



UNIVERSITÀ
DI PAVIA

**Dipartimento di Scienze Economiche e
Aziendali Corso di Laurea magistrale in
Economia e Legislazione d'Impresa**

Due Mondi, Due Modelli: Italia e Stati Uniti di fronte alla Corporate Governance

Relatore:

Chiar.mo Prof. Luigi Migliavacca

**Tesi di Laurea
di Achille Barberis Canonico**

Matr. n.543451

Anno Accademico 2024-2025

Indice

Indice	2
Introduzione	4
Capitolo 1: Fondamenti teorici della corporate governance	5
1.0 Origini della corporate governance: cenni storici	5
1.1 Definizione e principi fondamentali della corporate governance	8
1.2 Modelli di corporate governance	11
1.2.1 Modello tradizionale latino	11
1.2.2 Modello dualistico	12
1.2.3 Modello monistico	12
1.2.4 Modello tradizionale giapponese	12
1.3 La corporate governance nel mercato globale	13
1.4 Riferimenti teorici: agency theory, stewardship theory, stakeholder theory	14
1.4.1 Agency theory	14
1.4.2 Stewardship theory	15
1.4.3 Stakeholder theory	16
Capitolo 2: La corporate governance in Italia	17
2.1 Struttura del sistema imprenditoriale italiano e tipologie societarie	17
2.1.1 Società per azioni (S.p.a.)	18
2.1.2 Società a responsabilità limitata (S.r.l.)	18
2.1.3 Differenze tra S.p.a. e S.r.l.	19
2.2 Modello di governance principale italiano	21
2.2.1 L'assemblea degli azionisti	22
2.2.1 Il ruolo del consiglio di amministrazione	23
2.2.2 Il sistema di controllo interno e le funzioni degli organi di vigilanza	24
2.3 Il codice di autodisciplina per le società quotate in Italia	25
Capitolo 3: La corporate governance negli Stati Uniti	29
3.1 Struttura del sistema imprenditoriale statunitense	29
3.1.1 Piccole imprese e creazione di posti di lavoro	29
3.1.2 Tipologie societarie statunitensi	31
3.1.1 Corporation (C-Corp, S-Corp)	31
3.1.1.a S-Corporation	32
3.1.1.b C-Corporation	33
3.1.2 Limited Liability Company (LLC)	34
3.2 Il ruolo degli azionisti e del consiglio di amministrazione	35
3.2.1 Assemblea degli azionisti (shareholders meeting)	35
3.2.2 Consiglio di amministrazione (Board of directors)	36
3.2.3 Doveri degli amministratori	37
3.2 Il sistema di controllo interno: audit, compliance e best practices di governance	39
3.2.1 Corporate governance e comitato di audit	39
3.2.2 History of Audit committees	40
3.2.3 Duties of Audit Committee	41
3.3 Il codice di corporate governance negli Stati Uniti	42

3.3.1 Il successo mondiale dei codici di corporate governance	43
3.3.2 Possibili spiegazioni per l'assenza di un Codice unificato negli Stati Uniti	44
3.3.2.1 Funzionalità simili al principio "Comply-or-Explain"	44
3.3.2.2 La fitta rete di regolamentazione dei titoli	45
3.3.2.3 Storia, quadro istituzionale e giuridico	45
a) Dipendenza dal percorso: la tradizione della regolamentazione societaria americana	45
b) Diffidenza verso l'autoregolamentazione (feudale)	46
c) Non vi è alcun incentivo a imitare la regolamentazione di altri paesi o a dover giustificare agli investitori stranieri l'approccio normativo interno	47
d) Sistema di Common Law	48
e) Sistema giuridico federale	48
Capitolo 4: Confronto tra la corporate governance italiana e statunitense	49
4.1 Confronto tra le caratteristiche fondamentali dei sistemi societari statunitense e italiano	49
4.1 Struttura e ruolo degli organi di governance: consiglio di amministrazione, azionisti e comitati	51
Differenza tra le assemblee Assemblea dei Soci (Italia) e Shareholders' Meeting (Stati Uniti)	51
Differenza tra CDA e BOD	53
Differenza degli organi di vigilanza	54
4.2 Differente codice di corporate governance	55
Conclusione	56
Bibliografia	56
Sitografia	59

Introduzione

Una società è composta da due elementi imprescindibili che sono la governance ed il management. Essi possono coincidere o meno ma non sono la stessa cosa, una sottile differenza li separa: la prima si occupa della strategia che la società deve rispettare per raggiungere determinati traguardi mentre la seconda si occupa della tattica, ossia il modo più efficace ed efficiente per raggiungere i traguardi posti dalla governance.

Avendo scelto un percorso di laurea magistrale incentrato principalmente sulla governance ho avuto modo di trattare questo argomento sotto molti punti di vista venendo a conoscenza di molti modelli e situazioni giuridiche differenti. Per l'appunto, dietro la parola "governance" si celano molte sfaccettature che dipendono dalle decisioni prese da coloro che, nella pratica, occupano i vertici della società giuridica.

Nel tempo la governance si è evoluta in più rami a causa delle influenze e regole che le società subivano dal mercato e dallo stato in cui risiedevano. Oggigiorno esistono principalmente quattro tipologie di modello di governance¹:

- anglosassone
- renano
- giapponese
- latino

Ciò però non significa che tutte le società sono tenute a seguire uno di questi modelli in base alla loro nazionalità, la governance è senza frontiere e viene applicata liberamente dalle società. Tuttavia se le società internazionali adottassero tutte un solo tipo di governance si otterrebbe una notevole semplificazione del sistema economico. Infatti la timida direzione verso la quale si sta muovendo il mondo aziendalistico è quella di avvicinarsi verso un modello anglosassone ed è proprio per codesto motivo che ho voluto confrontare il modello di governance latino (quello utilizzato maggiormente in Italia) al modello anglosassone.

Nei capitoli che seguiranno, verrà intrapreso un percorso di approfondimento volto a esaminare in modo dettagliato il tema della governance, analizzandone le caratteristiche fondamentali, il ruolo strategico all'interno delle imprese e l'impatto che essa può avere sulla gestione aziendale e sulla creazione di valore. Successivamente, l'attenzione si sposterà sull'analisi delle strutture del sistema imprenditoriale italiano e statunitense, soffermandosi sulle peculiarità che caratterizzano ciascuno dei due modelli economici e sulle diverse tipologie societarie presenti in entrambi i contesti. A questo proposito, verranno esaminate le principali forme giuridiche di impresa, il loro funzionamento, i requisiti normativi e fiscali cui devono attenersi, nonché le implicazioni che tali strutture hanno sulla gestione, sulla governance e sullo sviluppo del business.

Un ulteriore passaggio fondamentale sarà rappresentato dal confronto tra il modello imprenditoriale italiano e quello statunitense, attraverso un'analisi comparativa che metterà in luce sia le similitudini sia le differenze esistenti tra i due sistemi. Tale confronto consentirà di evidenziare i punti di forza e di debolezza di ciascun modello, mettendo in risalto le peculiarità che rendono ogni sistema più o meno vantaggioso a seconda del contesto

¹Corporate governance. Sistemi e strutture di governo dell'impresa, P. Genco, 2014

economico e normativo in cui opera. In particolare, verranno discussi i principali pro e contro delle diverse configurazioni aziendali, con un focus specifico sugli aspetti legati alla governance, alla regolamentazione, alla flessibilità gestionale e alle opportunità di crescita offerte ai soggetti economici operanti nei due paesi.

Capitolo 1: Fondamenti teorici della corporate governance

1.0 Origini della corporate governance: cenni storici

Sebbene sia difficile individuare con esattezza il momento in cui è nato il dibattito sulla governance, è innegabile che, pur essendo il discorso odierno fiorito nel XX secolo, le sue radici risalgono a epoche molto più antiche.

Molti studiosi individuano un punto di svolta con la nascita della Compagnia Unita delle Indie Orientali (V.O.C.) nel 1602, risultato della fusione di sei società locali (di Amsterdam, Delft, Enkhuizen, Hoorn, Middelburg e Rotterdam). Queste gestivano l'azienda attraverso la nomina di 17 direttori che componevano il consiglio di amministrazione. Il legame stretto tra i direttori e le società locali permetteva ai governatori di acquistare merci a prezzi vantaggiosi, creando un evidente conflitto d'interessi. Tale conflitto durò per circa vent'anni, fino a quando, nel 1623, fu deciso di adottare l'asta pubblica per gli acquisti e di istituire il Collegio dei Nove, ossia un organo preposto a vigilare sull'operato dei direttori.

Questa configurazione può essere considerata come primo modello di società per azioni in quanto caratterizzato da una propria personalità giuridica oltre che dalla quotazione alla Borsa di Amsterdam, precursore dell'attuale mercato azionario.

Il dibattito vero e proprio sulla governance iniziò con Adam Smith nel 1776², quando egli dovette affrontare il tema della separazione tra proprietà e controllo, sottolineando che la mancata coincidenza tra i due può generare conflitti di interesse tra proprietari e amministratori. Anche se queste problematiche erano meno complesse rispetto a quelle delle moderne imprese, esse rivelano come questioni relative alla gestione societaria e alla definizione degli obiettivi siano state motivo di riflessione fin dal Settecento.

Tuttavia, il tema dell'organizzazione del governo aziendale si sviluppò pienamente solo alla fine del XIX secolo. Fino alla metà di quel secolo, infatti, la maggior parte delle aziende non erano considerate entità autonome; perché erano strettamente legate all'imprenditore o al socio gestore, che ne assumeva integralmente la responsabilità, anche in caso di risultati economici negativi. Il concetto di responsabilità limitata, che vincolava l'azionista solo alle quote sottoscritte, non era ancora affermato; questo semplificava la gestione ma rendeva le imprese meno attrattive per gli investitori esterni.

² Adam Smith, Indagine sulla natura e le cause della ricchezza delle nazioni, 1776

Intorno alla metà del XIX secolo, si assistette ad un cambiamento radicale: gli imprenditori iniziarono a poter costituire entità con piena personalità giuridica e autonomia patrimoniale, separando così il patrimonio personale da quello dell'impresa. Questa innovazione, pur essendo di natura giuridica, ebbe importanti ricadute economiche, poiché permise l'ingresso di grandi investitori esterni, interessati principalmente al profitto e meno alla gestione operativa, contribuendo così a infondere ingenti capitali nelle aziende e a favorirne lo sviluppo. Molti studiosi quindi identificano la nascita definitiva della corporate governance con l'emergere del diritto societario moderno.

Il discorso si sviluppa ulteriormente con la comparsa, negli Stati Uniti e in Inghilterra, delle public company, le quali vennero poi quotate in borsa. Con queste imprese si fece sempre più evidente la separazione tra proprietà e controllo, rendendo necessaria la nomina di figure specializzate nella gestione, capaci di coordinare il capitale disperso tra numerosi azionisti e di conciliare interessi differenti. Tale evoluzione determinò due conseguenze: da un lato, l'assetto societario si trasformò in una struttura con proprietà frammentata, dove numerosi piccoli investitori avevano scarso potere decisionale; dall'altro, si sviluppò il management, incaricato di guidare l'impresa e di prendere decisioni economiche strategiche. Questi cambiamenti evidenziarono il divario tra chi conferiva il capitale e chi invece gestiva l'azienda.

Nel 1932, gli studiosi Berle e Means³ pubblicarono uno studio sulle principali imprese americane quotate a Wall Street, operanti nei settori ferroviario, dei servizi pubblici e industriale. Il loro lavoro evidenziò una struttura proprietaria fortemente frammentata, dominata da numerosi piccoli investitori, e una netta separazione tra proprietà e controllo che creava potenziali conflitti di interesse, poiché gli azionisti minoritari si trovavano vincolati alle decisioni del management e, in presenza, agli orientamenti degli azionisti di maggioranza.

Successivamente, R. Coase integrò questi studi, evidenziando l'importanza di distinguere tra l'impresa intesa come istituzione interna e l'impresa considerata nel contesto del mercato in cui opera⁴.

