggiore, essa si riduce nella misura indicata dal comma precedente.

controllo analogo o da ciascuna delle amministrazioni che esercitano su di esse il controllo analogo congiunto solo se non vi sia partecipazione di capitali privati, ad eccezione di quella prescritta da norme di legge e che avvenga in forme che non comportino controllo o potere di veto, né l'esercizio di un'influenza determinante sulla società controllata. Per questo scopo gli statuti delle società per azioni possono venire incontro alle disposizioni dell'articolo 2380-bis e dell'articolo 2409-novies del codice civile⁷². Per quanto riguarda gli statuti delle società a responsabilità limitata possono prevedere l'attribuzione all'ente o agli enti pubblici soci di particolari diritti, ai sensi dell'articolo 2468, terzo comma, del codice civile.⁷³ In ogni caso, i requisiti del controllo analogo possono essere acquisiti anche mediante la conclusione di appositi patti parasociali e tali patti possono avere durata superiore a cinque anni, in deroga all'articolo 2341-bis, primo comma, del codice civile.⁷⁴ I statuti di queste società devono

⁷² Art. 2380-bis del Codice Civile
"Amministrazione della società"

La gestione dell'impresa spetta esclusivamente agli amministratori, i quali compiono le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale. L'amministrazione della società può essere affidata anche a non soci. Quando l'amministrazione è affidata a più persone, queste costituiscono il consiglio di amministrazione. Se lo statuto non stabilisce il numero degli amministratori, ma ne indica solamente un numero massimo e minimo, la determinazione spetta all'assemblea. Il consiglio di amministrazione sceglie tra i suoi componenti il presidente, se questi non è nominato dall'assemblea.

Art. 2409-novies del Codice Civile
"Consiglio di gestione"

La gestione dell'impresa spetta esclusivamente al consiglio di gestione, il quale compie le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale. Può delegare proprie attribuzioni ad uno o più dei suoi componenti; si applicano in tal caso il terzo, quarto e quinto comma dell'articolo 2381. È costituito da un numero di componenti, anche non soci, non inferiore a due. Fatta eccezione per i primi componenti, che sono nominati nell'atto costitutivo, e salvo quanto disposto dagli articoli 2351, 2449 e 2450, la nomina dei componenti il consiglio di gestione spetta al consiglio di sorveglianza, previa determinazione del loro numero nei limiti stabiliti dallo statuto. I componenti del consiglio di gestione non possono essere nominati consiglieri di sorveglianza, e restano in carica per un periodo non superiore a tre esercizi, con scadenza alla data della riunione del consiglio di sorveglianza convocato per l'approvazione del bilancio relativo all'ultimo esercizio della loro carica. I componenti del consiglio di gestione sono rieleggibili, salvo diversa disposizione dello statuto, e sono revocabili dal consiglio di sorveglianza in qualunque tempo, anche se nominati nell'atto costitutivo, salvo il diritto al risarcimento dei danni se la revoca avviene senza giusta causa. Se nel corso dell'esercizio vengono a mancare uno o più componenti del consiglio di gestione, il consiglio di sorveglianza provvede senza indugio alla loro sostituzione.

⁷³ Art. 2468 del Codice Civile
"Quote di partecipazione"

Resta salva la possibilità che l'atto costitutivo preveda l'attribuzione a singoli soci di particolari diritti riguardanti l'amministrazione della società o la distribuzione degli utili.

⁷⁴ Art. 2341-bis del Codice Civile
"Patti parasociali"

I patti, in qualunque forma stipulati, che al fine di stabilizzare gli assetti proprietari o il governo della società:

prevedere che oltre 80% del loro fatturato sia effettuato nello svolgimento dei compiti a esse affidati dal e enti o gli enti. La produzione ulteriore rispetto al suddetto limite di fatturato sia consentita solo a condizione che la stessa permetta di conseguire economie di scala o altri recuperi di efficienza sul complesso dell'attività principale della società.

Il mancato rispetto del limite quantitativo di cui al comma 3 costituisce grave irregolarità ai sensi dell'articolo 2409 del codice civile e dell'articolo 15 di questo decreto. Ma comunque si prevede l'opzione di sanare le irregolarità rinunciando a una parte dei rapporti di fornitura con soggetti terzi o sciogliendo i relativi rapporti contrattuali.

Viene data la possibilità alle società *in house* di emettere azioni correlate ai sensi dell'articolo 2350, secondo comma, del Codice Civile⁷⁵, o costituire patrimoni destinati o essere assoggettata a direzione e coordinamento da parte di un'altra società, al fine di ottimizzare la realizzazione e la gestione di più opere e servizi.

Si fa una eccezione per le società di cui al presente articolo che non siano organismi di diritto pubblico, costituite per la realizzazione di lavori o opere o per la produzione di beni o servizi non destinati ad essere collocati sul mercato in regime di concorrenza, per la realizzazione dell'opera pubblica o alla gestione del servizio per i quali sono state specificamente costituite. Con la condizione che la scelta del socio privato, in questi tipi di entità, è avvenuta nel rispetto di procedure di evidenza pubblica e il socio privato ha i requisiti di qualificazione previsti dal decreto legislativo n.50 del 2016 in relazione alla prestazione per cui la società è stata costituita. Più la condizione che la società provvede in via diretta alla realizzazione dell'opera o del servizio, in misura superiore al settanta per cento

-
- a) hanno per oggetto l'esercizio del diritto di voto nelle società per azioni o nelle società che le controllano;
 - b) pongono limiti al trasferimento delle relative azioni o delle partecipazioni in società che le controllano;
 - c) hanno per oggetto o per effetto l'esercizio anche congiunto di un'influenza dominante su tali società, non possono avere durata superiore a cinque anni e si intendono stipulati per questa durata anche se le parti hanno previsto un termine maggiore; i patti sono rinnovabili alla scadenza.

⁷⁵ Art. 2350, comma due del Codice Civile
(Diritto agli utili e alla quota di liquidazione).

Fuori dai casi di cui all'articolo 2447-bis, la società può emettere azioni fornite di diritti patrimoniali correlati ai risultati dell'attività sociale in un determinato settore. Lo statuto stabilisce i criteri di individuazione dei costi e ricavi imputabili al settore, le modalità di rendicontazione, i diritti attribuiti a tali azioni, nonché (le eventuali) condizioni e modalità di conversione in azioni di altra categoria.

del relativo importo. Allora in questo caso non si applicano le disposizioni del “*Codice dei contratti pubblici*”.

In casi specifici si prevede la quotazione di società a controllo pubblico in mercati regolati. Le società controllate da una o più amministrazioni pubbliche possono quotare azioni o altri strumenti finanziari in mercati regolati, a seguito di deliberazione come prevede il decreto. L'atto deliberativo prevede uno specifico programma avente ad oggetto il mantenimento o la progressiva dismissione del controllo pubblico sulla società quotata. L'atto deliberativo avente ad oggetto la richiesta di ammissione alla quotazione è adottato con le modalità di cui all'articolo 7, comma 1. È fatta salva la possibilità di quotazione in mercati regolamentati di società a partecipazione pubblica singolarmente individuate, soggette a regimi speciali in base ad apposite norme di legge.

4. Il Codice della Crisi d'impresa e dell'insolvenza.

In ottica di governance si distingue l'articolo 375 CCII che cambia a “Gestione dell'impresa” e si aggiunge un secondo comma, in forza del quale l'imprenditore che operi in forma societaria o collettiva ha il dovere di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa, anche in funzione della rilevazione tempestiva della crisi dell'impresa e della perdita della continuità aziendale e attivarsi senza indugio per l'adozione e l'attuazione di uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento della crisi e il recupero della continuità aziendale”. Tale ultima disposizione richiama la lettera dell'art. 2381 c.c. (norma che, in tema di S.p.A., attribuisce al consiglio di amministrazione il compito di valutare “l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società” e agli organi delegati quello di curare che “l'assetto organizzativo, amministrativo e contabile sia adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa”), estendendone la portata applicativa non solo alle S.p.A., ma a qualunque impresa “societaria o collettiva”.

Similmente l'art. 377 CCII, norma che - oltre a precisare come, nella gestione dell'impresa, l'organo amministrativo di una S.p.A. (quale che sia il sistema di amministrazione e controllo dalla stessa adottato) debba uniformarsi ai principi di cui all'art. 2086, comma 2, c.c. - estende espressamente l'applicabilità del modello organizzativo indicato dall'art. 2086, comma 2, c.c. alle società di persone e alle S.r.l.. Inoltre, con specifico riferimento alle S.r.l., sempre l'art. 377 CCII prevede che a tale tipo societario si applichi la disciplina dettata dall'art. 2381 c.c. in materia di poteri delegati nelle S.p.A..

Le modifiche apportate all'art. 2086, comma 2, c.c. hanno altresì un impatto diretto e significativo sulle attività degli organi sociali come l'organo amministrativo è il diretto destinatario degli obblighi sanciti dagli artt. 375, comma 2 e 377 CCII e sarà, quindi, direttamente responsabile del mancato o del non esatto adempimento dei medesimi. Così gli obblighi a carico dell'organo amministrativo sono volti alla prevenzione e, se del caso, alla soluzione di ogni situazione di crisi concernente l'impresa. Ciò permette la realizzazione di un collegamento fra il "diritto d'impresa" e il "diritto della crisi d'impresa", nella misura in cui le valutazioni che l'organo amministrativo è chiamato a compiere devono essere funzionali a garantire sia l'immediata percezione di uno stato di crisi, sia l'attivazione delle procedure previste dal CCII per farvi fronte. L'organo di controllo dovrà verificare l'adempimento, da parte degli amministratori, degli obblighi su di essi incombenti ai sensi delle suddette disposizioni.

Un'altra novità è l'azione di responsabilità promossa dai creditori di una S.r.l. contro gli amministratori. Con specifico riferimento alle S.r.l., l'art. 378, comma 1, CCII aggiunge all'art. 2476 c.c. un nuovo sesto comma, che prevede gli amministratori rispondono verso i creditori sociali per l'inosservanza degli obblighi inerenti alla conservazione dell'integrità del patrimonio sociale; l'azione di responsabilità contro gli amministratori può essere proposta dai creditori sociali solo quando il patrimonio sociale risulta insufficiente ai fini del soddisfacimento dei crediti degli stessi; la rinuncia, da parte della società, ad esperire l'azione di responsabilità contro gli amministratori non impedisce l'esercizio di tale azione da parte dei creditori sociali; la transazione sull'azione di responsabilità può essere impugnata dai creditori solo con l'azione revocatoria, ove esperibile.

Tale disposizione colma una lacuna normativa non sanata dalla riforma del diritto societario del 2003. Il D. Lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, infatti, non si era pronunciato in merito all'esperibilità, da parte dei creditori di una S.r.l., dell'azione di responsabilità contro gli amministratori della società stessa: ciò aveva provocato lo sviluppo di due opposti orientamenti giurisprudenziali, rispettivamente favorevole (10) e contrario (11) all'applicazione analogica dell'art. 2394 c.c. alle S.r.l..

L'art. 378, comma 2, CCII detta i criteri per la determinazione del quantum di danno risarcibile dagli amministratori ove questi ultimi abbiano violato l'obbligo di cui all'art. 2486, comma 1, c.c.. Il previgente art. 2486 c.c., infatti, prevedeva unicamente che gli amministratori fossero personalmente e solidalmente responsabili dei danni arrecati alla società, ai soci, ai creditori sociali e ai terzi per l'inosservanza dell'obbligo di conservazione dell'integrità e del valore del patrimonio sociale, ma non dettava alcuna disposizione circa la quantificazione del danno risarcibile.