Negli anni seguenti, con lo sviluppo delle teorie manageriali dell'impresa, venne proposta una nuova visione dell'attività imprenditoriale, che si discostava nettamente dalle teorie classiche e neoclassiche, tradizionalmente focalizzate esclusivamente sul profitto, introducendo nuovi parametri di valutazione dell'operato aziendale.

In questo periodo emerse anche l'esigenza di creare meccanismi a tutela non solo degli azionisti, ma anche verso gli stakeholder, ossia di chiunque avesse interessi legati all'attività dell'impresa. Questo portò alla formazione del "market for corporate control". H.G. Manne⁵, ad esempio, spiegò che, se il prezzo delle azioni risulta inferiore a quello che potrebbe raggiungere con una gestione più efficiente, l'azienda diventa un obiettivo interessante per chi ritiene di poterla migliorare, con il potenziale di ottenere ritorni molto elevati. In altre

³ Berle e Means, *The Modern Corporation and Private Property*, 1932

⁴ R. Coase, *"The Nature of the Firm"*, 1937

⁵ H. G. Manne, 1965, *Mergers And The Market For Corporate Control*. George Washington University Law School

parole, una gestione accorta e responsabile può trasformare radicalmente una società mal amministrata, sbloccando un enorme potenziale.

In quegli anni l'attenzione sulla governance aziendale si concentrò su tre aspetti fondamentali:

- L'istituzione dell'"Audit Committee", un comitato di revisione indipendente, insieme a consiglieri altrettanto autonomi.
- I primi tentativi di armonizzare il diritto societario a livello comunitario.
- Una crescente attenzione verso tutti gli stakeholder.

Agli inizi degli anni '90 il dibattito sulla governance assunse una dimensione internazionale. Il crollo dell'Unione Sovietica, sia sul fronte politico che economico, consolidò il predominio dei modelli occidentali, caratterizzati da un approccio liberale e da un'economia di mercato aperta. In questo contesto, vari Paesi cominciarono a elaborare i primi Codici di Best Practices, volti soprattutto a proteggere gli azionisti di minoranza, ritenuti essenziali per lo sviluppo di imprese di grandi dimensioni. Per garantire l'afflusso continuo di capitali, era necessario innalzare gli standard di diligenza, rafforzare le responsabilità degli amministratori e assicurare la loro totale indipendenza, oltre a potenziare i sistemi di controllo interni. Il dibattito si focalizzò sul rischio che tali norme potessero distorcere il libero mercato, principio che aveva favorito l'economia occidentale. Tuttavia, la maggior parte concordò sul fatto che tali regole fossero strumenti per migliorare l'efficienza decisionale in presenza di conflitti di interesse, cercando di bilanciare le esigenze tra management e azionisti di maggioranza. Dal momento che questi codici non imponevano direttive vincolanti ma si limitavano a promuovere l'autodisciplina e a scoraggiare comportamenti opportunistici, essi vennero in parte ridotti a meri orientamenti.

Nel 1998 l'OECD⁶ pubblicò un report che definiva i principi fondamentali di un sistema di corporate governance adeguato. Questo documento evidenziava l'urgenza di modernizzare e armonizzare le imprese con il contesto competitivo in cui operano, e le sue linee guida restano tuttora estremamente autorevoli. Tuttavia, il processo di modernizzazione, apparentemente ben avviato, subì un duro colpo con lo scoppio della bolla speculativa all'inizio del XXI secolo. Gli scandali finanziari che coinvolsero grandi aziende – come Enron, WorldCom, Tyco, Global Crossing e, in Europa, Ahold, Cirio e Parmalat – evidenziarono nuovamente le lacune nei sistemi di controllo e nelle pratiche di governance. Tali eventi resero indispensabile una rinnovata spinta evolutiva in tema di corporate governance, volta a proteggere azionisti, risparmiatori, investitori e, più in generale, l'integrità dei mercati.

⁶OECD (1999), Development Co-operation Report 1998: Efforts and Policies of the Members of the Development Assistance Committee, OECD Publishing, Paris

1.1 Definizione e principi fondamentali della corporate governance

La governance aziendale rappresenta un argomento di grande interesse, poiché i meccanismi e i processi ad essa collegati incidono sulle decisioni strategiche più rilevanti e garantiscono la sostenibilità dell'impresa nel lungo periodo. In senso ampio, ogni scelta relativa alla definizione delle regole che regolano il funzionamento di un'azienda – come la scelta della forma giuridica, la redazione dello statuto o gli accordi parasociali – rientra nelle decisioni di governance. Allo stesso modo, anche le modalità con cui azionisti e altri soggetti interessati partecipano alla gestione economica, il funzionamento dell'assemblea, la composizione e il modus operandi del consiglio di amministrazione, la ripartizione dei poteri e delle responsabilità ai vertici (includendo deleghe ai consiglieri esecutivi e l'autonomia decisionale dei manager) nonché l'organizzazione dei sistemi di controllo interni ed esterni (come il collegio sindacale, i processi di auditing interno e l'attività dei revisori) e la progettazione dei meccanismi di incentivi e ricompense – tra top management e collaboratori, oltre alle modalità di distribuzione di rischi e benefici con gli stakeholder – sono tutte scelte che rientrano nel campo della corporate governance. In sostanza, la struttura di governance definita condiziona fortemente gli obiettivi aziendali, l'efficienza dei processi interni e la giusta distribuzione dei risultati economici.

Questo tema risulta particolarmente articolato perché può essere esaminato da diversi punti di vista disciplinari – dall'economia alla finanza, dal management alla sociologia e al diritto – ognuno dei quali si basa su specifiche teorie e metodologie empiriche per analizzarlo. La complessità aumenta ulteriormente se si considera che la governance assume forme differenziali a seconda del tipo di impresa analizzata – che si tratti di una grande società quotata, di una cooperativa di produzione o consumo, di un'impresa familiare o di una società a controllo pubblico – e a seconda delle istituzioni del paese in cui l'azienda opera, dove normativa, codici di buona governance, funzionamento del mercato dei capitali e valori culturali possono variare notevolmente.

La governance aziendale è inoltre un campo in costante evoluzione: eventi illeciti quali scandali societari, frodi e appropriazioni indebite, insieme a comportamenti non etici che distorcono le informazioni o portano a compensi eccessivi, solitamente innescano reazioni accese da parte dei media e dell'opinione pubblica, generando intensi dibattiti sia in ambito politico che nella comunità imprenditoriale. Di conseguenza, ogni onda di scandali porta spesso all'introduzione di norme più stringenti e controlli più severi, che, se da un lato limitano comportamenti opportunistici, dall'altro volte possono ostacolare anche azioni imprenditoriali a creare valore. Pertanto, è fondamentale valutare attentamente gli effetti dei nuovi controlli, perché un eccessivo peso normativo potrebbe inibire l'energia imprenditoriale necessaria per trovare soluzioni innovative ed efficienti a vantaggio del bene comune. Per questo motivo, oltre a introdurre nuove regole, risulta utile promuovere iniziative formative e culturali che diffondano principi etici e di buona governance, responsabilizzando la comunità imprenditoriale nella concreta applicazione di tali principi.

Il termine “Corporate Governance”, tradotto letteralmente come “governo societario”, denota ogni aspetto dell'azione imprenditoriale. Tuttavia, un'interpretazione così generica rischierebbe di confondere l'argomento con l'intero diritto societario, poiché ogni norma in

questo ambito riguarda in un certo senso il governo e l'organizzazione di un'impresa. Per comprendere il significato che questa espressione ha assunto, è necessario contestualizzarla nel dibattito culturale che ha coinvolto (e continua a coinvolgere) giuristi, legislatori ed economisti, anche a livello nazionale. Pur non essendoci ancora una definizione universalmente condivisa di Corporate Governance, è possibile osservare, come evidenziato in una tabella riassuntiva, alcuni contributi significativi che si dividono in due filoni principali.

Autori	Definizioni di Corporate Governance
Coda V. (1997), Trasparenza informativa e correttezza gestionale: contenuti e condizioni di contesto	La Corporate Governance si riferisce all'insieme dei caratteri di struttura e funzionamento degli organi di governo (Consiglio di amministrazione, Presidente del CdA, Comitati) e di controllo (Collegio sindacale e Revisori esterni) nei rapporti intercorrenti tra loro e nelle relazioni con gli organi/esponenti della proprietà e con la struttura manageriale.
Shleifer A. e Vishny R. W. (1997), A Survey of Corporate Governance, in The Journal of Finance, 52, n.2	Corporate Governance deals with the way in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting return on their investments.
Bruni G. (2002), La strategia del valore tra conflittualità ed equilibrio di interessi	La Corporate Governance concerne il sistema di diritti, processi e meccanismi di controllo istituiti, sia internamente che esternamente, nei confronti dell'amministrazione di un'impresa al fine di salvaguardare gli interessi degli stakeholders.
Daily, Dalton e Cannella (2003), Decades of dialogue	Corporate Governance is defined as the determination of the broad uses to which organizational resources will be deployed and the resolution of conflicts among myriad participants in organizations.
Catturi (2003), L'Azienda Universale	La Corporate Governance riguarda la presenza di uno o più organi che compongono e caratterizzano, insieme ad altri, l'unitario e complesso organismo socio-economico.

Solomon A. e Solomon J. (2003), Corporate Governance and accountability	Corporate Governance is defined as the system of checks and balances, both internal and external, which ensures the companies discharge their accountability to all their stakeholders and act in a socially responsible way.
Zattoni (2004)	La Corporate Governance può essere definita come un sistema di checks and balances nel quale tutti i soggetti che operano e interagiscono nell'impresa hanno la possibilità di vedere efficacemente tutelati i propri interessi, assicurando al contempo che il controllo sia allocato con l'efficienza.
Monks e Minow, Corporate Governance (2004)	La Corporate Governance è concepita come l'insieme delle relazioni tra board of directors, shareholders e managers.
Huse M., The Human Side of Corporate Governance (2005)	Corporate Governance is defined as the interactions between coalitions of internal actors, external actors and the board members in directing the value creation.
Macey J. (2008), Corporate Governance, Promises Kept Promises Broken	The purpose of Corporate Governance is to persuade, induce, compel and otherwise motivate corporate managers to keep the promises they make to investors. Good Corporate Governance, then, is simply about keeping promises.

7

Da un lato, esiste una concezione più ristretta, tipica dei sistemi capitalistici anglosassoni, che si concentra principalmente sul funzionamento del consiglio di amministrazione, soprattutto nelle società pubbliche, e che trova espressione nei lavori di studi come Shleifer e Vishny, Solomon A. e Solomon J., nonché Monks e Minow. Dall'altro lato, una visione più ampia – caratteristica del capitalismo europeo e giapponese – prende in esame studi di Corporate Governance proposti da autori quali Airoldi, Daily, Dalton e Cannella, Huse e Zattoni, e che riflettono diverse teorie in materia di governance. La principale differenza tra

⁷ Pugliese Amedeo (2008), Percorsi evolutivi della Corporate Governance

queste definizioni riguarda due aspetti: da un lato, alcuni studi si concentrano sull'identificazione e sulla varietà degli stakeholder da proteggere (alcuni limitandosi agli azionisti, altri includendo anche fornitori, clienti e altre categorie), mentre dall'altro lato esistono posizioni differenti riguardo alla pluralità degli organi societari, alcuni dei quali ritengono che il Consiglio di Amministrazione debba essere l'unico responsabile della governance, mentre altri sostengono che la soluzione migliore per risolvere le problematiche aziendali risieda nell'integrazione di più strutture e regole che consentono la gestione di interessi diversi.