In tema di nomina degli organi di controllo nelle S.r.l. L'articolo 2-bis, comma 2, D.L. 18 aprile 2019, n. 32 ha modificato l'art. 2477 c.c. prevedendo che la nomina dell'organo di controllo o del revisore nelle S.r.l. sia obbligatoria laddove la società presenti almeno uno dei seguenti requisiti: a) è tenuta alla redazione del bilancio consolidato; b) controlla una società obbligata alla revisione legale dei conti; c) ha superato per due esercizi consecutivi almeno uno dei seguenti limiti: 1) totale dell'attivo dello stato patrimoniale: 4 milioni di euro; 2) ricavi delle vendite e delle prestazioni: 4 milioni di euro; 3) dipendenti occupati in media durante l'esercizio: 20 unità.

Il novellato art. 2477 c.c. prevede che l'obbligo di nomina dell'organo di controllo o del revisore cessi quando, per tre esercizi consecutivi (e non più due, come stabilito dal previgente art. 2477 c.c.), non è superato alcuno dei limiti indicati sopra.

Le modifiche apportate dall'art. 2-bis, comma 2, D.L. n. 32/2019 all'art. 2477 c.c. sono volte ad ampliare la platea delle S.r.l. tenute alla nomina dell'organo di controllo o del revisore, per consentire una più capillare verifica della gestione societaria e permettere una più rapida percezione della sussistenza di uno stato di crisi.

L'assemblea che approva il bilancio in cui vengono superati i limiti indicati nel novellato art. 2477 c.c. deve provvedere, entro 30 giorni, alla nomina dell'organo di controllo o del revisore. In difetto, vi provvede il Tribunale, su richiesta di qualsiasi soggetto interessato o - in forza di quanto previsto dall'art. 379, comma 2, CCII - su segnalazione del conservatore del competente registro delle imprese.

Altri norme di non immediata attuazione in tema di governo societario si evidenzia l'art. 376 CCII modifica l'art. 2119 c.c. (a) escludendo dal novero delle giuste cause di risoluzione del contratto di lavoro la liquidazione coatta amministrativa dell'impresa e (b) prevedendo che gli effetti della liquidazione giudiziale sui rapporti di lavoro siano regolati dal CCII; (ii) l'art. 380 CCII inserisce l'apertura della procedura di liquidazione giudiziale e della liquidazione controllata tra le cause di scioglimento delle società di capitali; (iii) l'art. 381 CCII (a) assoggetta a liquidazione giudiziale le cooperative che svolgono attività commerciale e (b) consente all'autorità di vigilanza, in caso di irregolare funzionamento della cooperativa, di revocare gli amministratori e i sindaci e affidare la gestione della società ad un commissario. La stessa autorità di vigilanza, in caso di crisi o insolvenza della cooperativa, può autorizzare tale commissario a domandare la nomina del collegio o del commissario per la composizione assistita della crisi o l'accesso ad una delle procedure regolatrici della crisi; (iv) l'art. 382 CCII sostituisce, agli artt. 2288 c.c., 2308 c.c. e 2497 c.c., i termini "fallito" e "fallimento" col termine "liquidazione giudiziale"; (v) l'art. 383 CCII elimina l'obbligo sancito dall'art. 2467 c.c. di restituzione delle somme versate a titolo di rimborso del finanziamento soci avvenuto nell'anno precedente la dichiarazione di fallimento della società; (vi) l'art. 384 CCII abroga l'art. 2221 c.c., disposizione in forza della quale "gli imprenditori che esercitano un'attività commerciale, esclusi gli enti pubblici e i piccoli imprenditori, sono soggetti, in caso d'insolvenza, alle procedure del fallimento e del concordato preventivo, salve le disposizioni delle leggi speciali".⁷⁶

5. Conclusioni brevi del terzo capitolo.

Ibrido, sarebbe la risposta della domanda “Qual è lo schieramento della legislazione italiana in merito alla *corporate governance*?”. Ibrido perché il quadro normativo risulta sparso in diversi atti legislativi. La sua natura obbligatoria, perché si regola da atti positivi obbligatori, si compromette da articoli *soft* o del tipo *comply or explain* che da una parte lasciano spazio alle società di adeguarsi alle dinamiche dell’ambito in cui operano ma dall’altro canto ammorbidiscono i provvedimenti legislativi, permettendo così la vulnerabilità del sistema di *governance* di queste entità.

A prescindere da tentativi di unificare il governo societario, analizzati prima, il quadro normativo resta frammentato.

Il Testo Unico sulle Società Partecipazione Pubblica rappresenta un campione del contenuto della legislazione italiana in materia di governo d’impresa. Simile al quadro normativo in vigore, anche questo atto legislativo è frammentato quando si parla di *corporate governance*. Si può dire che rappresenta anche la normativa globale quando si tiene conto che anche il legislatore italiano sottovaluta il governo societario, e si limita a mirare di regolare soltanto la gestione delle società partecipate. La regolazione della *governance* da parte di questo atto è incidentale perché, partendo dalla legge delega del 7 agosto 2015 n.124., non mira a regolare pienamente quest’ambito. Comunque non riesce a distaccare il *governance* dalla regolazione delle partecipate perché è impossibile tentare di regolare un quadro normativo delle società commerciali senza toccare la parte governativa.

La natura obbligatoria delle norme che regolano la *governance* societaria delle società commerciali, o meglio l’impossibilità di non coinvolgere norme di natura di governo d’impresa in questo atto, nasce dall’interesse pubblico. Perché un’entità che rappresenta lo stato e l’interesse pubblico, come le SPP, non si può regolare con le stesse norme funzionali per le società commerciali in generale. Proprio da questo elemento specifico delle SPP, possiamo dedurre che le società commerciali in generale, le quali hanno una responsabilità pubblica, devono avere norme obbligatorie governative alla fine di essere effettive e di lunga durata, e per non finire a causare un’altra crisi finanziaria di misure globali.

Certamente che i tentativi del legislatore italiano nel introdurre una legislazione imperativa non si possono paragonare con il *Dodd-Frank Act*, l’atto legislativo americano il

quale regola la *governance* delle società commerciali, ma certamente cambiano le regole di gioco del governo d'impresa delle società commerciali. Essi risultano un'occasione persa per unificare le norme del governo delle società, ma certamente sono una pietra miliare verso la strada per l'unificazione della *governance* delle società commerciali.

Capitolo IV

CONCLUSIONI

SOMMARIO: 1. Governo d'impresa, l'elemento più sottovalutato nell'ambito del diritto societario. 2. *Hard law* vs. *soft law* vs. *comply or explain*, o tutti e tre insieme? 3. La formula perfetta per una *governance* societaria. 4. Il diritto di governo societario, un ramo del diritto commerciale?

1. Governo d'impresa, l'elemento più sottovalutato nell'ambito del diritto societario.

Il governo d'impresa è un fenomeno trascurato perché non dà risultati immediati e opera in un campo molto dinamico nel quale il fattore tempo è indispensabile. L'importanza dei suoi meccanismi si fa notare quando essi falliscono, quando il problema perfora in tale massa che non c'è più niente da fare. Proprio dopo gli eventuali fallimenti si torna a riflettere sulle misure che dovevano essere prese precedentemente. *Corporate governance* in una società commerciale si può paragonare al sistema immunitario di un corpo umano il quale può funzionare correttamente nello stato in cui è stato creato ma è doveroso migliorare per evitare le vulnerabilità provenienti da altri fattori.

Storicamente sottovalutata, il concetto del *governance* societario sta prendendo un ampio valore sia in legislazione che nell'ambito accademico. Anche se quest'ultimo è stato più inclinato a conoscere l'importanza del concetto, è in continuo lavoro per essere sempre all'avanguardia degli sviluppi. Tanto che le più prestigiose università del mondo gli hanno dedicato un proprio centro di studi, investendo i migliori assetti che possiedono. Recentemente si parla che siamo alla vigilia di una nuova crisi finanziaria di dimensioni globali, ma pur sempre restando nei vertici delle previsioni, nessuna delle possibili ragioni ha

a che fare con il governo societario⁷⁷. *Corporate governance* non è più tra i “soliti sospetti”. L'evoluzione del concetto e la crescita della consapevolezza per il valore importante del fenomeno, hanno portato ad un rafforzamento del *governance* nel piano legislativo e nella sua applicabilità.

2. *Hard law vs. soft law vs. comply or explain, o tutti e tre insieme?*

L'*hard law* è il tipo di legislazione classica che ancora oggi è la più diffusa. Ha tutte le caratteristiche di una legge, contenendo norme obbligatorie, sanzioni e autorità che lo applicano e sorvegliano la sua applicazione. Nell'ambito di *corporate governance* questo tipo di legislazione non viene usato in massa. Le cose sono cambiate specialmente dopo la crisi finanziaria globale del 2008 nella quale paesi come Stati Uniti hanno creato una legge che mira a regolare la *governance* delle società commerciali. Diversi paesi per diversi motivi si sono rivolti a questo tipo di legislazione per regolare le loro entità commerciali. La Cina per esempio, ha una legislazione di *governance* obbligatoria per il fatto che spesso lo stato, in un modo o nell'altro fa parte dell'entità commerciale. La Turchia si sta dirigendo verso una legislazione obbligatoria⁷⁸. Poi una lezione da imparare, ci arriva dalle società a partecipazione pubblica le quali a partire dall'esistenza del socio pubblico nella loro composizione sono obbligate a regolarsi da leggi obbligatorie. Questa soluzione proviene dall'interesse pubblico che lo stato mira a proteggere e il quale non può essere lasciato a

⁷⁷Vedi articoli recenti: 1) Neil Irwin, “How the Recession of 2020 Could Happen.” <https://www.nytimes.com/2019/08/17/upshot/how-the-recession-of-2020-could-happen.html> visitato il 08.10.2019; 2) Alex Williams, “Are You Ready for the Financial Crisis of 2019?”

Here are five ways things could get bad for everyone.” <https://www.nytimes.com/2018/12/10/style/2019-financial-crisis.html> visitato il 08.10.2019; 3) “4 Early Warning Signs of the Next Financial Crisis” <https://www.investopedia.com/investing/early-warning-signs-next-financial-crisis/> visitato il 08.10.2019; 4) Nouriel Roubini “The risk of a 2020 recession and crisis is growing.”

<https://www.theguardian.com/business/2019/jun/14/the-risk-of-a-2020-recession-and-crisis-is-growing> visitato il 08.10.2019; 5) Daniella Diaz, “Elizabeth Warren warns another financial crisis is coming -- but she has a plan.” <https://edition.cnn.com/2019/07/22/politics/elizabeth-warren-financial-crisis-wall-street-economic-plan/index.html> visitato il 08.10.2019.

⁷⁸Vedi: Gonenc, Halit; Karaibrahimoglu, Yasemin. “Towards a Mandatory Corporate Governance Regime: Empirical Evidence from Turkey.” *Ethics and Sustainability in Accounting and Finance, Volume I*, (2019)

norme discrezionali. Proprio quest'esperienza delle partecipate ci porta a pensare che il *governance*, essendo un elemento che se si sottovaluta può incidere non solo nell'economia globale, ma anche in quella personale, allora si deve regolare da norme obbligatorie di *hard law*.

Il *soft law* si caratterizza dalla mancanza dell'obbligatorietà e di un'autorità che possa imporre sanzioni da applicare in caso di violazioni. Questo lascia tutto nella discrezione del soggetto di giudicare se applicare le previsioni di questa natura o meno. Generalmente è usato nell'ambito internazionale, per le sue virtù riguardo la creazione, senza particolare procedura rigorosa e che non deve rispettare scadenze nel tempo. Spesso viene criticato proprio per la sua natura discrezionale che non forza il soggetto ad applicarlo, ma questo non rende l'*hard law* migliore perché anche le norme obbligatorie non hanno un rendimento perfetto nella loro applicabilità. Nel governo societario viene usato molto per le sue caratteristiche che si sposano bene con quelle dell'attività commerciale. Essendo spesso molto dinamico e con diverse sfumature, il *soft law* si abbina perfettamente a qualsiasi esigenza dell'entità che lo applica.

Un'alternativa che nasce dalle esigenze dell'ambito gius-commerciale è il modello della legislazione *comply or explain*, il quale è una via di mezzo tra *hard* e *soft law*. Praticamente questo modello consiste nel fare applicare in modo obbligatorio la norma da parte dei soggetti, i quali si riservano la facoltà di trascurare la norma stessa soltanto se è in grado di dare ragioni solide che giustificano la sua decisione nell'interesse della società. Anche questo tipo di sistema ha i suoi vantaggi permettendo ai soggetti di decidere in modo autonomo quale sia la norma migliore da applicare nel suo interesse. Ma dall'altra parte, necessità di una particolare struttura che convalidi le decisioni del soggetto il quale, motivato per i suoi interessi personali, può compromettere l'interesse generale dell'entità e degli *stakeholders*. Si pensava che sarebbe stato la forma finale della legislazione guardando *corporate governance* finché non si nota lo spostamento verso un sistema ibrido che contiene contemporaneamente tutti questi tipi di legislazioni.

Ibrido è una sfumatura che si verifica maggiormente tra *hard law* e *comply or explain* senza escludere l'esistenza del *soft law*. È il modello scelto dal legislatore italiano in merito alla *corporate governance* delle società a partecipazione pubbliche. Si caratterizza dalla sua natura obbligatoria, perché si regola da atti positivi obbligatori, si compromette da articoli *soft* o del tipo *comply or explain*. Il sistema ibrido sembra essere creato come una risposta di una situazione dove cresce il bisogno di essere regolato il tema di governo d'impresa è dall'altro canto l'impossibilità che trova il legislatore a regolare in modo uniforme e completo un ambito così dinamico e ampio.

Rispettando da una parte le caratteristiche che identificano le società commerciali e il loro campo di attività, e dal'altra l'importanza che si è dimostrato di avere un buon governo d'impresa, si può dedurre che il sistema migliore sarebbe quello ibrido. Quest'ultimo contiene norme obbligatorie per un nucleo importante di questioni di *governance*. Quel nucleo si compone da norme che mirano a regolare il controllo e la trasparenza. Mentre la parte aggiuntiva si deve regolare con le norme *comply or explain*. Certamente, le società commerciali hanno la facoltà di incorporare altre regole formate in codici di buone pratiche, creati da sé o aderire a altri codici promossi da enti speciali o internazionali che mirano a migliorare le pratiche di governo societario. È indispensabile il nucleo di regole di *governance* regolati da *hard law*, che attualmente mira prevalentemente sulla struttura delle entità commerciali. Un passo in avanti su questo aspetto si fa allargando la sfera di queste regole obbligatorie. Un uso proporzionale dell'obbligatorietà delle norme giuridiche.

3. La formula perfetta per una governance societaria.

Risultano numerosi i componenti che formano *corporate governance*. Questo viene ribadito da diverse legislazioni ampie e quelli *soft law* che creano diverse regole da seguire o pratiche migliori a cui fare riferimento. Senza togliere l'importanza a nessuno dei principi accettati come linee guida di *governance*, penso che se dovessimo esprimere in un'equazione

del tipo $E=mc^2$, allora la formula migliore di un governo d'impresa perfetto sicuramente avrebbe questi elementi $G=L+C+T+Fu$.

“G” sta per governo d'impresa.

“L” sta per legislazione. In questo caso si intendono tutti i tipi di regole che insieme formano il quadro legislativo di governo d'impresa. Essendo essi norme positive obbligatorie, di natura *comply or explain, soft law* o ibride. Il governo societario necessita di una linea ben definita sulla quale operare. Si parla della natura giuridica del concetto, anche se ad esso si attribuiscono collegamenti con altri ambiti, specialmente quello economico. La legge opera ovunque, senza di esse il sistema di *governance* non può esistere.

“C” sta per il controllo. Si riferisce sia ad un controllo interno che quello esterno, che hanno come scopo di sorvegliare l'applicabilità delle norme di *governance*. Il controllo si espande anche nella verità dei rapporti finanziari i quali sono spesso oggetto di falsità. Il potere non dovrà mai essere fidato senza un controllo, un *check and balance* necessario anche in questo ambito.

“T” sta per trasparenza e divulgazione. Si fa riferimento a quella all'interno dell'entità commerciale e quella fuori da questo campo. L'entità commerciale deve operare in tale modo da essere facilmente comprensivo. Questo si rivolge a tutte le relazioni, compresi quelli tra *shareholders* e compagnia e quello di tutti gli *stakeholders*. La trasparenza contiene in sé l'elemento della responsabilità.

“Fu” sta per il fattore umano. Un elemento trascorso nell'ambito di *corporate governance*, il quale ha mostrato di fare parte dell'etimologia della parola *governance*. È un elemento imprevedibile il quale se funziona in buona fede nello scopo di applicare una buona *governance* elimina la necessità dell'esistenza delle regole. Ma al contrario, se opera con lo scopo di trovare sempre il modo di navigare tra le regole per far prevalere l'interesse personale a quello dell'entità allora è in grado di distruggere l'attività societaria.

Se tutti gli elementi hanno un valore positivo, cioè sono efficaci nel loro scopo allora il risultato dell'equazione sarà positivo. Avremo così una *corporate governance* solida e funzionante, praticamente invincibile.

4. Il diritto di governo societario, un ramo del diritto commerciale?

Il percorso verso un diritto di governo societario sembra irreversibile. Durante la ricerca si è concluso che questo elemento non è nuovo nel diritto commerciale ma sicuramente ha accompagnato quest'ultima in tutte le fasi della crescita. Essendo un elemento nascosto, lui si valorizza quando si nota che qualcosa fallisce. Soprattutto l'esperienza degli ultimi anni ha portato il focus in tema di *governance* mettendo luce sul suo vero valore.

Oggi non si può parlare più di un argomento marginale ma di un punto fermo di studio per migliorare la legislazione e l'economia nazionale e internazionale. Il vento di cambiamento è passato al mondo accademico, il quale si è messo subito a studiare il fenomeno ed ora il governo d'impresa è diventato l'interesse principale di studio per molti studiosi. La maggior parte delle università di prestigio ha dedicato al *corporate governance* un centro nel quale si investe nella ricerca da parte del loro staff accademico.

Anche la legislazione non è rimasta indietro agli sviluppi della dottrina. Specialmente i paesi colpiti di più della crisi finanziaria hanno reagito immediatamente. Gli Stati Uniti, noti per l'avanguardia delle grandi imprese, hanno emanato immediatamente una legge che regola in modo obbligatorio la *governance* di tali società. Una risposta alla situazione è arrivata anche dall'Unione Europea. Si vede che le legislazioni di molti paesi stanno andando verso una legislazione obbligatoria per il governo societario visto l'importanza e il collegamento diretto tra l'economia nazionale e quella personale.

Un caso specifico che ci aiuta a testare la necessità di una legislazione *hard law* sono le società a partecipazione pubblica. Le quali per la loro natura devono contenere norme obbligatorie di governo societario. Dev'essere così perché in gioco c'è l'interesse pubblico protetto dal socio-stato. Ma per analogia si può affermare che siccome il governo d'impresa mira a proteggere l'economia sia quella nazionale che personale, allora è doveroso regolarla in modo obbligatorio.

Per una ragione o l'altra la legislazione in materia di governo societario sta crescendo e per questo necessità uno studio approfondito del tema che si sta formando come un diritto in sé. Molte università hanno nei curriculum il *corporate governance* e sicuramente con questo passo sarà necessario trattarlo come ramo del diritto commerciale.

* * *

Per concludere, l'oggetto di ricerca di questa tesi è studiare il concetto di governo d'impresa. Esso si focalizza nell'aspetto accademico e nella scienza giuridica del termine, ma senza trascurare gli altri elementi conglomerati del concetto. L'autenticità della ricerca si verifica nell'approccio di verificare l'ipotesi se siamo in una fase iniziale, che continua a crescere, del passaggio del *corporate governance* da un elemento importante del diritto commerciale, in un vero e proprio ramo del diritto. Purtroppo, nessun'uomo o tecnologia è in grado di predire il futuro ma, come si è già visto nel primo capitolo, neanche Berle e Means hanno inventato o previsto la creazione del governo societario. Il loro contributo è stato sintetizzare i cambiamenti che erano già presenti nella vita societaria di quel periodo, di riconoscere il concetto. In una certa maniera anche questa ricerca è simile a quella di Berle e Means, perché studia gli elementi, i problemi, i pregi già presenti nell'ambito del governo societario e auspicando che questo elemento vitale del diritto commerciale diventi un diritto in sé. In conclusione risulta fattibile che:

Il governo societario esisteva molto prima che si identificasse con il termine, nella sua forma primaria come il problema tra principale e agente, sin dagli primi rapporti commerciali.

Il governo societario è un concetto giuridico-economico che si nota per la sua dinamica, si materializza tra fattori politici e culturali, e non smette mai di stupirci con la sua evoluzione nel tempo, espandendosi sempre di più in nuovi ambiti e forme.

Il governo societario purtroppo è stato sottovalutato, perché ha dimostrato di essere cruciale non solo per l'ambito societario, perché se funziona correttamente impedisce l'eventuale danno nell'economia globale e nell'interesse personale.

Il governo societario ancora una volta dimostra la sua importanza prendendo l'esempio delle società a partecipazione pubblica le quali, tra altro, hanno come scopo primario l'interesse pubblico e per ottenere questo obiettivo la legislazione è costretta a regolare queste entità con norme obbligatorie di governo societario.

Il governo societario essendo un fattore cruciale nel proteggere l'economia pubblica e personale, in analogia con il caso delle partecipate, si deve regolare da regole obbligatorie, almeno negli elementi che formano il suo nucleo.

Il governo societario risulta più effettivo se si regola con norme a misura (*tailor made*), cioè di un legislazione imperativa ma allo stesso tempo do essere abbastanza flessibile in modo di dare discrezione di scegliere ai dirigenti dell'entità, quali misure sono le migliori in base alla struttura, l'ambito di operazione e altri elementi caratterizzati dalla natura dell'attività svolta.

Il governo societario è un concetto internazionale che prende caratteristiche diverse da fattori diversi come quelli politici, legislativi, economici e culturali ma ponendosi di fronte all'epoca della globalizzazione dove le barriere non esistono, allora è necessario un'unificazione di un nucleo di regole base.

Basato sui fatti e gli indizi scoperti da questa ricerca, si può dire che stiamo vivendo in un'epoca dove il governo d'impresa sta guadagnando una primaria importanza. Si auspica che tra qualche decennio, la legislazione globale cambierà in tale misura in cui la legge sul governo societario sarà una disciplina autonoma, come un ramo distaccato dal diritto commerciale. E gli studenti di giurisprudenza lo studieranno negli auditori dove si insegna la scienza del diritto.