1.2 Modelli di corporate governance

Come già accennato precedentemente, a livello globale esistono quattro principali modelli di corporate governance: tradizionale latino, monistico, dualistico e il tradizionale giapponese. Sebbene siano nati con diverse nazionalità e con diverse strutture sociali-comportamentali, tutte hanno in comune tre elementi: Assemblea dei soci, Consiglio di Amministrazione e organo di vigilanza, le cui funzioni sono uniformi in ogni contesto. Sinteticamente, esse si possono riassumere come segue: da un lato, un gruppo di individui (Assemblea dei soci) incaricato di nominare i componenti del Consiglio, i quali avranno il compito di amministrare la società; dall'altro, un organo di vigilanza preposto al controllo dell'operato di tali componenti. Quest'ultimo, a seconda del modello adottato, viene nominato dal

Per definire chiaramente l'oggetto e l'approccio adottato nell'analisi dei meccanismi di funzionamento degli organi di governo aziendale, è importante specificare che verrà esaminato come questi organi esercitano il loro potere decisionale, concentrandosi sul complesso equilibrio tra il ruolo formalmente attribuito e quello effettivamente svolto. In altre parole, verrà analizzata la differenza tra chi detiene formalmente il potere e chi, in realtà, decide, dato che il potere formale non sempre si traduce in una funzione decisionale effettiva o può sovrapporsi ai poteri di altri organi. Parallelamente, verrà descritta la struttura e il funzionamento degli organi di governo, considerando il quadro normativo che intende integrare le prassi e le best practice di altri ordinamenti con le peculiarità storico-culturali del contesto in cui si opera.

1.2.1 Modello tradizionale latino

In questo modello si distingue nettamente tra due organi: da un lato, l'Assemblea dei soci, incaricata di nominare il Consiglio di Amministrazione (CdA), e dall'altro, il CdA stesso, che esercita il potere di gestione e governo dell'impresa. Tuttavia, l'attività operativa e gestionale del CdA risulta limitata dalla presenza di amministratori non esecutivi, che, mantenendosi volutamente distaccati dagli eventi quotidiani, si limitano a ratificare le decisioni degli amministratori esecutivi, in particolare quelle del CEO. Al contrario, il Collegio Sindacale, pur essendo nominato dall'Assemblea, svolge una funzione di vigilanza essenziale per garantire la regolarità della gestione e il rispetto dei principi di corretta amministrazione. In questo contesto, il ruolo formale del Collegio tende a corrispondere a quello reale, poiché esso partecipa attivamente alle dinamiche aziendali. Inoltre, il requisito di indipendenza non dovrebbe compromettere questa coerenza, poiché l'efficacia del controllo dipende soprattutto dalla capacità e professionalità dei suoi membri.

1.2.2 Modello dualistico

Il modello dualistico verticale, tipico dei sistemi capitalistici insider, prevede che l'Assemblea nomini un Consiglio di Sorveglianza. Questo organo, oltre a svolgere i compiti tradizionali del Collegio Sindacale, assume anche alcune prerogative decisionali normalmente riservate all'Assemblea. La sua funzione di controllo risulta quindi ibrida e, in gran parte, formale, in quanto il Consiglio non agisce come un soggetto indipendente in grado di controllare chi effettivamente decide, essendo coinvolto anche nella nomina dei gestori e nell'approvazione del bilancio. Analogamente, il Consiglio di gestione manifesta una funzione prevalentemente formale, poiché può includere membri esterni alla gestione operativa dell'impresa, lasciando al CEO il ruolo di principale fonte di informazioni sui fatti aziendali. L'adozione di un sistema di deleghe, insieme alla separazione tra l'organo amministrativo e quello esecutivo, rende meno marcata la distinzione tra il modello tradizionale e quello dualistico. Infatti, il modello tradizionale è spesso definito "dualistico orizzontale", in contrapposizione al "dualistico verticale" di origine tedesca.

1.2.3 Modello monistico

Il sistema monistico, ispirato ai modelli anglosassoni outsider, assegna i compiti di verifica e controllo ai membri del CdA che non detengono funzioni gestionali e che soddisfano i requisiti di indipendenza. In questo modello, la funzione di controllo è prevalentemente formale, spesso affidata a soggetti esterni che possono non essere pienamente aggiornati sulla reale situazione economica, finanziaria e patrimoniale dell'impresa. Nonostante l'esistenza di diversi modelli di corporate governance, con la riforma del diritto societario il legislatore ha scelto di mantenere un approccio tradizionale, definendo una disciplina quasi unificata per l'organo di controllo, ispirata al modello del Collegio Sindacale. Tale approccio è stato ulteriormente rafforzato dall'introduzione di amministratori indipendenti e dalla incentivazione a forme di autocontrollo nelle imprese quotate, determinando un progressivo avvicinamento tra il tradizionale modello italiano e quello monistico tipico dei paesi anglosassoni, in cui convivono il Collegio Sindacale, i Comitati e gli amministratori indipendenti.

1.2.4 Modello tradizionale giapponese

In Giappone le aziende hanno la libertà di definire il proprio sistema di governance. Oltre al modello tradizionale, simile a quello italiano, dal 2003 è stato introdotto il modello monistico, che si fonda sull'impiego di comitati interni. Nel modello tradizionale, infatti, l'assemblea nomina il consiglio di amministrazione, diretto dal presidente esecutivo (shacho), e l'organo di controllo sulla gestione, composto dai kansayaku ed è l'equivalente del collegio sindacale italiano.⁸

⁸Daniela M. Salvioni, Luisa Bosetti, Modello tradizionale giapponese, Relazione di governance e Stakeholder View, 2006

1.3 La corporate governance nel mercato globale

I sistemi di governance aziendale, intesi come l'insieme delle attività svolte dalla direzione e dall'organizzazione per migliorare le performance economiche, competitive e socio-ambientali, hanno subito importanti trasformazioni con l'espansione dei mercati globali e l'adozione dei principi di responsabilità sociale e sostenibilità. Negli ultimi venticinque anni le barriere di spazio e tempo si sono progressivamente ridotte, favorendo una circolazione più rapida di informazioni, beni, capitali e persone, e permettendo un dialogo più ampio tra paesi sviluppati e paesi emergenti, oltre ad ampliare il contesto nazionale di riferimento per il governo dell'economia mondiale. A questi cambiamenti si è aggiunta una maggiore attenzione alla tutela dell'ambiente e al contenimento dello sfruttamento delle risorse naturali. Le grandi imprese, inoltre, hanno assistito a una crescente frammentazione della proprietà, pur mostrando livelli differenti di separazione tra proprietà e gestione, a seconda che si tratti di sistemi di governance basati su outsider o insider.

In questo scenario, i mutamenti interni ed esterni alle aziende si sono accelerati: l'innovazione di prodotti e processi è diventata sempre più fondamentale per mantenere il successo, i tempi di valutazione si sono accorciati e la complessità delle relazioni tra impresa e ambiente è cresciuta. Di conseguenza, le aziende devono confrontarsi con gruppi di stakeholder più articolati, che ricoprono ruoli e posizioni differenti e hanno aspettative variegata, grazie anche alla loro maggiore capacità di analisi comparativa. Spesso, inoltre, la governance si trova a dover mediare conflitti tra principi etici e convenienza economica – come nei casi di delocalizzazione, dove i vantaggi economici si scontrano con la tutela dei posti di lavoro e il benessere locale – e deve gestire l'integrazione tra culture diverse, richiedendo specifiche competenze manageriali.

La crescente importanza di valorizzare le aspettative degli stakeholder, insieme al moltiplicarsi dei rischi e all'espansione delle relazioni dirette e indirette tra le varie unità operative e i mercati, evidenzia la necessità di un miglioramento generale degli approcci di governance nelle imprese. Tale esigenza è ulteriormente rafforzata dall'attenzione crescente all'impatto ambientale delle attività aziendali e dall'importanza dei concetti di responsabilità sociale e sviluppo sostenibile.

In particolare, emerge l'esigenza di una governance che migliori l'efficacia nei rapporti con gli stakeholder, soprattutto alla luce dei cambiamenti competitivi derivanti dall'emergere di nuovi paesi industrializzati e dalle crisi e scandali globali verificatisi nell'ultimo quarto di secolo. Questo recupero di efficacia implica l'adozione di un approccio responsabile, che consideri la stretta interconnessione tra le variabili economiche, competitive e socio-ambientali, e l'implementazione di sistemi di controllo interni sempre più diffusi e condivisi, in grado di collegare le decisioni dei vertici, i comportamenti organizzativi e le performance reali.

Le problematiche nei sistemi di governance sono diventate particolarmente evidenti durante le crisi economiche del primo decennio del nuovo secolo, crisi che hanno messo in discussione l'intero modello capitalistico e la capacità di generare modelli di sviluppo eticamente sostenibili. A livello aziendale, si sono riscontrati comportamenti come la mancanza di trasparenza nelle relazioni di mercato, la scarsa chiarezza nei rapporti tra

manager, proprietari e altri stakeholder, l'influenza dei interessi personali dei membri degli organi di governance a scapito del bene collettivo, e una limitata attenzione ai sistemi di gestione dei rischi e all'impatto ambientale delle attività aziendali.

Nel contesto dell'economia globale, è quindi emersa la necessità di attivare sistemi di sorveglianza diffusi sui mercati, di regolamentare i comportamenti e di implementare processi di controllo esterno efficaci, in modo da garantire il rispetto di standard fondamentali di correttezza. Allo stesso tempo, la progressiva eliminazione delle barriere geografiche ha portato a una convergenza nei modelli di governance, incentivando l'adozione di principi generali e di best practice condivise.

Dall'inizio di questo secolo, le imprese si trovano ad affrontare nuove minacce e opportunità, che spesso rivelano un divario tra i presupposti teorici di efficacia della governance e il reale riscontro delle aspettative degli stakeholder, evidenziando una differenza tra la responsabilità proclamata e quella effettivamente attuata. Per questo motivo, per raggiungere una piena affermazione della responsabilità sociale, è necessario intraprendere percorsi di sviluppo che:

- Coinvolgano e valorizzino le aspettative degli stakeholder;
- Convertano queste aspettative in indirizzi strategici in modo razionale ed equo;
- Trasformino le direttive dei vertici in comportamenti gestionali concreti;
- Verifichino costantemente la coerenza tra obiettivi, azioni e risultati, in un processo continuo di ottimizzazione delle performance e delle relazioni tra le imprese.

In sintesi, in un mercato globale estremamente competitivo, mantenere l'efficacia aziendale implica rivedere l'approccio di governance, rafforzare le relazioni con gli stakeholder, integrare obiettivi economici e socio-ambientali e diffondere, a tutti i livelli dell'organizzazione, valori come equità, correttezza e trasparenza.

1.4 Riferimenti teorici: agency theory, stewardship theory, stakeholder theory

1.4.1 Agency theory

La teoria dell'agenzia (agency theory), da cui scaturisce gran parte degli studi sulla corporate governance, nacque negli Stati Uniti tra la fine del XIX e l'inizio del XX secolo. Essa postula una netta separazione tra i proprietari dell'impresa e i suoi manager, considerati rispettivamente preponenti e agenti. In questo ambito emergono due principi fondamentali: da un lato, l'impresa viene ridotta a due soli attori, ossia manager e azionisti; dall'altro, si assume che gli individui agiscano prevalentemente in modo egoistico, senza proporsi a sacrificare i propri interessi per quelli altrui.

Il problema centrale evidenziato da questa teoria è quello di incentivare il manager ad operare nell'interesse degli azionisti, visto che il manager potrebbe essere tentato da comportamenti opportunistici. Tali comportamenti includono, ad esempio, la selezione avversa, in cui il manager fornisce informazioni incomplete o errate sulle proprie

competenze per ottenere il ruolo, oppure l'azzardo morale, ossia l'adozione di comportamenti scorretti in presenza di asimmetrie informative. Per contrastare tali rischi, si devono sostenere dei costi d'agenzia, come quelli relativi al monitoraggio da parte degli azionisti, e mettere in atto meccanismi che limitino gli abusi derivanti dalle informazioni privilegiate dei manager.