BIBLIOGRAFIA

Libri:

- “Collins English Dictionary. Ninth edition” Collins; (2007)
- “Corporate Governance in the Wake of the Financial Crisis. Selected international views.” United Nations Conference on Trade and Development, United Nations Publication (2010)
- “Corporate Governance v. 1.0.” Saylor Academy, (2012). Disponibile online su: https://saylordotorg.github.io/text_corporate-governance/index.html
- “Dizionario della lingua italiana, arricchito di tutte le giunte che si trovano negli altri dizionari. Pubblicati o in corso di stampa, e di un copioso numero di voci nuove.”, T.1-2-3, Fratelli Vignozzi, Livorno (1835). Disponibile online su:
- “Dizionario essenziale della lingua italiana”, De Agostini, Roma (2017)
- “Dizionario fondamentale della lingua italiana”, De Agostini, Roma (2017)
- “Dizionario Maxi Italiano. Dizionario della lingua italiana”, Vallardi, Milano (2018)
- “The Oxford English dictionary. Volume 4. F-G.” Clarendon Press, Oxford (1961)
- “Webster’s Third New International Dictionary and Seven Language Dictionary: Unabridged” Encyclopædia Britannica Inc., Chicago (1986)
- A 20 anni dal TUF (1998-2018): verso la disciplina della Capital Market Union? Atti del convegno Banca d’Italia – Consob Roma, Banca d’Italia, 6 novembre 2018.
- Acharya, Viral V.; Cooley, Thomas F.; Richardson, Matthew; Walter, Ingo. “Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global finance.” New York University Stern School of Business, John Wiley and Sons Inc (2011)
- Alvaro, S.; Ciccaglioni, P.; Siciliano, G. “L’autodisciplina in materia di corporate governance. Un’analisi dell’esperienza italiana.” CONSOB. Disponibile online: https://www.researchgate.net/publication/316243246_L'autodisciplina_in_materia_di_corporate_governance_Un'analisi_dell'esperienza_italiana
- Auletta, Ferruccio. “I controlli nelle società pubbliche”, Zanichelli editore, Bologna (2017)
- Azara, Antonio; Eula, Ernesto. “Novissimo Digesto Italiano. Vol. VII. Fals-Go” Tipografia Capretto, Torino (1975)
- Badellino, Oreste. “Dizionario italiano-latino.” Vincenzo Bona, Torino (1966)
- Bainbridge, Stephen M. “Corporate Governance after the Financial Crisis.” Oxford University Press, (2011)
- Barani, Azio. “Etica, governo e diritto d’impresa.” Editrice Esculapio (2011)

- Battisti, Carlo; Alessio, Giovanni. “Dizionario Etimologico Italiano. Vol. III. Fa-Me.” Gaspero Barbèra editore, Firenze (1950)
- Berle, Adolf; Means, Gardiner. “The Modern Corporation and Private Property.” New York, Macmillan, 1932.
- Cadbury, Adrian. “Corporate Governance and Chairmanship: A Personal View.” Oxford University Press (2002)
- Campbell-Verduyn, Malcolm. “Bitcoin and Beyond. Cryptocurrencies, Blockchains, and Global Governance.” Routledge (2018)
- Cardinali, Francesco. “Dizionario della lingua italiana: contenente la spiegazione de’ termini, la loro estensione, e tutto ciò che ne dichiara la natura, ne dimostra il vigore e ne diversifica l’uso; colla dilucidazione delle voci antichate per l’intelligenza de’ primi autori dell’idioma italico; arricchito dei vocaboli di scienze ed arti”, Editore Domenico Capasso, Napoli, (1852)
- Cardinali, Francesco. “Dizionario portatile della lingua italiana”, v.1, Bologna, I. Marsioli (1827). Disponibile online su: <https://babel.hathitrust.org/cgi/pt?id=hvd.hwjljic;view=image>
- Caruso, Giovanni Maria. “Il socio pubblico”, Jovene editore, Napoli (2016)
- Caterino, Daniela. “Poteri dei sindaci e governo dell’informazione nelle società quotate” Cacucci Editore (2012)
- Cheffins, Brian. “History and the Global Corporate Governance Revolution: The UK Perspective.” Social Science Research Network (2001)
- Chen, Jean Jinghan. “A Primer on Corporate Governance. China.” Business Expert Press (2015)
- Clarke, Thomas; “International Corporate Governance. A Comparative Approach.” Routledge, London (2007)
- Clarke, Thomas; Branson, Douglas. “The SAGE Handbook of Corporate Governance.” SAGE Publications Ltd (2012)
- Cortelazzo, Manlio; Zolli, Paolo. “Dizionario etimologico della lingua italiana. D-H.” Zanichelli, Bologna (1980)
- Cortelazzo, Manlio; Zolli, Paolo. “Il nuovo etimologico. DELI. Dizionario Etimologico della Lingua Italiana. Seconda edizione.” Zanichelli editore, Bologna (1999)
- Cuccu, Francesco. “L’impianto normativo dei controlli interni e le nuove regole di autodisciplina.” Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli (2012)
- D’Amelio, Mariano. “Nuovo Digesto Italiano. Vol. VI. Fin-Inten.” Unione Tipografico Editrice Torinese, Torino (1938)
- De Mauro, Tullio; Mancini, Marco. “Dizionario etimologico” Garzanti Linguistica, (2000)
- Del Giudice, Federico. “Dizionario giuridico. Enciclopedia di base del diritto.” Gruppo Editoriale Simeone, Napoli (2014)
- Devoto, Giacomo; Oli, Gian Carlo; Serianni, Luca. “Nuovo Devoto-Oli. Il vocabolario dell’italiano contemporaneo”, Le Monnier, Roma (2019)
Disponibile online su:
- Donativi, Vincenzo. “Raccolta sistematica della disciplina, commentata e annotata con la giurisprudenza”, IPSOA, Milano (2016)

- Donnelly, Shawn; Jackson, Gregory; Gamble, Andrew; Parkinson, John. “The public interest and the company in Britain and Germany: Project funded by the Anglo-German Foundation, 1998-1999.” Anglo-German Foundation for the Study of Industrial Society, London (2001)
- Fimmanò, Francesco; Catricalà, Antonio. “Le Società Pubbliche.” Tomo uno (2016)
- Fimmanò, Francesco; Catricalà, Antonio. “Le Società Pubbliche.” Tomo due (2016)
- Fohlin, Caroline. “The History of Corporate Ownership and Control in Germany.” Dal volume *Volume Title: A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers.* (2005)
- Fortunato, Sabino; Vessia, Francesca. “Le ‘nuove’ società partecipate e in house providing. Atti di convegno Bari 21-22 ottobre 2016 in ricordo di Luca Buttaro.” Giuffrè editore (2017)
- Fowler, Henry Watson; Fowler, Francis George; “The concise Oxford dictionary of current English. Fourth edition.” Clarendon Press, Oxford (1952)
- Fox, Gwyneth. “Macmillan English Dictionary for Advanced Learners” Macmillan Education, (2002)
- Garner, Bryan. “Black’s Law Dictionary. Abridged 8th edition.” West Publishing Company, Eagan (2005)
- Garner, Bryan. “Black’s Law Dictionary. Fourth pocket edition.” Thomson West, Eagan (2011)
- Garner, Bryan. “Black’s Law Dictionary: Abridged Version Abridged 8th Edition”, West Publishing Company; Eagan (2005)
- Garofoli, Roberto; Zoppini, Andrea. “Manuale delle società a partecipazione pubblica”, Nel diritto Editore, Roma (2018)
- Guizzi, Giuseppe. “La governance delle società pubbliche nel d.lgs. n.175/2016”, Giuffrè editore, Milano (2017)
- Herrigel, Gary. “Corporate Governance: History Without Historians.” The Oxford Handbook of Business History (2008)
<https://babel.hathitrust.org/cgi/pt?id=chi.085070925;view=1up;seq=7>
<https://babel.hathitrust.org/cgi/pt?id=nyp.33433000335897;view=1up;seq=9>
<https://catalog.hathitrust.org/Record/011548307>
- Huse, Morten. “Boards, Governance and Value Creation: The Human Side of Corporate Governance.” Cambridge University Press (2007)
- Ibba, Carlo. “Le Società a Partecipazione Pubblica a Tre Anni dal Testo Unico” Collana Quaderni di giurisprudenza commerciale, (2019)
- Jackson, Gregory. “Understanding Corporate Governance in the United States.” Setzkasten GmbH, Düsseldorf (2010)
- Jacoby, Sanford M. “Corporate Governance in Comparative Perspective: Prospects for Convergence.” 22 *Comp. Lab.L. & Pol’y J.* 5 (2000)

- Johnson, Samuel. “A Dictionary of the English Language. Volume 1” W. Strahan, London (1755)
- Lafarre, Anne; Van der Elst, Christoph. “Legal tech and blockchain for corporate governance and shareholders.” Capitolo 8, *Research Handbook in Data Science and Law*, Edward Elgar Publishing (2018)
- Levy, A. B. “Private Corporations and their Control.” Volume 1 (1950)
- Lewis, Charlton L. “A Latin Dictionary Founded on Andrews’ Edition of Freund’s Latin Dictionary.” Clarendon Press, Bungay (1998)
- Little, William; Fowler, Henry Watson; Coulson, Jessie; “The shorter Oxford English dictionary on historical principles. Third edition. Volume 1.” Clarendon Press, Oxford (1990)
- Lucchini, Luigi. “Il digesto italiano. Enciclopedia metodica e alfabetica di legislazione, dottrina e giurisprudenza. Volume XII. Gab-Hos.” Unione Tipografico Editrice, Torino (1990-1904)
- Manning, Paul C., “The Human Factor in Social Capital Management: The Owner-Manager Perspective.” Emerald Publishing Limited (2015)
- Margini, Giovanni. “Reggia oratoria: in cui sono tutti i verbi italiani, ed altri molti vocaboli dell’ultima crusca, con tutti i loro diversi significati.”, per Paolo Monti, Parma (1724). Disponibile online su: <https://catalog.hathitrust.org/Record/009331056>
- McGregor, Lynn. “The Human Face of Corporate Governance.” Palgrave Macmillan, (2000)
- Meo, Giorgio; Nuzzo, Antonio. “Il testo unico sulle società pubbliche. Commento al d.lgs.19 agosto 2016, n. 175”, Cacucci editore, Bari (2016)
- Morabito, Vincenzo. “Business Innovation Through Blockchain. The B³ Perspective.” Springer International Publishing AG (2017)
- Morck, Randall K. “A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to professional managers.” The University of Chicago Press (2005)
- Morck, Randall; Steier, Lloyd “The Global History of Corporate Governance An Introduction.” Dal volume Volume Title: A History of Corporate Governance around the World: Family Business Groups to Professional Managers. (2005). Disponibile su: <https://www.nber.org/chapters/c10267.pdf>
- Nocentini, Alberto. “L’etimologico - Vocabolario della lingua italiana con CD-ROM e online” Le Monnier, Roma (2010)
- OECD, “G20/OECD Principles of Corporate Governance.” OECD Publishing, Paris (2015)
- Olleros, F. Xavier; Zhegu, Majlinda. “Research Handbook on Digital Transformations.” Edward Elgar Publishing (2016)
- Onions, Charles Talbut. “The Oxford dictionary of English etymology.” Clarendon Press, Oxford (1992)
- Organisation for Economic Co-operation and Development “Boards of Directors of State-Owned Enterprises: An Overview of National Practices.” OECD Publishing (2013)