Secondo gli studi di Alchian e Demsetz (1972)⁹ e di Jensen e Meckling (1976)¹⁰, che si ispirano all'opera "The Nature of the Firm" di Ronald Coase (1937)¹¹, l'impresa può essere vista come un insieme di contratti tra individui che forniscono i fattori produttivi e che spesso perseguono obiettivi contrastanti. Coase sostiene che un'impresa si forma quando conviene evitare negoziazioni separate per ogni transazione di mercato – una situazione particolarmente evidente nell'acquisto di servizi, come il lavoro, rispetto all'acquisto di beni. I contratti, in questo contesto, non eliminano i costi di contrattazione, ma li minimizzano, garantendo l'equilibrio interno ed esterno dell'impresa. Queste relazioni contrattuali coinvolgono non solo i dipendenti, ma anche clienti, fornitori, creditori e persino i manager, diventando lo strumento ideale per proteggere gli interessi degli azionisti e ridurre i costi d'agenzia, evitando che i manager sfruttino le asimmetrie informative.

Infine, i costi d'agenzia variano a seconda della struttura dell'impresa. Nelle aziende con azionariato disperso, tipicamente le società quotate, in presenza di conflitti tra investitori e management o di insoddisfazione per le performance, gli azionisti possono optare per la "exit option". Questa scelta comporta un calo del valore delle azioni e il rischio di scalate ostili. Al contrario, nelle imprese con azionariato concentrato, dove i maggioritari esercitano un forte controllo sui manager, si rischia invece l'esclusione degli azionisti di minoranza, nonostante le tutele previste dalla legge.

1.4.2 Stewardship theory

La stewardship theory¹², a differenza della teoria dell'agenzia, non fonda la motivazione dei manager su incentivi economici o interessi personali. Essa parte dal presupposto che i manager agiscano in armonia con gli obiettivi dei proprietari, considerandoli i veri principali. In questo quadro, i manager sono visti come individui leali all'impresa e orientati a raggiungere risultati eccellenti, spinti dal desiderio di successo, dalla soddisfazione che deriva dall'affrontare e superare sfide impegnative, dall'esercizio dell'autorità e dalla volontà di ottenere il riconoscimento di colleghi e superiori.

Inoltre, la teoria evidenzia la necessità per l'organizzazione di adottare una struttura che faciliti un efficace accordo tra manager e proprietari. In questo contesto, è ritenuto fondamentale che il presidente del Consiglio di Amministrazione ricopra anche il ruolo di CEO, in modo da concentrare il potere decisionale in una singola figura. Tale configurazione elimina le ambiguità sui ruoli e le responsabilità, garantendo così una guida unitaria e rafforzando la capacità di comando e controllo dell'impresa, con conseguenti performance superiori.

⁹ Alchian e Demsetz, 1972, Production, Information Costs and Economic Organization

¹⁰ Jensen e Meckling, 1976, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure

¹¹ Coase, 1937, The Nature of the Firm

¹² L. Donaldson, J. Davis: Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns, 1991

1.4.3 Stakeholder theory

La Stakeholder theory sostiene che un'impresa non debba limitare le proprie responsabilità esclusivamente agli azionisti, ma debba estendere i propri obblighi a un insieme più ampio di soggetti interessati. Per stakeholder si intende ogni persona o gruppo in grado di influenzare o essere influenzato dalle attività dell'azienda, includendo quindi non solo gli azionisti, ma anche impiegati, clienti, fornitori, creditori, la comunità locale e persino i concorrenti.

Edward Freeman¹³, uno dei principali promotori di questa teoria, la integra nel concetto di Corporate Social Responsibility (CSR), secondo il quale le imprese hanno doveri economici, legali, etici e persino filantropici nei confronti dell'ambiente in cui operano. Di conseguenza, molte aziende dichiarano oggi di porre il CSR al centro della loro strategia, anche se in alcuni casi questo approccio risulta essere più una strategia di immagine che un reale impegno concreto.

La teoria si articola su diversi punti fondamentali. In primo luogo, essa vede l'impresa come un punto di congiunzione di relazioni, sia interne – con i dipendenti – che esterne, per esempio con clienti e fornitori, relazioni nelle quali gli investimenti possono tradursi in vantaggi reciproci. In secondo luogo, l'adozione di tali principi nella governance aziendale contribuisce a ridurre i costi di transazione. Infine, la teoria sottolinea l'importanza di rispettare i diritti di tutti i gruppi di stakeholder, sostenendo che esiste un imperativo morale nell'implementare un sistema di governance che preveda anche la misurazione della performance aziendale attraverso indicatori legati alla responsabilità sociale.

Gli studi empirici dimostrano che spostare l'attenzione dalla tradizionale teoria degli shareholders a quella degli stakeholders non solo non pregiudica gli interessi degli azionisti, ma anzi, tende a migliorare le performance finanziarie dell'impresa. Numerose ricerche hanno evidenziato una correlazione positiva tra l'adozione di strategie responsabili (CSR) e i risultati finanziari, suggerendo che, prendendo in considerazione sia gli interessi degli azionisti sia quelli degli altri stakeholder, l'azienda può massimizzare la creazione di valore nel lungo periodo. Tra gli studi pionieristici in questo ambito, Margolis e Walsh (2003)¹⁴ hanno riscontrato che in circa la metà delle indagini esistenti si osserva una relazione favorevole tra la strategia responsabile e la performance finanziaria. Inoltre, ricerche più recenti, come quella di Eccles, Ioannou e Serafeim (2011)¹⁵, hanno evidenziato che le imprese che rafforzano la propria strategia di responsabilità ottengono risultati economici e finanziari migliori, misurati ad esempio con ROE e ROA più elevati. Un ulteriore studio condotto da "Bilanciarsi" ha rilevato una correlazione positiva tra la capacità di rimanere nelle prime trenta società europee per redditività e l'uso di strumenti di CSR.

Per tradurre in pratica questa teoria, è indispensabile un sistema di governance in grado di comunicare e applicare questi principi, possibilmente includendo anche rappresentanti dei vari gruppi di stakeholder, per accrescere la fiducia e l'accettazione da parte dell'esterno.

¹³ Freeman, Strategic Management: A Stakeholder Approach, 1984

¹⁴ Margolis e Walsh, 2003, Misery Loves Companies: Rethinking Social Initiatives by Business

¹⁵ Robert G. Eccles, Ioannis Ioannou e George Serafeim, The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance, 2011

Capitolo 2: La corporate governance in Italia

2.1 Struttura del sistema imprenditoriale italiano e tipologie societarie

L'apparato produttivo attuale si distingue per una struttura unica, che evidenzia fortemente la centralità delle PMI e delle microimprese in Italia. Al momento, risultano circa 154 mila imprese che soddisfano i criteri fissati dalla Commissione Europea in termini di numero di dipendenti, fatturato e attivo di bilancio per essere classificate in questa categoria. Secondo Osservitalia, che analizza i dati del Rapporto Cerved 2021 sulle PMI, "del totale delle 4,34 milioni di imprese che formano il tessuto imprenditoriale italiano, il 95,2% è costituito da microimprese, ovvero aziende di dimensioni minime con meno di 10 addetti. Seguono le piccole e medie imprese (PMI), che impiegano da 10 a 249 addetti e rappresentano il 4,7% del totale delle realtà produttive, mentre le grandi imprese, con oltre 250 addetti, costituiscono un residuo 0,1%". Con il termine PMI si fa riferimento a quelle imprese che animano in modo massiccio il panorama industriale italiano, caratterizzate da due aspetti fondamentali: il carattere imprenditoriale, così come definito dal Codice civile (professionalità, economicità, organizzazione e scopo), e il requisito dimensionale di piccola o media impresa. La Commissione Europea¹⁶ offre una definizione chiara di queste realtà, identificando "come imprese che hanno meno di 249 addetti, un fatturato annuo non superiore a 50 milioni di euro o un totale di bilancio inferiore a 43 milioni di euro". Pertanto, una volta approfondita la classificazione delle piccole e medie imprese, si possono distinguere specificamente: Microimprese; Piccole imprese; Medie imprese.

Categoria d'impresa	Numero effettivo di occupati: unità lavorative anno (ULA)	Fatturato annuo	Totale di bilancio annuo
MEDIE	< 250 occupati	<= 50 milioni di €	<= 43 milioni di €
PICCOLE	< 50 occupati	<= 10 milioni di €	<= 10 milioni di €
MICRO	< 10 occupati	<= 2 milioni di €	<= 2 milioni di €

Nell'ordinamento italiano esistono due tipologie di società, ossia le società di persone, composte dalla Società semplice (S.s.); Società in nome collettivo (S.n.c.); Società in accomandita semplice (S.a.s.) e le società di capitali, la Società per azioni (S.p.a); la Società in accomandita per azioni (S.a.p.a.); la Società a responsabilità limitata (S.r.l.); la Società a responsabilità limitata semplificata (S.r.l.s.). La prima tipologia è adottata principalmente dalle PMI, mentre la seconda viene impiegata per raccogliere capitali dal mercato. È proprio

¹⁶ Raccomandazione della Commissione Europea 2003/361/CE (3 Maggio 2003)

su quest'ultima che si focalizza la nostra attenzione, poiché è ad essa che si applicano i principi della governance.

2.1.1 Società per azioni (S.p.a.)

La struttura societaria della S.p.A. è tipica delle grandi aziende, soprattutto di quelle con un'impostazione internazionale o quotate in borsa. In questa forma, il capitale sociale è suddiviso in azioni, ovvero unità standardizzate e facilmente trasferibili, che hanno un valore nominale minimo generalmente di 1 euro; per costituire una S.p.A. è richiesto un capitale minimo di 50.000 euro. Oltre alle azioni ordinarie, questa società può emettere altri tipi di azioni, come quelle privilegiate, di risparmio, a voto plurimo (fino a tre voti per azione) o di categorie speciali per rispondere a differenti esigenze strategiche e finanziarie.

La governance della S.p.A. è strutturata su tre livelli principali: l'Assemblea dei soci, il Consiglio di Amministrazione (o l'Amministratore Unico) e il Collegio Sindacale.

L'Assemblea, che si riunisce periodicamente, ha il compito di approvare il bilancio, nominare gli amministratori e i sindaci e decidere sulle responsabilità degli amministratori; in sessioni straordinarie si occupa di modifiche statutarie o di operazioni rilevanti come fusioni o scissioni. Il Consiglio di Amministrazione gestisce l'azienda, compiendo tutte le operazioni necessarie per realizzare l'oggetto sociale, anche tramite la delega di alcuni compiti a un comitato esecutivo o a singoli amministratori. Il Collegio Sindacale, infine, controlla il rispetto della legge e dello statuto, verificando l'efficacia dell'organizzazione amministrativa e contabile. È inoltre obbligatoria la revisione legale dei conti: nelle società di maggiori dimensioni o quotate questa funzione viene affidata a revisori esterni o a società di revisione, mentre in realtà più piccole può essere gestita internamente dal Collegio Sindacale, se composto interamente da revisori legali.

Le azioni della S.p.A. offrono una notevole flessibilità nel trasferimento, salvo particolari limitazioni statutarie, il che le rende ideali per imprese che vedono frequenti variazioni nella compagine societaria o che puntano alla quotazione. Inoltre, la possibilità di emettere obbligazioni e altri strumenti finanziari partecipativi amplia le opportunità di accesso al mercato dei capitali, dove la quotazione diventa un ulteriore strumento di finanziamento. Queste caratteristiche, insieme agli elevati obblighi di trasparenza e informativa previsti per le grandi società o quelle quotate, conferiscono alla S.p.A. un'immagine di solidità e affidabilità particolarmente apprezzata dagli investitori.

2.1.2 Società a responsabilità limitata (S.r.l.)

La S.r.l., al contrario, si configura come una forma societaria molto flessibile, ideale per le piccole e medie imprese, perché consente una maggiore personalizzazione dell'organizzazione aziendale e un controllo più diretto da parte degli imprenditori.