- Organisation for Economic Co-operation and Development “Corporate Governance of State-Owned Enterprises. A survey of OECD countries.” OECD Publishing (2005)
- Organisation for Economic Co-operation and Development “Corporate Governance of State-Owned Enterprises Change and Reform in OECD Countries since 2005.” OECD Publishing (2011)
- Organisation for Economic Co-operation and Development “OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises 2015 Edition.” OECD Publishing (2015)
- Organisation for Economic Co-operation and Development “Ownership and Governance of State-Owned Enterprises. A Compendium of National Practices.” OECD Publishing (2018)
- Palmieri, Germano. “Dizionario dei termini giuridici.” Rizzoli libri, Milano (1993)
- Patti, Salvatore. “Il diritto. Enciclopedia giuridica del Sole 24 Ore. Volume 7.Giu-Inp” Nuovo Istituto Italiano d’Arti Grafiche, (2007)
- Pinedo, Michael; Walter, Ingo. “Global Asset Management. Strategies, Risks, Processes, and Technologies.” Palgrave Macmillan, London (2013)
- Procter, Paul. “Cambridge International Dictionary of English”. Cambridge University Press, Cambridge (2000)
- Schultz, Paul H. “Perspectives on Dodd-Frank and finance.” The MIT Press, London (2014)
- Sciarelli, Sergio; Sciarelli, Mauro. “Il governo etico d’impresa.” Wolters Kluwer Italia (2018)
- Sergent, Antonio; Tommaseo, Niccolò. “Dizionario della lingua italiana comp. sui dizionari Tramater, d’Alberti, Manuzzi, Gherardini, Longhi, Toccagni e Bazzarini per cura di Antonio Sergent. Con copiose aggiunte cavate dal dizionario dei sinonimi della lingua italiana per Niccolò Tommaséo, e i segni della pronunzia toscana.”, Francesco Pagnoni, Milano, (1867) Disponibile online su:
- Servizio studi del Senato della Repubblica e della Camera dei Deputati. “Schede di lettura Testo Unico sulle società a partecipazione pubblica D.Lgs. 19 agosto 2016, n. 175.” (2017) Disponibile online su <https://www.senato.it/service/PDF/PDFServer/BGT/01043942.pdf>
- Simpson, John; Weiner, Edmund. “The Compact Oxford English Dictionary. Second edition. Complete Text Reproduced Micrographically.” Clarendon Press, New York (1998)
- Simpson, John; Weiner, Edmund. “The Oxford English Dictionary. Second edition. Volume VI. Follow-Haswed” Clarendon Press, New York (1989)
- Souter, Alexander. “Oxford Latin Dictionary.” Clarendon Press, Oxford (1968)
- Stein, Jess. “The Random House Dictionary of the English Language - The Unabridged Edition” Random House, New York (1966)
- Tronti, Leonello. “Capitale umano. Definizione e misurazioni.” CEDAM (2012)
- Tullio, Marco Mancini
- Werbach, Kevin. “The Blockchain and the New Architecture of Trust.” The MIT Press (2018)

- World Bank. “Corporate Governance of State-Owned Enterprises: A Toolkit.” World Bank Publications (2014)
- World Bank. “Railway reform: Toolkit for improving rail sector performance.” World Bank Publications(2017) Disponibile online su:
<http://documents.worldbank.org/curated/en/529921469672181559/Railway-reform-Toolkit-for-improving-rail-sector-performance>
- Wright, Mike; Siegel, Donald; Keasey, Kevin; Filatotchev, Igor. “The Oxford Handbook of Corporate Governance” Oxford University Press (2013)
- Zamboni, Alberto. Istituto per la Documentazione Giuridica del Consiglio Nazionale delle Ricerche. “Glossario delle consuetudini giuridiche dall’Unita d’Italia.” Volume II.E-O” Arnoldo Forni Editore, Firenze (1984)

Articoli scientifici:

- “Corporate Governance and the Financial Crisis. Conclusions and emerging good practices to enhance implementation of the Principles.” OECD (2010) Disponibile online su:
<https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/44679170.pdf>
- “Corporate Governance and the Financial Crisis. Key findings and main messages.” OECD (2009) Disponibile online su:
- Aebi, Vincent; Sabato, Gabriele; Schmid, Markus. “Risk management, corporate governance, and bank performance in the financial crisis.” *Journal of Banking & Finance* 36 (2012):3213–3226
- Aguilera, Ruth; Jackson, Gregory. “Comparative and International Corporate Governance” *The Academy of Management Annals*, 4:1, 485-556, Disponibile online su: DOI: 10.1080/19416520.2010.495525
- Akgiray, Vedat. “Blockchain Technology and Corporate Governance. Technology, Markets, Regulation and Corporate Governance.” Report of the background for the Corporate Governance Committee’s roundtable discussion on blockchain technologies and possible implications for effective use and implementation of the G20/OECD Principles of Corporate Governance on 10 April 2018. A subsequent presentation of the report was given at the OECD Workshop on Digital Financial Assets on the 16 May 2018. Disponibile online su:
[http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=DAF/CA/CG/RD\(2018\)1/REV1&docLanguage=En](http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=DAF/CA/CG/RD(2018)1/REV1&docLanguage=En)
- Allen, Franklin; Carletti, Elena. “An Overview of the Crisis: Causes, Consequences and Solutions.” *Special Issue: Financial crises and global market integration: Part I, Volume10, Issue1* (2010):1-26

- Anascavage, Robert; Davis, Nathan. “Blockchain Technology: A Literature Review.” (2018). Disponibile online su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3173406> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3173406>
- Anginer, Deniz; Demirguc-Kunt, Asli; Huizinga, Harry; Ma, Kebin. “Corporate governance of banks and financial stability.” *Journal of Financial Economics* 130 (2018):327–346
- Arruñada, Benito; Garicano, Luis. “Blockchain: The Birth of Decentralized Governance Pompeu Fabra University, Economics and Business Working Paper Series, 1608, (2018) Disponibile online su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3160070> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3160070>
- Arsalidou, Demetra. “Corporate Governance in the Aftermath of the Global Financial Crisis: Issues and Action.” *Business Law Review*, Vol 38, Issue 2 (2017):42-54
- Baker, C. Richard; Quéré, Bertrand P. “The role of the state in corporate governance.” *Accounting History*, Volume 19, Issue 3, (2014):291–307. Disponibile anche su <https://doi.org/10.1177/1032373214533175>
- Barry, Michael J.; Kairis, John C. “Shareholder Rights and Corporate Governance in the Dodd-Frank Act.” Grant & Eisenhofer P.A. (2011) Disponibile online su: <https://www.gelaw.com/wp-content/uploads/2015/02/Shareholder-Rights-Dodd-Frank.pdf>
- Belfellah, Younes; Bourkha, Bilal. “The State-owned enterprise governance: Literature review and State roles propositions.” XXV Conférence Internationale de Management Stratégique (2016) Disponibile online su <https://www.strategie-aims.com/events/conferences/27-xxveme-conference-de-l-aims/communications/4483-the-state-owned-enterprise-governance-literature-review-and-state-roles-propositions/download>
- Berle, Adolf A.; Means, Gardiner C. “Corporations and the Public Investor.” *The American Economic Review*, Vol. 20, No. 1, American Economic Association (1930):54-71
- Bernier, Luc. “Corporate Governance of State-owned Enterprises,” in L. Côté and J.-F. Savard (eds.), *Encyclopedic Dictionary of Public Administration*, (2012) Disponibile online su www.dictionnaire.enap.ca
- Bhagat, Sanjai, Shleifer, Andrei; Vishny, Robert W. “Hostile Takeovers in the 1980s: The Return to Corporate Specialization.” *Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics* (1990)
- Biais, Bruno; Bisière, Christophe; Bouvard, Matthieu; Casamatta, Catherine. “The Blockchain Folk Theorem.” *The Review of Financial Studies*, Volume 32, Issue 5, (2019):1662–1715. Disponibile online su <https://doi.org/10.1093/rfs/hhy095>
- Blemus, Stéphane; Guegan, Dominique. “Initial Crypto-asset Offerings (ICOs), tokenization and corporate governance.” *Documents de Travail du Centre d’Economie de la Sorbonne, CES Working Papers* (2019). Disponibile online su <https://arxiv.org/ftp/arxiv/papers/1905/1905.03340.pdf>
- Branston, J. Robert; Cowling, Keith; Sugden, Roger; “Corporate Governance And The Public Interest” (2002). Disponibile online:

- Caterino, Daniela “Autodisciplina societaria e doveri del collegio sindacale nella legge sul risparmio” in Banca Borsa Titoli di Credito: rivista di dottrina e giurisprudenza, Vol. 61, N° 4, (2008):473-500
- Caterino, Daniela. “La funzione del collegio sindacale delle società quotate, tra “prevenzione” e “allerta” della crisi d’impresa.”Disponibile online:
- Chambers, Clare. “Another Day Another Culprit: Corporate Governance – Is it to Blame for the Banking Crisis?” Business Law Review (2009):264-269
- Chang, Yanhao; Benson, Karen; Faff, Robert. “Are excess cash holdings more valuable to firms in times of crisis? Financial constraints and governance matters.” Pacific-Basin Finance Journal 45, (2017):157–173
- Cheffins, Brian R. “The Rise of Corporate Governance in the UK: When and Why” Law Working Paper N° 293/2015, ECGI (2015)
- Cheffins, Brian. “The History of Modern U.S. Corporate Governance-Introduction.” University of Cambridge, Faculty of Law, Legal Studies Research Paper Series, Paper No. 29 (2012)
- Cheffins, Brian. “The Rise of Corporate Governance in the UK: When and Why.” Current Legal Problems, Volume 68, Issue 1, (2015)
- Chen, Christopher. “Solving the Puzzle of Corporate Governance of State-Owned Enterprises: The Path of the Temasek Model in Singapore and Lessons for China.” 36 Nw. J. Int’l L. & Bus. 303 (2016) Disponibile online su <http://scholarlycommons.law.northwestern.edu/njilb/vol36/iss2/2>
- Chen, Jean J. “Corporatisation of China’s state-owned enterprises and corporate governance.” Corporate Ownership & Control, 1(2), (2003):82-93 <http://doi.org/10.22495/cocv1i2p7>
- Clark, Robert Charles. “Corporate Governance Changes in the Wake of the Sarbanes-Oxley Act: A Morality Tale for Policymakers Too.” Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 525. (2005) Disponibile anche su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=808244> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.808244>
- Corrado, Diego; Dossi, Andrea. “Un testo unico per la corporate governance.” Disponibile online: <https://www.lavoce.info/archives/23967/un-testo-unico-per-la-corporate-governance/>
- Cowling, Keith; Sugden, Roger; Branston, J.; Cowling, Prof; Rimai, Monica; Samuels, John; Tomlinson, Philip; Valania, Marcela. “Corporate Governance And The Public Interest.” (2002). Disponibile online: https://www.researchgate.net/publication/2548450_Corporate_Governance_And_The_Public_Interest/citation/download
- Daiser, Peter; Ysa, Tamyko; Schmitt, Daniel. “Corporate governance of state-owned enterprises: a systematic analysis of empirical literature.” The International Journal of Public Sector Management; Bradford Vol. 30, Iss. 5, (2017): 447-466.
- de Jongh, J. Matthijs. “Shareholder Activism at the Dutch East India Company 1622 – 1625.” Paper presented at the Conference on the Origins & History of Shareholder

Advocacy, Yale, School of Management, Millstein Center for Corporate Governance and Performance (2009)

- Denozza, Francesco. “Quale quadro per lo sviluppo della corporate governance?” Disponibile online: <http://www.rivistaodc.eu/quale-quadro-per-lo-sviluppo-della-corporate-governance>
Disponibile online su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2977522> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2977522>
- Disponibile su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2393978> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2393978>
- Dittmar, Amy; Mahrt-Smith, Jan; Servaes, Henri. “International Corporate Governance and Corporate Cash Holdings” *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, No. 1, (2003):111-133
- El Mahdy, Dina F. “Corporate Governance and the Financial Crisis: What Have We Missed?” *Journal of Accounting & Finance*, Forthcoming. (2019) Disponibile online su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3365354>
- Elefanti, Marco; Cerrato, Daniele. “La governance delle imprese pubbliche locali” in Mele, R., Mussari, R. “L’innovazione della governance e delle strategie nei settori delle Public Utilities” *Il Mulino*, Bologna (2009): 213- 224
- Elhauge, Einer. "Sacrificing Corporate Profits in the Public Interest" *New York University Law Review* 80, no. 3 (June 2005): 733-86
- Enriques, Luca “La corporate governance delle società quotate italiane: sfide e Opportunità.” Intervento del professore, Dipartimento di Economia dell’Università di Trento, (2011)
- Erkens, David H.; Hung, Mingyi; Matos, Pedro. “Corporate governance in the 2007–2008 financial crisis: Evidence from financial institutions worldwide.” *Journal of Corporate Finance* 18, (2012):389–411
- Esposito De Falco, Salvatore; Cucari, Nicola; Canuti, Emanuele, Modena, Stefano “Corporate governance and blockchain: Some preliminary results by a survey.” *Proceedings of the International Conference “Corporate Governance: Search for the Advanced Practices”* Rome, Italy, (2019):102-115
- Fenwick, Mark; McCahery, Joseph A.; Vermeulen, Erik P. M. “The End of ‘Corporate’ Governance: Hello ‘Platform’ Governance.” *European Business Organization Law Review*, Volume 20, Issue 1, (2019):171–199
- Fenwick, Mark; Vermeulen, Erik P.M. “Technology and Corporate Governance: Blockchain, Crypto, and Artificial Intelligence.” *Lex Research Topics in Corporate Law & Economics Working Paper No. 2018-7*; *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 424/2018*. (2018). Disponibile online su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3263222> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3263222>
- Fleischer, Holger. “Financial Crisis and Directors’ Liability on Trial: The Case of the Dusseldorf IKB Bank.” *European Company Law*, Volume 12, Issue 2 (2015):69-78

- Gargano, Giacomo; Talamo, Giuseppina. “Government, governance e corporate governance: un’analisi economico-giuridica sulla situazione italiana.” in *KorEuropa* 13, (2019):20-40
- Gelderblom, Oscar; de Jong, Abe; Jonker, Joost. “The Formative Years of the Modern Corporation: The Dutch East India Company VOC, 1602-1623.” CGEH Working Paper Series, Working paper no. 36, Universiteit Utrecht (2012)
- Gliniecki, Bartłomiej. Zaleska-Korziuk, Kaja. “Report on Corporate Governance in State-Owned Enterprises – The Polish Perspective.” *Pro Publico Bono - Public Administration*, 2017/Special Edition 1, (2017):98-115. SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3060840>
- Gonenc, Halit; Karaibrahimoglu, Yasemin. “Towards a Mandatory Corporate Governance Regime: Empirical Evidence from Turkey.” *Ethics and Sustainability in Accounting and Finance*, Volume I, (2019). Disponibile online su: https://doi.org/10.1007/978-981-13-3203-6_9
- Grove, Hugh; Clouse, Maclyn “Corporate governance for trillion-dollar opportunities.” *Corporate Board: role, duties and composition*, 13(3), (2017):19-27. Disponibile online su: <http://doi.org/10.22495/cbv13i3art2>
- Grove, Hugh; Victoravich, Lisa. “Corporate governance implications from the 2008 financial crisis.” *Journal of Governance and Regulation*, Volume 1, Issue 1, (2012):68-80
- Guptaa, Kartick; Krishnamurtib, Chandrasekhar; Tourani-Rada, Alireza. “Is corporate governance relevant during the financial crisis?” *Journal of International Financial*
- Gürünlü, Meltem. “Blockchain as a disruptive technology reshaping corporate governance and finance.” *Global Challenges in Development, Finance and Education*, *Global Studies Series Vol.5*, IJOPEC Publication (2019):115-124
- Haber, Stuart; Stornetta, Scott. “How to time-stamp a digital document.” *Journal of Cryptology*, Volume 3, Issue 2, (1991):99-111. Disponibile online su: <https://doi.org/10.1007/BF00196791>
- Heo, Kyoungsun. “Effects of Corporate Governance on the Performance of State-Owned Enterprises.” *World Bank Policy Research Working Paper No. 8555*. (2018) Disponibile anche su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3238399>
- Hilt, Eric. “History of american corporate governance: law, institutions, and politics” *NBER Working Paper No. 20356* (2014)
- Hilt, Eric. “History of american corporate governance: Law, institutions, and politics.” *NBER Working Paper No. 20356* (2014) Disponibile online su: <https://www.nber.org/papers/w20356.pdf>
- Hilt, Eric. “When did Ownership Separate from Control? Corporate Governance in the Early Nineteenth Century.” *The Journal of Economic History*, Vol. 68, No. 3 (2008) <http://www.orizzontideldirittocommerciale.it/media/10726/caterino.pdf> <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/43056196.pdf> https://www.researchgate.net/publication/2548450_Corporate_Governance_And_The_Public_Interest

<https://www.unisalento.it/documents/20152/653902/Corporate+Governance+-+seminario+dott.+Russo.pdf/466c4298-29b5-cb1f-0478-102e6ff61182?version=1.0&download=true>

- Jayasuriya, Dulani; Sims, Alexandra, “Genisys or Skynet? An Empirical and Theoretical View of Blockchain Enabled Corporate Governance and Accounting.” (2019). Disponibile online su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3337347> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3337347>
- Jensen, Michael. “Corporate Control and the Politics of Finance.” *Journal of Applied Corporate Finance* (1991):13-33.
- Jensen, Michael. “Takeovers: Their Causes and Consequences.” *Journal of Economic Perspectives* 2 (1988):21-48.
- Jensen, Michael. “The Eclipse of the Public Corporation.” *Harvard Business Review* No. 5 (1989):61-74.
- Jürgens, Ulrich; Rupp, Joachim “The German System of Corporate Governance. Characteristics and Changes.” WZB Discussion Paper, No. FS II 02-203, Wissenschaftszentrum Berlin für Sozialforschung (WZB), Berlin (2002)
- Kaal, Wulf A. “Blockchain Solutions for Agency Problems in Corporate Governance.” *Economic Information to Facilitate Decision Making*, Edited Book, Editor- Kashi R. Balachandran, World Scientific Publishers (2019). Disponibile online su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3373393> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3373393>
- Kakavand, Hossein; Kost De Sevres, Nicolette; Chilton, Bart. “The Blockchain Revolution: An Analysis of Regulation and Technology Related to Distributed Ledger Technologies.” (2017). Disponibile online su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2849251> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2849251>
- Kaplan, Steven N. “The Evolution of U.S. Corporate Governance: We Are All Henry Kravis Now.” *The Journal of Private Equity*, Vol. 1, No. 1 (1997)
- Kirkpatrick, Grant. “The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis.” *Financial Market Trends*, OECD (2008) Disponibile online su: <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/42229620.pdf>
- Kong, Gaowen; Kong, Dongmin. “Corporate governance, human capital, and productivity: evidence from Chinese non-listed firms.” *Applied Economics Journal*, Volume 49, Issue 27. (2017):2655-2668.
- Koppell, Jonathon. “Origins of Shareholder Advocacy.” Palgrave Macmillan (2010)
- La Corporate Governance, la riforma del Diritto Societario e gli organismi di controllo interno. Disponibile online:
- Lafarre, Anne; Van der Elst, Christoph. “Blockchain Technology for Corporate Governance and Shareholder Activism.” *European Corporate Governance Institute; Law Working Paper No. 390/2018; Tilburg Law School Research Paper No. 2018-7.* (2018). Disponibile online su: <https://ssrn.com/abstract=3135209> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3135209>
- Lafarre, Anne; Van der Elst, Christoph. “Blockchain Technology for Corporate Governance and Shareholder Activism.” *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law*

Working Paper No. 390/2018; Tilburg Law School Research Paper No. 2018-7, (2018).
Disponibile online su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3135209> o
<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3135209>

- Lehuede, Hector J.; Kirkpatrick, Grant; Teichmann, Dorothee. “Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis.” (2012)
- Leonhard, Robert. “Corporate Governance on Ethereum’s Blockchain.” (2017).
- Lin, Yu-Hsin; Chang, Yun-chien. “Do State-Owned Enterprises Have Worse Corporate Governance? An Empirical Study of Corporate Practices in China.” Presentato al Workshop at the Center for the Study of Contemporary China at U Penn; Faculty Workshop at Institutum Iurisprudentiae, Academia Sinica; and Finance, Investment, and Law Forum at Peking University School of Law; Symposium on How Big Data Changes the Law held at the Hong Kong Polytechnic University; Law and Economics Workshop at Hong Kong University Faculty of Law. Disponibile online su <https://events.barcelonagse.eu/live/files/2179-changpdf>
- Lo, Andrew W. “Hedge Funds, Systemic Risk, and the Financial Crisis of 2007-2008: Written Testimony for the House Oversight Committee Hearing on Hedge Funds.” (2008) Disponibile su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1301217> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1301217>
- Loomis Jr., Philip A.; Rubman, Beverly K. “Corporate Governance in Historical Perspective.” Hofstra Law Review, Volume 8, Issue 1 (1979)
- Mandziuk, Steven N. Book Review of Vasudev, P.M.; Watson, Susan. “Corporate governance after the financial crisis.” Alberta Law Review, Volume 50, Number 4, (2013):893-899
- Markets, Institutions & Money 23 (2013):85– 110
- Mazzini, Francesco. “Il Codice italiano di autodisciplina delle società quotate: prime osservazioni.” in Studi e note di economia, Fascicolo 3, (2001):7-35
- McCraw, Thomas K. “Reviewed of The Modern Corporation and Private Property by Adolf A. Berle, Jr., Gardiner C. Means”, Reviews in American History, Vol. 18, No. 4, The Johns Hopkins University Press (1990):578-596
- Meunier, Sebastien. “Blockchain 101: What is Blockchain and How Does This Revolutionary Technology Work?” Transforming Climate Finance and Green Investment with Blockchains. Academic Press (2018):23-34
- Mitchell, Lawrence E. “The Sarbanes-Oxley Act and the Reinvention of Corporate Governance.” Villanova Law Review, Volume 48, Issue 4 (2003):1189-1216
- Mitchell; Lawrence E. “Private Law, Public Interest: The ALI Principles of Corporate Governance”, 61 The George Washington Law Review (1993): 871-897
- Morck, Randall K.; Steier, Lloyd. “The Global History of Corporate Governance: An Introduction”
- Morck, Randall, Shleifer, Andrei; Vishny, Robert W. “Characteristics of Targets of Hostile and Friendly Takeovers.” Corporate Takeovers: Causes and Consequences, edited by Alan J Auerbach, University of Chicago Press, Chicago (1988):101-136.