Diversamente dalla S.p.A., il capitale della S.r.l. è diviso in quote, rendendo la gestione più semplice ed economica. Il capitale minimo per costituire una S.r.l. è di 10.000 euro, ma è possibile creare una S.r.l. semplificata (S.r.l.s.) con un capitale simbolico di 1 euro. Inoltre, accanto ai conferimenti in denaro, sono ammessi anche quelli in natura (come opere o servizi), a condizione che siano garantiti da una polizza assicurativa o da una fidejussione bancaria.

La governance della S.r.l. è meno articolata rispetto a quella della S.p.A. e si struttura principalmente in tre organi: l'Assemblea dei soci, l'organo amministrativo e, solo al superamento di determinati limiti, l'organo di controllo. L'Assemblea dei soci possiede competenze più ampie, potendo intervenire direttamente nella gestione aziendale e prendere decisioni anche per iscritto. L'organo amministrativo può essere formato da un Amministratore Unico, un Consiglio di Amministrazione o da forme ibride, consentendo una notevole flessibilità nella definizione dei poteri. L'organo di controllo diventa invece obbligatorio solo quando vengono superati specifici parametri dimensionali, assumendo la forma di un sindaco unico o di un collegio sindacale.

Un ulteriore punto di forza della S.r.l. è la possibilità di personalizzare lo statuto, permettendo di attribuire diritti speciali a determinati soci (come voti potenziati o prerogative particolari nella gestione), di definire meccanismi di governance su misura, di inserire clausole di prelazione o gradimento per il trasferimento delle quote e di creare categorie di quote con diritti differenziati. Tuttavia, le S.r.l. hanno un accesso più limitato al mercato dei capitali rispetto alle S.p.A., poiché non possono emettere azioni e le possibilità di emissione di titoli di debito sono ristrette e riservate principalmente agli investitori professionali.

2.1.3 Differenze tra S.p.a. e S.r.l.

Caratteristica	S.p.A.	S.r.l.
Struttura del capitale	Capitale diviso in azioni, maggiore standardizzazione	Capitale diviso in quote, maggiore flessibilità e personalizzazione
Governance	Struttura più rigida e articolata, separazione netta tra proprietà e gestione	Struttura più flessibile, possibilità di maggiore coinvolgimento dei soci nella gestione
Trasferibilità delle partecipazioni	Azioni liberamente trasferibili, adatte alla quotazione in borsa	Quote meno facilmente trasferibili, possibilità di introdurre clausole limitative
Finanziamento	Maggiori possibilità di accesso al mercato dei capitali (emissione di obbligazioni, quotazione)	Limitazioni nell'emissione di titoli di debito, focus su finanziamenti bancari o apporti dei soci
Costi di gestione	Generalmente più elevati, dovuti alla struttura più complessa	Tendenzialmente inferiori, grazie alla struttura più snella
Immagine e credibilità sul mercato	Percepita come forma societaria più solida e strutturata	Associata a realtà più flessibili e dinamiche, ma potenzialmente meno strutturate

17

La scelta tra una S.p.A. e una S.r.l. si basa su diversi elementi, quali le dimensioni dell'azienda, gli obiettivi di sviluppo, il modello di governance preferito e le possibilità di accesso al mercato dei capitali. Non esiste una soluzione migliore in assoluto, ma soltanto una forma societaria che si adatta meglio alle esigenze particolari di ogni impresa. Le S.p.A. risultano particolarmente indicate per aziende di grandi dimensioni, imprese con ambizioni internazionali o che puntano a quotarsi in borsa, mentre le S.r.l. garantiscono una maggiore

¹⁷ Sabatino Pizzano, CONFRONTO SPA E SRL: LE PRINCIPALI DIFFERENZE, 26 Settembre 2024

flessibilità e personalizzazione, rendendole ideali per le piccole e medie imprese o per le start-up innovative. In ogni caso, è importante analizzare in modo approfondito le peculiarità di ciascun tipo societario in relazione agli obiettivi aziendali, eventualmente avvalendosi del supporto di consulenti specializzati in diritto societario e fiscale. Infatti, la decisione relativa alla forma societaria più idonea può avere un impatto determinante sul successo e sullo sviluppo futuro dell'azienda.

Un'altra discriminante tra S.p.a. e S.r.l. concerne la presenza del collegio sindacale. Nella S.p.a. infatti il collegio sindacale è sempre obbligatorio: ha una composizione strutturata e funzioni ben definite, con specifici doveri e poteri. Al contrario, nella S.r.l. non sorge di norma automaticamente: lo statuto può disporre l'istituzione e nel caso in cui non vengano fornite indicazioni precise sul numero o sul modo di nominarne i membri, si ricorre a un sindaco unico. Tuttavia esistono delle condizioni le quali, anche per le S.r.l., diventa vincolante costituire il collegio sindacale. Qualora la società rediga il bilancio consolidato, controlli un'altra impresa sottoposta a revisione legale oppure, per due esercizi consecutivi, superi i 4 milioni di euro di totale attivo o di ricavi o impieghi mediamente più di 20 dipendenti¹⁸ la S.r.l. è tenuta ad istituire l'organo di vigilanza. Le piccole S.r.l. hanno inoltre la facoltà di scegliere come organo di controllo il collegio sindacale o un revisore contabile¹⁹. Tale situazione di dubbio senso è attualmente discussa in dottrina, poiché i compiti del revisore non coincidono completamente con quelli del collegio sindacale. Entrambi vigilano sull'osservanza delle norme, dello statuto e sulla correttezza dell'organizzazione amministrativa e contabile, ma l'organo di controllo ha un perimetro d'azione più ampio: controlla il perseguimento delle finalità sociali, il rispetto delle regole sulla raccolta fondi e la ripartizione degli utili e certifica la conformità del bilancio sociale alle linee guida ministeriali. Al contrario, il revisore dei conti si limita a verificare la correttezza delle procedure amministrative, delle scritture contabili e del bilancio, attenendosi a delle prassi predeterminate. L'organo di controllo può eseguire anche la revisione dei conti, ma il revisore non può svolgere le funzioni tipiche del collegio sindacale.

Ogni società che intende aprirsi al mercato deve sottoporsi ai controlli di revisione, tale condizione esiste per evitare eventuali frodi o truffe societarie che potrebbero danneggiare gli investitori ed il mercato stesso. Le S.p.a. di solito sono quotate in borsa per reperire capitali e quindi sono tenute per legge a nominare un revisore che ne certifichi i bilanci. Le S.r.l. invece generalmente sono costituite da piccole e medie imprese prive di interesse verso il mercato di capitali, dunque la parte di revisione non le riguarda. Ecco quindi che un'ulteriore differenza è data dalla presenza della revisione contabile all'interno del mondo delle S.p.a. che invece è solitamente assente in quello delle S.r.l. La revisione è svolta dal revisore legale, ossia un professionista esterno e indipendente rispetto alla società sottoposta a verifica che, durante il suo mandato, deve controllare la regolarità della contabilità sociale, la corretta registrazione delle operazioni gestionali e la conformità del bilancio d'esercizio e di quello consolidato, attestandoli con una relazione finale contenente il giudizio ai sensi dell'art. 14, comma 1, del d.lgs. 39/2010²⁰. Pur non essendo fissati i termini massimi per lo svolgimento delle attività di revisione, è comunque richiesto che queste

¹⁸ Codice Civile, LIBRO QUINTO - Del lavoro, Titolo V - Delle società, Capo VII - Della società a responsabilità limitata, Sezione III - Dell'amministrazione della società e dei controlli, Articolo 2477

¹⁹ Codice Civile, LIBRO QUINTO - Del lavoro, Titolo V - Delle società, Capo VII - Della società a responsabilità limitata, Sezione III - Dell'amministrazione della società e dei controlli, Articolo 2477

²⁰ DECRETO LEGISLATIVO 27 gennaio 2010, n. 39

avvengano con la tempestività e la frequenza necessarie. L'attività di revisione è regolata da principi comuni a tutte le società soggette a revisione, senza differenziazioni. Fondamentale è assicurare che la contabilità rifletta la realtà delle operazioni e che il revisore riesca a individuare e correggere eventuali errori che comprometterebbero l'attendibilità del bilancio. Sebbene il controllo analitico di ogni singola operazione e voce di bilancio esuli dai principi di revisione, il revisore è chiamato, nei limiti dei suoi poteri e con i mezzi a disposizione, a intraprendere interventi correttivi per tutelare soci e terzi. Qualora emergano segnali di anomalia o sospetti di irregolarità, è sua responsabilità intensificare i controlli, passare da verifiche a campione a ispezioni più approfondite, e adottare tutti gli accertamenti necessari per chiarire la situazione.

2.2 Modello di governance principale italiano

Il modello tradizionale riveste importanza nel diritto societario perché, in assenza della scelta per uno degli altri due modelli (monistico o dualistico), esso viene comunque applicato. In questo sistema, l'Assemblea degli azionisti nomina sia il Consiglio di Amministrazione (CdA) sia il Collegio Sindacale; quest'ultimo, affiancato dall'azione di controllo esercitata dalle società di revisione o da un revisore dei conti, costituisce l'organo di corporate governance che distingue questo modello dagli altri. L'imposizione di specifici quorum per la validità della convocazione assembleare sottolinea il ruolo attribuito all'Assemblea, intesa come collegamento tra la proprietà e la gestione dell'impresa, garantendo anche la rappresentatività minima della proprietà.

I compiti dell'organo amministrativo consistono essenzialmente nell'assumere decisioni sulla gestione della società e nel valutare l'adeguatezza del sistema organizzativo e dei controlli interni. Tale ruolo è formalmente configurato, in quanto gli amministratori, per lo più non esecutivi, si limitano a ratificare le decisioni dell'Amministratore Delegato (AD), che generalmente rappresenta la diretta espressione della coalizione di comando. Ciò porta a un marcato squilibrio di poteri a favore degli amministratori esecutivi e dell'AD, il quale si impone come il principale organo di governo.

Spesso, l'amministratore non esecutivo e, in molti casi, l'intero CdA, partecipano alle decisioni basandosi sulle informazioni fornite dagli amministratori esecutivi, condividendone le responsabilità senza acquisire i relativi poteri. Le dinamiche decisionali, che orientano le scelte degli amministratori esecutivi, sono spesso conosciute solo da questi ultimi, e in presenza di asimmetria informativa il CdA e l'Assemblea degli azionisti si limitano ad approvare o ratificare decisioni altrui, intervenendo al massimo marginalmente e senza una discussione libera all'interno del consiglio.

Affiancato all'organo amministrativo, il Collegio Sindacale ha il compito di vigilare:

- sull'osservanza della legge e dello statuto,
- sul rispetto dei principi di corretta amministrazione,
- sull'adeguatezza dell'assetto amministrativo, organizzativo e contabile e sul suo corretto funzionamento.

Tra i poteri dei sindaci rientra anche la facoltà di convocare l'Assemblea in caso di omissione o ingiustificato ritardo da parte dell'organo amministrativo. Il ruolo formale svolto dal Collegio

Sindacale può coincidere con quello sostanziale, qualora i suoi membri partecipino attivamente agli eventi e alle dinamiche aziendali. Tuttavia, nelle PMI a forte controllo familiare, la concentrazione dei poteri nelle mani dell'AD, rappresentante della coalizione familiare, può indebolire il ruolo dei consiglieri, riducendo in molti casi l'organo di controllo a una funzione prevalentemente formale o comunque poco sostanziale.

2.2.1 L'assemblea degli azionisti

L'Assemblea dei soci²¹ svolge un ruolo prevalentemente formale nella governance, mentre la funzione operativa di governo spetta al CdA. In altre parole, si distingue tra il ruolo formale dell'Assemblea e quello sostanziale, che invece è affidato alle decisioni e alle funzioni del CdA. Infatti, riprendendo la distinzione tra sistemi outsider e insider, nei modelli latini di corporate governance (presi da imprese a conduzione familiare o da una marcata concentrazione proprietaria) il ruolo formale dell'Assemblea tende spesso a coincidere con quello sostanziale. È frequente, infatti, che l'Assemblea sia composta da pochi soci, quasi tutti legati da vincoli familiari, e che essa diventi un'occasione per discutere e prendere decisioni di governo, quasi abbandonando la sua formalità per assumere l'aspetto di una riunione familiare.

Nei sistemi dualistici e monistici, invece, emerge una netta separazione tra l'Assemblea e l'organo amministrativo, ovvero tra proprietà e management. In tali contesti, il ruolo dell'Assemblea è essenzialmente formale, limitandosi a modificare la composizione del CdA e a nominare nuovi manager scelti dal sistema. Gli azionisti, non essendo messi nella condizione di conoscere a fondo i fatti aziendali, esercitano un potere puramente formale, valutando i risultati presentati e ratificando decisioni già prese.

L'importanza formale dell'Assemblea si evidenzia nella validazione delle sedute assembleari, mediante l'imposizione di specifici quorum costitutivi e deliberativi, stabilità in base alla tipologia di delibera. Questi quorum garantiscono che l'Assemblea sia almeno parzialmente rappresentativa della proprietà e che le decisioni siano prese attraverso un adeguato esercizio del diritto di voto. Per coinvolgere l'organo assembleare nei risultati, è prevista la convocazione almeno annuale dell'Assemblea ordinaria, iniziativa che può essere promossa anche da soci rappresentanti almeno un decimo del capitale. La convocazione può essere disposta non solo dal CdA, ma anche dall'organo di controllo qualora quello amministrativo non adempia, e, se necessario, dal Tribunale.

La normativa distingue tra Assemblea ordinaria e straordinaria. Le competenze dell'Assemblea ordinaria comprendono l'approvazione del bilancio, la nomina e la revoca degli amministratori, la designazione dei sindaci, del presidente del Collegio Sindacale e del responsabile del controllo contabile, la determinazione dei compensi (se non stabiliti dallo statuto), l'approvazione dell'eventuale regolamento dei lavori assembleari e altre materie inerenti alla gestione societaria. Le competenze dell'Assemblea straordinaria, invece, riguardano le modifiche statutarie, nonché la nomina, sostituzione e attribuzione dei poteri ai liquidatori, ecc.

²¹ Assemblea dei Soci, Codice Civile, LIBRO QUINTO - Del lavoro, Titolo V - Delle società, Capo V - Società per azioni, Sezione VI - Dell'assemblea, artt. 2363 - 2379 ter.

Sono previsti deleghe di voto per chi non può partecipare direttamente, al fine di evitare la dispersione dei voti e favorire la partecipazione indiretta dei piccoli azionisti. Tali deleghe vengono conferite tramite intermediari, riservati a imprese di investimento, banche, società di gestione del risparmio, SICAV e società di capitali specializzate nella sollecitazione e rappresentanza dei soci in Assemblea. Le limitazioni all'esercizio del diritto di voto derivano dal mancato rispetto degli obblighi informativi, che mirano a rendere trasparente l'assetto proprietario delle società emittenti.

In generale, l'Assemblea degli azionisti risulta essere un organo poco attivo, a cui vengono affidati compiti principalmente formali. Anche quando i compiti sembrano più sostanziali e in grado di influenzare le decisioni degli altri organi di governo, essa tende a limitarsi a ratificare scelte già compiute altrove. Inoltre, nelle imprese con una marcata frammentazione del capitale sociale, l'Assemblea delibera spesso con maggioranze irrisorie, rappresentativa esclusivamente della coalizione di comando.

2.2.1 Il ruolo del consiglio di amministrazione

Il Consiglio di Amministrazione (CdA)²² rappresenta l'organo di governo del sistema tradizionale di corporate governance. Formalmente, esso costituisce il principale strumento direttivo, giocando un ruolo centrale nel processo di governance aziendale poiché è incaricato di gestire l'impresa e di eseguire tutte le operazioni necessarie per il raggiungimento dell'oggetto sociale. Il numero dei suoi componenti varia in base alle dimensioni e al settore di appartenenza, pur mantenendo una numerosità media stabile nel tempo, così come la frequenza delle riunioni (che risulta più alta nel settore finanziario).

Le attività del CdA comprendono la funzione strategica, ossia l'indirizzo e la formulazione della strategia aziendale, la funzione di controllo atta a verificare il conseguimento degli obiettivi e a bilanciare gli interessi di tutti gli stakeholder, e infine le funzioni di gestione che riguardano il coordinamento dell'ambiente interno e la gestione dei rapporti con soggetti esterni. Il CdA deve assicurarsi che il top management persegua la massimizzazione del valore azionario, tenendo conto anche degli interessi di tutti gli stakeholder; a tal fine, il suo ruolo di controllo include la definizione e la verifica dei sistemi di controllo interno, oltre alla valutazione del top management e/o del CEO.

Nel sistema tradizionale, tipico delle imprese a proprietà familiare, il CdA non è incaricato di tutelare direttamente gli interessi di tutti gli azionisti, funzione riservata invece al Collegio Sindacale. Gli amministratori sono nominati inizialmente con atto costitutivo e successivamente dall'Assemblea, restando in carica per un periodo non superiore a tre esercizi, con possibilità di rielezione, e possono anche non essere soci. Il presidente del CdA convoca le riunioni, fissa l'ordine del giorno, coordina i lavori, presiede le votazioni, sottoscrive i verbali e provvede affinché tutti i consiglieri siano adeguatamente informati sulle materie oggetto di dibattito.

Il CdA può delegare alcune delle proprie attribuzioni a un comitato esecutivo, una pratica comune nelle imprese familiari di medie e grandi dimensioni, dove la presenza di numerosi

²² Consiglio di amministrazione, Codice Civile, LIBRO QUINTO - Del lavoro, Titolo V - Delle società, Capo V - Società per azioni, Sezione VI bis - Dell'amministrazione e del controllo, artt. 2382 - 2394

membri della famiglia rende necessaria una struttura più snella per l'adozione tempestiva delle decisioni. Tra le competenze del CdA rientra anche il dovere di svolgere attività di controllo, in particolare sull'operato degli organi delegati e del management; la nomina dei suoi componenti è soggetta a una verifica preventiva per accertare l'assenza di cause di ineleggibilità.

Nel caso in cui sussista una coincidenza di interessi, sia diretti che indiretti, tra amministratori e società, è obbligatorio fornire informazioni dettagliate in proposito. Per garantire un controllo adeguato, il Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana prevede l'attivazione di organi interni al CdA, dedicati a funzioni specifiche (come il Comitato per la remunerazione dei manager e il Comitato per le nomine), nonché la presenza di consiglieri indipendenti. Tale orientamento è il risultato dell'evoluzione della normativa internazionale, che valorizza il ruolo degli amministratori indipendenti per riequilibrare i poteri nella corporate governance a favore di tutti gli azionisti, in particolare per tutelare le minoranze.

Infine, nella maggior parte dei casi il CdA si limita a ratificare decisioni già assunte dagli esponenti della coalizione di controllo, poiché è strettamente legato agli interessi della proprietà familiare. Di conseguenza, nel sistema tradizionale la funzione formale di governo e gestione dell'impresa che il CdA dovrebbe svolgere risulta ampiamente vanificata, in quanto esso approva decisioni prese dalla coalizione di comando familiare, espressa principalmente dal CEO e/o dal proprietario-manager.

2.2.2 Il sistema di controllo interno e le funzioni degli organi di vigilanza

Il collegio sindacale²³ è un organo di governance finalizzato a tutelare gli interessi degli azionisti, incaricato di vigilare sull'amministrazione dell'impresa. Esso è composto da 3–5 membri effettivi e da due supplenti, di cui almeno un membro effettivo e un supplente devono essere iscritti nel registro dei revisori contabili. La sua costituzione avviene con la maggioranza dei componenti, che deliberano a maggioranza assoluta dei presenti. I sindaci sono nominati inizialmente nell'atto costitutivo e successivamente dall'Assemblea, previa verifica dei requisiti richiesti, e il collegio è obbligato a riunirsi almeno ogni 90 giorni.

Il collegio sindacale deve vigilare sull'osservanza della legge e dello statuto, sul rispetto dei principi di corretta amministrazione e sull'adeguatezza dell'assetto amministrativo, organizzativo e contabile, garantendone il corretto funzionamento. Per le società che non accedono al mercato dei capitali di rischio e redigono il bilancio consolidato, al collegio viene affidato anche il controllo contabile. Questi doveri generali si coordinano e integrano con quelli relativi alla sua funzione di comitato per il controllo interno e la revisione contabile, che includono l'efficacia dei sistemi di controllo interno, la revisione interna e la gestione del rischio, la revisione legale dei conti e l'indipendenza del revisore o della società di revisione, con particolare attenzione alla prestazione di no-audit services alla società revisionata.

Per quanto riguarda il dovere di vigilanza sulla revisione legale dei conti, il collegio esercita una supervisione sintetica e procedurale sull'assetto generale e sulle modalità con cui viene condotta l'attività di revisione, dalla pianificazione alla verifica dello stato di avanzamento dei

²³ Collegio Sindacale, Codice Civile, LIBRO QUINTO - Del lavoro, Titolo V - Delle società, Capo V - Società per azioni, Sezione VI bis - Dell'amministrazione e del controllo, artt. 2397 - 2409

lavori, accertandosi che l'attività sia svolta nel rispetto dei principi normativi e degli standard di revisione. Tra i suoi doveri rientra anche l'assistenza e la partecipazione alle riunioni del consiglio di amministrazione e del comitato esecutivo: i sindaci che, senza giustificato motivo, non partecipano ad almeno due adunanze consecutive decadono dall'ufficio.

Tra i poteri dei sindaci rientra la possibilità di convocare l'Assemblea in caso di omissione o ritardo ingiustificato da parte dell'organo amministrativo. I sindaci possono avvalersi di dipendenti e ausiliari, effettuare ispezioni e richiedere agli amministratori informazioni sull'andamento delle operazioni della società e delle eventuali controllate.

La funzione formale del collegio sindacale corrisponde in maniera significativa alla sua attività reale solo se i sindaci possono partecipare attivamente agli eventi e ai fatti aziendali. Per far coincidere pienamente il ruolo formale e sostanziale è necessario che l'indipendenza e la competenza dei sindaci siano adeguate alle funzioni loro affidate. Va infine sottolineato che, nella maggior parte dei casi, si osservano rilevanti sovrapposizioni di ruolo tra il collegio sindacale e la società di revisione.

2.3 Il codice di autodisciplina per le società quotate in Italia

Le prime modifiche rilevanti al Codice di Autodisciplina si sono verificate nel 2002, quando è stato inserito un articolo dedicato alle operazioni con parti correlate, ossia quelle in cui gli amministratori potrebbero avere o meno un interesse indirettamente. Successivamente, nel 2006, sono state apportate altre modifiche sostanziali riguardanti il rapporto con gli azionisti e gli investitori istituzionali: l'articolo dedicato alle assemblee è stato abrogato e quello sui rapporti con gli investitori è stato modificato rinominandolo "Rapporti con gli azionisti" e integrando al suo interno le precedenti raccomandazioni in materia assembleare.

Diversi anni dopo la riforma del 2010 ha perseguito due obiettivi principali: conformarsi alle nuove normative nazionali e comunitarie, e introdurre dei best practice ispirate all'esperienza internazionale. Ve ne sono molteplici ma tra le novità più significative vi sono la differenziazione tra le remunerazioni degli amministratori esecutivi e non esecutivi, la definizione delle condizioni per l'assegnazione delle stock option, il contenimento delle indennità per la cessazione anticipata dei mandati (i cosiddetti "paracadute d'oro") e la precisazione delle funzioni, nonché della composizione, del Comitato per la remunerazione, al fine di assicurare decisioni più corrette.