- Morck, Randall, Shleifer, Andrei; Vishny, Robert W. “Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions?” *Journal of Finance* (1990)
- Morck, Randall, Shleifer, Andrei; Vishny, Robert W. “Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis.” *Journal of Financial Economics* (1988)
- Morck, Randall; Yeung, Bernard. “Never waste a good crisis: An historical perspective on comparative corporate governance.” Working Paper 15042 (2009)
- Mülbert, Peter O. “Corporate Governance of Banks after the Financial Crisis- Theory, Evidence, Reforms.” Law Working Paper, Working Paper N°.151/2010, ECGI (2010)
- Mülbert, Peter O. “Corporate Governance of Banks after the Financial Crisis - Theory, Evidence, Reforms.” ECGI, Law Working Paper No. 130/2009. Disponibile su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1448118> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1448118>
- Nawaz, Tasawar. “Exploring the Nexus Between Human Capital, Corporate Governance and Performance: Evidence from Islamic Banks.” *Journal of Business Ethics*, Volume 157, Issue 2, (2019):567-587.
- Nourayi, Mahmoud M.; Kalbers, Lawrence; Daroca, Frank P. “The Impact Of Corporate Governance And The Sarbanes-Oxley Act On CEO Compensation.” *Journal of Applied Business Research* 28, 3, (2012):463-480
- O’dwyer, Aidan. “Corporate Governance after the financial crisis: The role of shareholders in monitoring the activities of the board.” *Aberdeen Student Law Review* 5, (2014):112-133
- Organisation for Economic Co-operation and Development “Corporate Governance, State-Owned Enterprises and Privatisation.” Proceedings della conferenza di Parigi, Marzo 1997, OECD Publishing (1998)
- Organisation for Economic Co-operation and Development, “Methodology for Assessing the Implementation of the G20/OECD Principles of Corporate Governance”. OECD Publishing, Paris. (2017) Disponibile online su: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264269965-en>
- Organisation for Economic Co-operation and Development, “OECD Corporate Governance Factbook 2019”, OECD Publishing (2019) Disponibile online su: www.oecd.org/corporate/corporate-governance-factbook.htm
- Patrick, Hugh. “Evolving Corporate Governance in Japan”, Working Paper No. 220, Working Paper Series Center on Japanese Economy and Business, Columbia Business School (2004). Disponibile online su: <https://core.ac.uk/download/pdf/161436199.pdf>
- Peni, Emilia; Vähämaa, Sami. “Did Good Corporate Governance Improve Bank Performance during the Financial Crisis?” *Journal of Financial Service Research* 41 (2012):19–35
- Piccione, Federico. “Gli assetti di corporate governance alla luce del Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza.” Disponibile online: https://www.diritto24.ilsole24ore.com/art/dirittoCivile/2020-02-21/gli-assetti-corporate-governance-luce-codice-crisi-d-impresa-e-insolvenza-142633.php?refresh_ce=1

- Price, Nicholas J. “What Is the History of Corporate Governance and How Has It Changed?” Pubblicato online su Diligent Insights (2018) Disponibile online su: <https://insights.diligent.com/corporate-governance/what-is-the-history-of-corporate-governance-and-how-has-it-changed/>
- Reavis, Cate. “The Global Financial Crisis of 2008: The Role of Greed, Fear, and Oligarchs.” Disponibile online su: <https://mitsloan.mit.edu/LearningEdge/Leadership/Crisis-2008-2009/Pages/The-Global-Financial-Crisis-of-2008.aspx>
- Rennock Michael J.W; Cohn, Alan; Butcher, Jared R. “Blockchain technology and regulatory investigations.” *Practical Law The Journal*, Thomson Reuters (2018):35-44
- Seth, Vijay K. “The East India Company—A Case Study in Corporate Governance.” *Global Business Review* (2012):221–238
- Shleifer, Andrei; Summers, Lawrence H. “Breach of Trust in Hostile Takeovers.” *Corporate Takeovers: Causes and Consequences.*, edited by Alan J Auerbach, University of Chicago Press, Chicago (1988): 33-56.
- Shleifer, Andrei; Vishny, Robert W. “A Survey of Corporate Governance.” *The Journal of Finance*, 52
- Shleifer, Andrei; Vishny, Robert W. “Equilibrium Short Horizons of Investors and Firms.” *American Economic Review Papers and Proceedings* (1990)
- Shleifer, Andrei; Vishny, Robert W. “Large Shareholders and Corporate Control.” *Journal of Political Economy* 34 (1986): 461-488.
- Shleifer, Andrei; Vishny, Robert W. “Managerial Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments.” *Journal of Financial Economics* (1989)
- Shleifer, Andrei; Vishny, Robert W. “The Takeover Wave of the 1980s.” *Journal of Applied Corporate Finance*, (1990)
- Stout, Lynn; Gramitto, Sergio. “Corporate Governance as Privately-Ordered Public Policy: A Proposal.” in *Orizzonti del diritto commerciale* N. 1 (2018)
- Subramanian, Guhan. "Corporate Governance 2.0." *Harvard Business Review* 93, No. 3 (2015)
- Switzer, Lorne N.; Tu, Qiao; Wang, Jun. “Corporate governance and default risk in financial firms over the post-financial crisis period: International evidence.” *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money* 52, (2018):196–210
- Tarraf, Hussein. “The role of corporate governance in the events leading up to the global financial crisis: Analysis of aggressive risk-taking.” *Gobal Journal of Business Research*, Volume 5, Number 4 (2011):93-105
- Van der Elst, Christoph. “The Risks of Corporate Legal Principles of Risk Management.” *European Corporate Governance Institute (ECGI) Law Working Paper N°.160* (2010). Disponibile online su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1623526>
- Van der Elst, Christoph; van Daelen, Marijn. “Risk Management in European and American Corporate Law.” *European Corporate Governance Institute (ECGI) Law Working Paper N°.122* (2009). Disponibile online su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1399647>

- Wells, Harwell. “The Birth of Corporate Governance.” *Seattle University Law Review*, Volume 33, Issue 4 (2010)
- Wells, Harwell. “The Birth of Corporate Governance” *Seattle University Law Review*, Volume 33, Issue 4 (2010)
- Wong, Simon C. Y. “Improving Corporate Governance in Soes: An Integrated Approach.” *Corporate Governance International*, Vol. 7, No. 2, June (2004) Disponibile anche su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=897121>
- Yaacob, Hisham; Basiuni, Jefri. “Corporate governance model of a state-owned enterprise: evidence from an asian emerging market.” *WEI International Academic Conference Proceedings* January 14-16, Antalya, Turkey (2013)
- Yao, Yuzuo. “Historical Dynamics of the Development of the Corporate Governance in Japan.” *Journal of Politics and Law* Vol. 2, No. 4. (2009)
- Yermack; David. “Corporate Governance and Blockchains.” *Review of Finance*, Volume 21, Issue 1, (2017):7–31. Disponibile online su: <https://doi.org/10.1093/rof/rfw074>
- Ysa, Tamyko; Giné, Mireia; Esteve, Marc; Sierra, Vicenta. “Public corporate governance of state-owned enterprises: evidence from the Spanish banking industry.” *Public Money & Management*, 32:4, 265-272, (2012) Disponibile online su DOI: 10.1080/09540962.2012.691305
- Zadkovic, John; “Mandatory Requirements, Voluntary Rules and ‘Please Explain’: A Corporate Governance Quagmire”, *Deakin Law Review*, Vol 12, No 2, (2007). Disponibile online su: <https://doi.org/10.21153/dlr2007vol12no2art217>

Legislazione italiana:

- “Regolamento emittenti. Adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999” Commissione Nazionale per le Società e la Borsa. (2019)
- Codice Civile Italiano.
- Decreto 24 dicembre 2013, n. 166 “Regolamento relativo ai compensi per gli amministratori con deleghe delle società controllate dal Ministero dell’economia e delle finanze, ai sensi dell’ex articolo 23-bis del decreto-legge 6 dicembre 2011, n. 201, convertito, con modificazioni, dalla legge 22 dicembre 2011, n. 214.” (GU n.63 del 17-3-2014)
- Decreto 24 dicembre 2013, n. 166. “Regolamento relativo ai compensi per gli amministratori con deleghe delle società controllate dal Ministero dell’economia e delle finanze, ai sensi dell’ex articolo 23-bis del decreto-legge 6 dicembre 2011, n. 201, convertito, con modificazioni, dalla legge 22 dicembre 2011, n. 214.” (GU Serie Generale n.63 del 17-03-2014)

- Decreto 30 marzo 2000, n. 162 “Regolamento recante norme per la fissazione dei requisiti di professionalità e onorabilità dei membri del collegio sindacale delle società quotate da emanare in base all’articolo 148 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.” (GU n.141 del 19-6-2000)
- Decreto Legge 16 maggio 1994, n. 293. “Disciplina della proroga degli organi amministrativi.” (GU n.114 del 18-05-1994) Decreto convertito, con modificazioni, in legge 15 luglio 1994, n. 444 (GU n.165 del 16-07-1994)
- Decreto legge 6 luglio 2011, n.98 “Disposizioni urgenti per la stabilizzazione finanziaria.” (GU Serie Generale n.155 del 06-07-2011)
- Decreto Legge 6 luglio 2012, n. 95 “Disposizioni urgenti per la revisione della spesa pubblica con invarianza dei servizi ai cittadini.” (GU Serie Generale n.156 del 06-07-2012 - Suppl. Ordinario n. 141) Decreto-Legge convertito con modificazioni dalla L. 7 agosto 2012, n. 135 (G.U. 14/8/2012, n. 189)
- Decreto legislativo 11 novembre 2003, n.333. “Attuazione della direttiva 2000/52/CE, che modifica la direttiva 80/723/CEE relativa alla trasparenza delle relazioni finanziarie tra gli Stati membri e le loro imprese pubbliche, nonché alla trasparenza finanziaria all’interno di talune imprese.” (GU n.276 del 27-11-2003)
- Decreto legislativo 14 marzo 2013, n. 33. “Riordino della disciplina riguardante il diritto di accesso civico e gli obblighi di pubblicità, trasparenza e diffusione di informazioni da parte delle pubbliche amministrazioni.” (G.U. n. 80 del 5 aprile 2013)
- Decreto Legislativo 17 gennaio 2003, n. 6 "Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366" (GU n.17 del 22-01-2003 - Supplemento Ordinario n. 8)
- Decreto Legislativo 18 agosto 2000, n. 267. “Testo unico delle leggi sull’ordinamento degli enti locali a norma dell’articolo 31 della legge 3 agosto 508, n. 265.” (G.U. n. 227 del 28 settembre 2000, s.o.n. 162/L)
- Decreto legislativo 18 aprile 2016, n. 50. “Codice dei contratti pubblici.” (G.U. n. 91 del 19 aprile 2016)
- Decreto Legislativo 19 agosto 2016, n. 175. Testo unico in materia di società a partecipazione pubblica.
- Decreto legislativo 23 giugno 2011, n.118 “Disposizioni in materia di armonizzazione dei sistemi contabili e degli schemi di bilancio delle Regioni, degli enti locali e dei loro organismi, a norma degli articoli 1 e 2 della legge 5 maggio 2009, n. 42.” (GU n.172 del 26-07-2011)
- Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 “Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52.” (GU n.71 del 26-3-1998 - Suppl. Ordinario n.52)
- Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 “Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52.” (GU Serie Generale n.71 del 26-03-1998 - Suppl. Ordinario n. 52)