Tuttavia, è l'introduzione delle nuove regole di autodisciplina nel Codice del 2011 a rappresentare un cambiamento di grande rilievo, in quanto ha portato a una vera e propria ristrutturazione dei meccanismi di controllo interni alle società. In questa fase il focus è stato posto sul Consiglio di Amministrazione, con l'obiettivo di aumentarne l'efficacia, sia incentivando comportamenti volti a migliorarne l'efficienza, sia intervenendo sulla composizione stessa del CdA. Una particolare attenzione è stata dedicata al rafforzamento delle norme sull'indipendenza, soprattutto per quanto riguarda gli amministratori indipendenti, che sono diventati elementi fondamentali in ogni Consiglio, in linea con quanto previsto dalla Legge sul risparmio del 2005 (art. 147 ter, TUF). È possibile vedere queste importanti modifiche in uno studio del Codice condotto da S. Alvaro, P. Ciccaglioni e G.

Siciliano²⁴ che hanno riportato tali novità in un documento di analisi e ricerca per la CONSOB.

Uno dei temi più innovativi introdotti nel Codice di Autodisciplina del 2011 è il Rinnovamento del CdA, in quanto, un Consiglio di Amministrazione efficace si caratterizza per la presenza di un gruppo eterogeneo di amministratori²⁵. Il Codice promuove questa diversità, consentendo al CdA, nel corso del rinnovo, di richiedere l'inserimento di figure che possano integrare le competenze mancanti. Infatti il Consiglio deve comprendere sia amministratori esecutivi sia non esecutivi, i quali, non essendo direttamente coinvolti nella gestione operativa, apportano competenze specifiche e contribuiscono a decisioni più ponderate, specialmente in situazioni in cui potrebbero sorgere conflitti di interesse. Inoltre, esso impone che, all'accettazione della carica, ogni amministratore verifichi di avere il tempo necessario per adempiere con diligenza ai propri compiti, tenendo conto degli propri impegni lavorativi o professionali. Per le società quotate nell'indice FTSE-Mib, il Codice richiede la presenza di almeno due membri indipendenti, che rappresentino almeno un terzo del CdA, e introduce la figura del Lead Independent Director, incaricato di coordinare gli amministratori non esecutivi e di collaborare con il Presidente per garantire una comunicazione tempestiva e completa. Per l'assunzione di nuovi amministratori bisognerebbe creare un istituto del Comitato per le nomine, cui ruolo consultivo e dinamico è quello di esprimere pareri sulla composizione e dimensione del CdA, suggerendo le figure professionali più opportune. È incaricato di proporre candidati per la carica di amministratore indipendente in caso di sostituzione e, qualora si decida di attuare un piano di successione per gli amministratori esecutivi, ne cura l'istruttoria. Il Codice sottolinea l'obbligo degli amministratori di agire informati. In tal senso, il Presidente del CdA non solo deve convocare il Consiglio e definire l'ordine del giorno, ma anche coordinare i lavori in conformità all'art. 2381 c.c., assicurandosi che tutti i consiglieri ricevano, con un congruo anticipo, le informazioni e la documentazione necessaria sulle tematiche in agenda.

Il Codice di Autodisciplina non ha solo provveduto a rendere il CdA più indipendente e professionale ma ha anche trattato importanti tematiche di mercato a livello di comunicazione ed informativa. Per incrementare la trasparenza nella gestione delle società quotate e prevenire conflitti di interesse, il Codice specifica che gli amministratori non possono far parte di consigli di amministrazione di società al di fuori dello stesso gruppo, evitando così che debbano prendere decisioni che riguardino imprese concorrenti o in relazione commerciale. Inoltre, è stata introdotta una raccomandazione uniforme per regolare il trattamento di tutte le informazioni aziendali, che siano privilegiate o meno. In particolare, il Consiglio di Amministrazione, su proposta dell'amministratore delegato o del Presidente, è tenuto a definire una procedura per la gestione della comunicazione interna ed esterna delle informazioni societarie, prestando particolare attenzione a quelle privilegiate per evitare che si diffondano in modo improprio, selettivo o incompleto. Un ulteriore elemento previsto è la redazione di un documento di autovalutazione del CdA²⁶, che deve

²⁴ S. Alvaro, P. Ciccaglioni, G. Siciliano, "L'autodisciplina in materia di corporate governance. Un'analisi dell'esperienza italiana", 2013

²⁵ Diritto Bancario - Il successo sostenibile nel Codice di Autodisciplina 2020: <https://www.dirittobancario.it/art/il-successo-sostenibile-nel-codice-di-autodisciplina-2020-ruolo-dell-organo-di-amministrazione/>

²⁶ Diritto Bancario - L'Organo amministrativo nel Codice di Corporate Governance: <https://www.dirittobancario.it/art/organo-amministrativo-codice-corporate-governance-funzionamento-nomine-ed-autovalutazione/>

contenere tutti i dettagli relativi alla composizione del Consiglio, specificando la qualifica di ciascun membro, eventuali ruoli ricoperti (come quello di CEO), nonché la professionalità ed esperienza accumulata. Inoltre, è necessario fornire informazioni riguardanti la durata media delle riunioni, il grado di partecipazione individuale e i servizi offerti dai consulenti esterni che hanno supportato il CdA durante il processo di autovalutazione.

Dopo il 2011 sono state pubblicate altre versioni del Codice di Autodisciplina (2014, 2015, 2018) fino al 31 dicembre 2020 in cui il Comitato per la Corporate Governance ha approvato il nuovo ed attuale Codice di Corporate Governance. Se la prima edizione del Codice Preda del 1999 presentava principi generali e norme poco vincolanti, adottate con cautela dalle società, la versione del 2006 ha assunto una funzione maggiormente educativa per le imprese e i relativi Consigli di amministrazione. Questo percorso ha favorito lo sviluppo di una cultura improntata alle best practices nella governance aziendale, tendenza poi rafforzata dall'edizione del 2011, che ha posto l'accento sui rapporti e sul ruolo del CdA.

Oggi, con il nuovo Codice, si ritiene che il mercato sia sufficientemente maturo per adottare un modello che armonizzi i principali sistemi anglosassoni ed europei, integrando le nuove tematiche emerse e riconoscendo il ruolo economico della governance. Il Codice evidenzia una convergenza tra diversi ordinamenti, affrontando temi come l'indipendenza degli amministratori, i sistemi di controllo e la protezione degli interessi degli stakeholder. Una delle innovazioni più importanti del Codice 2020 è l'introduzione del concetto di "successo sostenibile", inteso come obiettivo primario per creare valore a lungo termine per gli azionisti, andando oltre il mero profitto finanziario per includere anche gli interessi degli altri stakeholder. In particolare, il principio di sostenibilità rappresenta un elemento centrale della Corporate Social Responsibility (CSR), ovvero una forma di autoregolamentazione aziendale che integra considerazioni sociali e ambientali nella gestione dell'impresa²⁷. Questo approccio, nato negli Stati Uniti con il modello delle Benefit Corporation e l'attenzione ai fattori ESG (Environmental, Social, Governance), è ormai parte integrante di molte società italiane.

Un ulteriore punto di forza del nuovo Codice è la sua semplificazione: organizzato in sei sezioni (rispetto alle dieci delle versioni precedenti) e preceduto da una parte dedicata alle definizioni, il Codice si articola in diversi articoli che trattano aspetti fondamentali della Corporate Governance. In particolare, si affrontano:

- Art. 1 – Il ruolo dell'organo di amministrazione;
- Art. 2 – La composizione degli organi sociali;
- Art. 3 – Il funzionamento dell'organo di amministrazione e il ruolo del presidente;
- Art. 4 – La nomina degli amministratori e l'autovalutazione del CdA;
- Art. 5 – La remunerazione;
- Art. 6 – Il sistema di controllo interno e la gestione dei rischi.

Ogni articolo si articola in due sezioni: in una parte vengono esposti i principi fondamentali che stabiliscono gli obiettivi di una governance efficace, mentre nell'altra vengono proposte indicazioni su come comportarsi per raggiungere tali obiettivi. Inoltre, le aziende che

²⁷ M. Stella Richter jr, *Il "successo sostenibile" del Codice di corporate governance. Prove tecniche di attuazione*, Diritto Bancario, 5 febbraio 2021: <https://www.dirittobancario.it/art/il-successo-sostenibile-del-codice-di-corporate-governance-prove-tecniche-di-attuazione/>

adottano il Codice devono inserire nella relazione sul governo societario informazioni chiare, precise e complete riguardo alle modalità di attuazione delle disposizioni in esso contenute.

Il testo sottolinea sin dall'inizio che l'obiettivo della gestione aziendale è ottenere un successo duraturo e sostenibile. Successivamente, descrive in dettaglio i compiti principali del Consiglio di Amministrazione, che includono: l'approvazione del piano industriale; il controllo regolare dei risultati in relazione agli obiettivi prefissati; la definizione di un livello di rischio in linea con la strategia aziendale e orientato al successo sostenibile; la valutazione del sistema di governance; il controllo interno e la gestione dei rischi; la decisione in merito a operazioni rilevanti; e la gestione della comunicazione sia interna che esterna, con un'attenzione particolare alle informazioni riservate.

Il documento illustra in maniera approfondita le funzioni e le responsabilità del CEO, del Comitato per il Controllo e i Rischi (SCIGR) e del Responsabile della Funzione di Internal Audit (RIA)²⁸. In particolare, il SCIGR, composto esclusivamente da amministratori non esecutivi, per lo più indipendenti e guidato da un presidente indipendente, è incaricato di contribuire in modo sostanziale al successo duraturo dell'azienda. Il Consiglio di Amministrazione definisce le modalità per coordinare i flussi informativi tra i soggetti coinvolti nel SCIGR, evitando duplicazioni e migliorandone l'efficacia. Contestualmente, il CEO ha il compito di costituire e mantenere il comitato, segnalando eventuali criticità. Infine, il RIA verifica il progetto e il funzionamento del SCIGR, assicurandosi che rispetti le linee guida stabilite dal CdA, pur non essendo coinvolto nelle operazioni quotidiane e rispondendo direttamente al Consiglio.

Per concludere, relativamente alla composizione del board, il Codice si fonda su tre principi fondamentali: indipendenza, professionalità e parità di genere, analizzando con precisione le situazioni che potrebbero compromettere, o apparire tali, l'indipendenza dei membri del board. Sul fronte della remunerazione, il Codice di Autodisciplina 2020 afferma che la politica retributiva per amministratori, organo di controllo e top management è finalizzata al successo sostenibile, prevedendo un equilibrio tra componente fissa e variabile in linea con gli obiettivi strategici e la gestione dei rischi, e per gli amministratori non esecutivi viene definito un compenso indipendente da obiettivi finanziari o ESG, adeguato alla competenza e all'impegno richiesti.

Il nucleo dell'innovazione del Codice 2020 è rappresentato dal concetto di "successo sostenibile", che diventa il fulcro del nuovo sistema di autodisciplina e del modello gestionale delle società quotate, segnando un cambiamento nel modo di fare impresa. La sostenibilità, in particolare, assume un ruolo centrale, soprattutto in relazione alle politiche di remunerazione e alle funzioni del comitato per il controllo interno e la gestione dei rischi, richiedendo agli amministratori di considerare non solo gli interessi degli azionisti, ma anche quelli degli altri stakeholder attraverso un dialogo continuo.

²⁸ Risk & Compliance - Codice di Autodisciplina 2020 di Borsa Italiana. SCIGR e Internal Audit: le novità: <https://www.riskcompliance.it/news/codice-di-autodisciplina-2020-di-borsa-italiana-scigr-e-internal-audit-le-novita/>

Capitolo 3: La corporate governance negli Stati Uniti

3.1 Struttura del sistema imprenditoriale statunitense

Il tessuto economico americano è composto da una moltitudine di imprese suddivise in piccole, medie e grandi. Le prime ricoprono circa il 99,9%²⁹ di tutte le imprese del paese e rivestono un ruolo cruciale nel mercato del lavoro statunitense: infatti, metà della forza lavoro privata è impiegata in aziende di piccole dimensioni. L'impennata dell'imprenditorialità dopo la pandemia sembra destinata ad amplificare ulteriormente questa tendenza, rendendo il momento attuale particolarmente favorevole per l'avvio di nuove attività.