- Decreto legislativo 27 luglio 1999, n. 297 “Riordino della disciplina e snellimento delle procedure per il sostegno della ricerca scientifica e tecnologica, per la diffusione delle tecnologie, per la mobilità dei ricercatori.” (GU n.201 del 27-08-1999)
- Decreto Legislativo 28 agosto 1997, n. 281. “Definizione ed ampliamento delle attribuzioni della Conferenza permanente per i rapporti tra lo Stato, le regioni e le province autonome di Trento e Bolzano ed unificazione, per le materie ed i compiti di interesse comune delle regioni, delle province e dei comuni, con la Conferenza Stato - città ed autonomie locali” (G.U. n. 217 del 17 settembre 1997)
- Decreto Legislativo 29 dicembre 2006, n. 303 “Coordinamento con la legge 28 dicembre 2005, n. 262, del testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (T.U.B.) e del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (T.U.F.)”. (GU n.7 del 10-1-2007 - Suppl. Ordinario n.5)
- Decreto legislativo 30 marzo 2001, n.165 “Norme generali sull’ordinamento del lavoro alle dipendenze delle amministrazioni pubbliche.” (GU n.106 del 09-05-2001 - Suppl. Ordinario n. 112)
- Decreto Legislativo 8 aprile 2013, n.39 “Disposizioni in materia di inconfiribilità e incompatibilità di incarichi presso le pubbliche amministrazioni e presso gli enti privati in controllo pubblico, a norma dell’articolo 1, commi 49 e 50, della legge 6 novembre 2012, n. 190. (GU Serie Generale n.92 del 19-04-2013)
- Decreto-Legge 15 marzo 2012, n.21 “Norme in materia di poteri speciali sugli assetti societari nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, nonché per le attività di rilevanza strategica nei settori dell’energia, dei trasporti e delle comunicazioni. (GU Serie Generale n.63 del 15-03-2012). Decreto-Legge convertito con modificazioni dalla L. 11 maggio 2012, n. 56 (in G.U. 14/05/2012, n. 111).
- Decreto-Legge 6 dicembre 2011, n. 201 “Disposizioni urgenti per la crescita, l’equità e il consolidamento dei conti pubblici.” (GU n.284 del 6-12-2011 - Suppl. Ordinario n.251)
- Deliberazione del Comitato Interministeriale per la Programmazione Economica 21 Marzo 1997.
- Legge 10 ottobre 1990, n. 287 “Norme per la tutela della concorrenza e del mercato.” Gazzetta Ufficiale n. 240 del 13 ottobre 1990.
- Legge 12 luglio 2011, n.120 “Modifiche al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, concernenti la parità di accesso agli organi di amministrazione e di controllo delle società quotate in mercati regolamentati.” (GU Serie Generale n.174 del 28-07-2011)
- Legge 14 settembre 2011, n. 148. “Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 13 agosto 2011, n. 138, recante ulteriori misure urgenti per la stabilizzazione finanziaria e per lo sviluppo. Delega al Governo per la riorganizzazione della distribuzione sul territorio degli uffici giudiziari.” (G.U. n. 216 del 16 settembre 2011)
- Legge 18 giugno 2009, n. 69. “Disposizioni per lo sviluppo economico, la semplificazione, la competitività nonché in materia di processo civile.” (G.U. n. 140 del 19 giugno 2009)

- Legge 22 dicembre 2011, n. 214. “Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 6 dicembre 2011, n. 201: Disposizioni urgenti per la crescita, l’equità e il consolidamento dei conti pubblici.” (G.U. n. 300 del 27 dicembre 2011)
- Legge 23 agosto 2004, n. 239. “Riordino del settore energetico, nonché delega al Governo per il riassetto delle disposizioni vigenti in materia di energia.” (G.U. n. 215 del 13 settembre 2004)
- Legge 23 giugno 2014, n. 89. “Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 24 aprile 2014, n. 66, recante misure urgenti per la competitività e la giustizia sociale. Deleghe al Governo per il completamento della revisione della struttura del bilancio dello Stato, per il riordino della disciplina per la gestione del bilancio e il potenziamento della funzione del bilancio di cassa, nonché per l’adozione di un testo unico in materia di contabilità di Stato e di tesoreria.” (G.U. 23 giugno 2014, n. 143)
- Legge 24 dicembre 2007, n. 244. “Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato.” (G.U. n. 300 del 28 dicembre 2007)
- Legge 24 novembre 2003, n. 326. Conversione in legge del decreto-legge 30 settembre 2003, n. 269. “Disposizioni urgenti per favorire lo sviluppo e per la correzione dell’andamento dei conti pubblici.” (G.U. n. 274 del 25 novembre 2003)
- Legge 27 dicembre 2006, n. 296. “Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato.” (G.U. n. 299 del 27 dicembre 2006, s.o.n. 244)
- Legge 27 dicembre 2013, n. 147. “Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato.” (G.U. n. 302 del 27 dicembre 2013)
- Legge 28 dicembre 2005, n. 262 “Disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari.” (GU n.301 del 28-12-2005 - Suppl. Ordinario n.208)
- Legge 28 dicembre 2015, n. 208. “Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato.” (G.U. 30 dicembre 2015, n. 302)
- Legge 28 dicembre 2015, n.208 “Disposizioni per la formazione del bilancio annuale e pluriennale dello Stato (legge di stabilità 2016).” (GU n.302 del 30-12-2015 - Suppl. Ordinario n. 70)
- Legge 30 dicembre 2010, n. 240 “Norme in materia di organizzazione delle università, di personale accademico e reclutamento, nonché delega al Governo per incentivare la qualità e l’efficienza del sistema universitario.” (GU n.10 del 14-01-2011 - Suppl. Ordinario n. 11)
- Legge 30 luglio 2010, n. 122. “Conversione in legge, con modificazioni, del decreto-legge 31 maggio 2010, n. 78, recante misure urgenti in materia di stabilizzazione finanziaria e di competitività economica.” (G.U. del 30 luglio 2010, n. 176)
- Legge 30 ottobre 2013, n. 125. Conversione, con modificazioni, del decreto-legge 31 agosto 2013, n. 101. “Disposizioni urgenti per il perseguimento di obiettivi di razionalizzazione nelle pubbliche amministrazioni.” (G.U. 30 ottobre 2013, n. 255)
- Legge 4 agosto 2006, n. 248. “Conversione del decreto-legge 4 luglio 2006, n. 223. “Disposizioni urgenti per il rilancio economico e sociale, per il contenimento e la razionalizzazione della spesa pubblica, nonché interventi in materia di entrate e di contrasto all’evasione fiscale.” (G.U. 11 agosto 2006, n. 186, s.o.n. 183)

- Legge 5 marzo 2001, n. 57 “Disposizioni in materia di apertura e regolazione dei mercati.” Gazzetta Ufficiale n. 66 del 20 marzo 2001.
- Legge 6 agosto 2008, n. 133. “Conversione del decreto-legge 25 giugno 2008, n. 112 – “Disposizioni urgenti per lo sviluppo economico, la semplificazione, la competitività, la stabilizzazione della finanza pubblica e la perequazione Tributaria.” (G.U. n. 195 del 21 agosto 2008)
- Legge 7 agosto 2015, n.124. “Deleghe al Governo in materia di riorganizzazione delle amministrazioni pubbliche.” (GU n.187 del 13-8-2015)
- Testo aggiornato del Decreto legislativo 30 dicembre 1992, n.502 “Testo aggiornato del decreto legislativo 30 dicembre 1992, n. 502, recante: ‘Riordino della disciplina in materia sanitaria, a norma dell’articolo 1 della legge 23 ottobre 1992, n. 421’”. (GU Serie Generale n.4 del 07-01-1994 - Suppl. Ordinario n. 3)
- Testo coordinato del Decreto legge 25 giugno 2008, n.112 “Testo del decreto-legge 25 giugno 2008, n. 112 (pubblicato nel supplemento ordinario n. 152/L alla Gazzetta Ufficiale n. 147 del 25 giugno 2008), coordinato con la legge di conversione 6 agosto 2008, n. 133, (in questo stesso supplemento ordinario, alla pag. 3), recante: «Disposizioni urgenti per lo sviluppo economico, la semplificazione, la competitività, la stabilizzazione della finanza pubblica e la perequazione tributaria.»” (GU Serie Generale n.195 del 21-08-2008 - Suppl. Ordinario n. 196)
- Testo coordinato del Decreto-Legge 24 giugno 2014, n.90 “Testo del decreto-legge 24 giugno 2014, n. 90 (in Gazzetta Ufficiale n.144 del 24 giugno 2014), coordinato con la legge di conversione 11 agosto 2014, n. 114 (in questo stesso Supplemento ordinario - alla pag. 1), recante: «Misure urgenti per la semplificazione e la trasparenza amministrativa e per l’efficienza degli uffici giudiziari.»” (GU n.190 del 18-08-2014 - Suppl. Ordinario n. 70)

Legislazione estera:

- “Australian Securities and Investments Commission Act 2001”, No. 51, 2001.
- “Autralian Corporations Act 2001”, No. 50, 2001.
- “Financial Services Reform Act 2001”, Act No. 122 of 2001.
- “Il Codice Civile Italiano” R.D. 16 marzo 1942, n. 262. Pubblicato nella edizione straordinaria della Gazzetta Ufficiale, n. 79 del 4 aprile 1942. Disponibile online:
- “Managed Investments Act 1998”, Act No. 62 of 1998.
- “Superannuation Industry (Supervision) Act 1993”, No. 78, 1993.
- “Trade Practices Act 1974”, Act No. 51 of 1974.
- Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Public Law No. 111-203, July 2010.
<http://www.jus.unitn.it/cardozo/Obiter Dictum/codciv/Codciv.htm>

- Il Comitato per la Corporate Governance, “Codice di Corporate Governance” (2020)
- Il Comitato per la Corporate Governance, “Codice di Corporate Governance” (2018)
- Report of the committee on “The Financial Aspects of Corporate Governance”; Gee, a division of Professional Publishing Ltd; (1992)
- Sarbanes-Oxley Act of 2002, Public Law 107–204, July 2002.
- Testo Unico della Finanza, Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58. Aggiornato con le modifiche apportate dal D.Lgs. n. 84 del 14.7.2020 (in vigore dal 14.8.2020) e dal D.L. n. 104 del 14.8.2020 (in vigore dal 15.8.2020).
- The state’s ownership policy and guidelines for state-owned enterprises 2017, Swedish Ministry of Enterprise and Innovation.

Legislazione dell’unione europea:

- Direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 maggio 2017.
- Direttiva 2006/46/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2006.
- Direttiva 2007/36/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 11 luglio 2007.
- Direttiva 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 25 novembre 2009.
- Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 8 giugno 2011.
- Direttiva 2013/34/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013.
- Direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013.
- Direttiva 2013/50/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 22 ottobre 2013.
- Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014.
- Direttiva 2014/91/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 luglio 2014.
- Direttiva 2014/95/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2014.
- Libro verde “The EU corporate governance framework.”
- Regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013.
- Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 aprile 2014.
- Regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 luglio 2012.
- Regolamento (UE) n. 909/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 luglio 2014.
- Regolamento UE N. 1303/2013 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 17 dicembre 2013.
- Regolamento UE N. 508/2014 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014.

Pagine internet:

- <http://nturanking.lis.ntu.edu.tw>
- <http://roundranking.com>
- <http://www.eduniversal-ranking.com>
- <http://www.shanghairanking.com>
- <http://www.shanghairanking.com>
- <https://corporategovernancelaw.com>
- <https://cwur.org>
- <https://ec.europa.eu>
- <https://ecgi.global>
- <https://www.etimo.it>
- <https://www.etymonline.com>
- <https://www.investopedia.com>
- <https://www.leidenranking.com>
- <https://www.natureindex.com>
- <https://www.oecd.org>
- <https://www.theguardian.com>
- <https://www.timeshighereducation.com>
- <https://www.timeshighereducation.com>
- <https://www.topuniversities.com>
- <https://www.umultirank.org>
- <https://www.urapcenter.org>
- <https://www.wikipedia.org>
- <https://www.borsaitaliana.it/>

RINGRAZIAMENTI

Dedicato alla mia famiglia per il sostegno e il tempo mancato con loro.

Grazie al Prof. Sabino Fortunato per la disponibilità e precisione dimostrata durante tutto il percorso.

Un ringraziamento va all'Università degli studi Roma Tre, che riflette i valori della società italiana dando agli studenti stranieri una possibilità che ti cambia la vita. Specialmente ringrazio il Dott. Stefano Passera, uomo in cui si materializzano tali valori.