Negli ultimi anni, le piccole imprese³⁰ hanno generato oltre il 70% dei nuovi posti di lavoro netti dal 2019, superando la quota del 64% registrata nel ciclo precedente durante la Grande recessione e la successiva ripresa. L'ottimismo imprenditoriale sta ritrovando slancio, evidenziato da vari indicatori che segnalano un significativo miglioramento, parallelamente al calo dell'inflazione. Più del 70% dei dirigenti delle piccole imprese prevede una crescita dei ricavi nel prossimo anno, un livello mai visto dalla pandemia. Inoltre, l'attività imprenditoriale continua a espandersi: negli Stati Uniti si osserva una media mensile di 430.000 nuove domande di impresa nel 2024, con un incremento del 50% rispetto al 2019. Anche le domande di impresa per attività maggiormente orientate ad assumere personale sono aumentate, raggiungendo 140.000 al mese, un incremento del 30% rispetto al 2019. La diversità nel panorama imprenditoriale si accresce ulteriormente: attualmente, il 43% dei lavoratori autonomi è costituito da donne, e le percentuali di neri, asiatici e ispanici tra gli autonomi sono prossime ai massimi storici, segno di un'espansione delle opportunità in maniera più ampia rispetto al passato.

Tuttavia, permangono alcune sfide significative: l'accesso al credito per le piccole imprese resta storicamente limitato; sebbene ci siano segnali di un lieve miglioramento, e i costi operativi per i titolari d'impresa, analogamente a quanto accade per le famiglie, risultano ancora troppo elevati. Nonostante ciò, i recenti progressi evidenziano l'importanza fondamentale delle piccole imprese nell'economia statunitense.

3.1.1 Piccole imprese e creazione di posti di lavoro

Le piccole imprese costituiscono circa il 50% dell'occupazione privata totale. Come mostrato nella figura sottostante, le aziende con meno di 500 dipendenti impiegano il 51% della forza

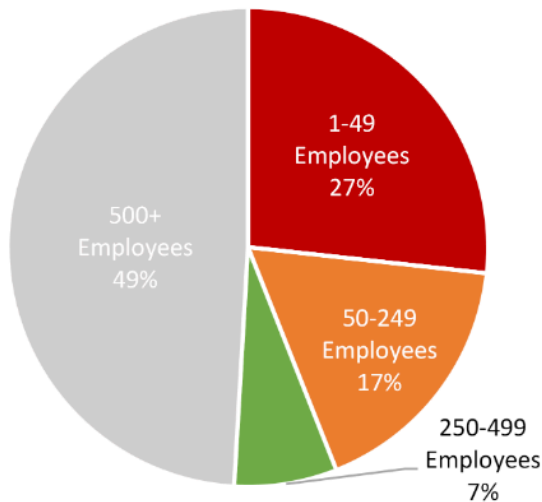
²⁹ Statistiche per le piccole imprese negli Stati Uniti:

<https://www.clearlypayments.com/blog/the-number-of-businesses-in-the-usa-and-statistics-for-2024/>

³⁰ Small Business and Entrepreneurship in the Post-COVID Expansion:

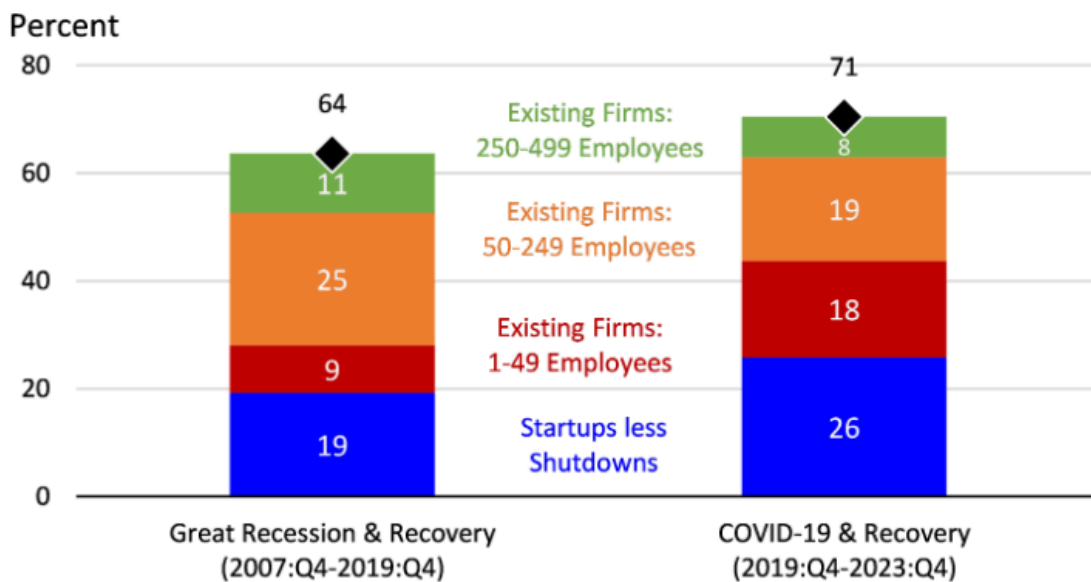
<https://home.treasury.gov/news/featured-stories/small-business-and-entrepreneurship-in-the-post-covid-expansion>

lavoro privata, quelle con meno di 250 dipendenti il 44% e le aziende con meno di 50 dipendenti il 27%.



Fonte: Bureau of Labor Statistics, Business Employment Dynamics utilizzando dati a livello aziendale; calcoli del Dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti.

Dalla pandemia, queste imprese hanno contribuito in maniera sproporzionata alla creazione di nuovi posti di lavoro, rappresentando il 71% dei guadagni netti di occupazione privata rispetto al picco del quarto trimestre del 2019, superando così il 64% del ciclo precedente. In particolare, le start-up hanno generato il 26% dei nuovi posti di lavoro totali (escludendo le imprese che hanno cessato l'attività), in aumento rispetto al 19% dell'ultimo ciclo, mentre le aziende esistenti con meno di 50 dipendenti hanno creato il 18% dei nuovi posti, contro il 9% precedente.



Fonte: Bureau of Labor Statistics, Business Employment Dynamics (BED); calcoli del Dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti.

3.1.2 Tipologie societarie statunitensi

Nel panorama statunitense delle forme societarie³¹, esistono diverse tipologie di entità legali che trovano corrispondenze specifiche nel sistema giuridico italiano. Per quanto riguarda le imprese individuali, la "Sole Proprietorship" corrisponde alla "Ditta Individuale" o, più in generale, a una "Società di Persone", dove la responsabilità e la gestione ricadono sul singolo imprenditore. Analogamente, la "Partnership" si traduce in "Società in Nome Collettivo", una forma di società di persone in cui tutti i soci partecipano attivamente alla gestione e sono responsabili solidalmente. Infine, la "Limited Liability Partnership" (LLP) trova la sua controparte nella "Società in Accomandita Semplice" (SAS), una forma mista in cui coesistono soci accomandatari, responsabili illimitatamente, e soci accomandanti, la cui responsabilità è limitata al capitale conferito.

Invece per le società di notevoli dimensioni si è soliti usare la "Corporation" (spesso indicata con Inc. o Corp.) che equivale alla "Società per Azioni" (SpA), una tipologia di società di capitali caratterizzata dalla possibilità di raccogliere capitali tramite azioni. Oppure è usata la "Limited Liability Company" (LLC), tradizionalmente intesa come società a responsabilità limitata, viene impropriamente equiparata in Italia alla SRL, ovvero alla "Società a Responsabilità Limitata", anch'essa una forma di società di capitali.

Sono queste ultime due sulle quali si focalizzerà la nostra attenzione, poiché è ad esse che si applicano i principi della governance.

3.1.1 Corporation (C-Corp, S-Corp)

La C corporation e la S corporation³² sono due forme societarie regolamentate dall'IRS che, pur presentando differenze sostanziali in ambito fiscale, condividono numerose caratteristiche strutturali e organizzative. La C corporation rappresenta la struttura societaria standard (o predefinita) secondo le norme dell'IRS ed è tassata in base al Subchapter C dell'Internal Revenue Code. La S corporation, invece, è una società che ha eletto uno status fiscale speciale, ottenuto tramite la presentazione del Modulo 2553 e il rispetto di specifiche linee guida, che consente di essere tassata secondo il Subchapter S, offrendo così alcuni vantaggi fiscali.

Indipendentemente dallo status fiscale, entrambe le strutture offrono una protezione a responsabilità limitata: gli azionisti, pur essendo i proprietari della società, non rispondono personalmente dei debiti e delle passività aziendali. Le due forme societarie sono entità giuridiche separate, create mediante il deposito statale dei documenti costitutivi, generalmente noti come Articles of Incorporation o Certificate of Incorporation, che non variano a seconda della scelta di essere tassati come C o S corporation.

Dal punto di vista della struttura, sia le C corps che le S corps sono organizzate con azionisti, direttori e funzionari. Gli azionisti eleggono il consiglio di amministrazione, il quale ha il compito di supervisionare e dirigere le decisioni aziendali, pur non occupandosi delle

³¹ Forme societarie in America: Le società di capitale in America:
<https://www.exportusa.us/forme-societarie-Stati-Uniti.php>

³² Compare S corporation vs C corporation:
<https://www.wolterskluwer.com/en/expert-insights/s-corp-vs-c-corp-differences-benefits>

operazioni quotidiane, che vengono invece gestite dai funzionari nominati. Infine, le leggi statali impongono a entrambe le tipologie societarie l'osservanza di rigorose formalità e obblighi di conformità, come l'adozione di statuti, l'emissione di azioni, la tenuta di riunioni per azionisti e direttori, il mantenimento di un agente registrato e di una sede legale, nonché la presentazione di relazioni annuali e il pagamento delle relative quote.

Le società S e le società C presentano differenze sostanziali sia in termini di tassazione che di proprietà aziendale, elementi fondamentali per i titolari di piccole imprese che devono decidere il trattamento fiscale più vantaggioso.

Le società di tipo C sono entità tassabili separatamente. Ciò significa che devono presentare una dichiarazione dei redditi aziendale (modulo 1120) e pagare le tasse a livello societario. Se il reddito dell'azienda viene distribuito ai titolari sotto forma di dividendi, si verifica una doppia imposizione: prima viene tassato il reddito a livello aziendale e poi, quando i dividendi vengono percepiti dai titolari, essi sono soggetti all'imposta sul reddito personale. Invece, le S corporation sono entità fiscali pass-through. Esse presentano una dichiarazione federale informativa (modulo 1120S) e non pagano tasse a livello aziendale; i profitti o le perdite dell'azienda vengono trasferiti direttamente ai titolari, i quali li riportano nelle proprie dichiarazioni dei redditi personali e pagano le imposte in base al reddito individuale. È importante sottolineare che, indipendentemente dal tipo societario, l'imposta sul reddito delle persone fisiche viene applicata sia su eventuali stipendi percepiti dalla società sia su dividendi.

Dal punto di vista della proprietà, le leggi statali sulle società non distinguono tra società S e società C; tuttavia, l'Internal Revenue Code impone restrizioni specifiche per le S corp. Queste ultime, infatti, sono limitate a un massimo di 100 azionisti e i possessori delle azioni devono essere cittadini o residenti negli Stati Uniti. Inoltre, le S corp non possono essere possedute da società C, da altre società S (con alcune eccezioni), LLC, partnership o da molti trust, e possono emettere una sola categoria di azioni (escludendo eventuali differenze nei diritti di voto). Al contrario, le società C non hanno restrizioni riguardanti il numero e il tipo di azionisti, potendo emettere più categorie di azioni. Questo confronto evidenzia come la scelta tra una società S e una società C debba essere ponderata attentamente, tenendo in considerazione sia gli aspetti fiscali che quelli relativi alla struttura della proprietà aziendale.

3.1.1.a S-Corporation

Le società S offrono una serie di vantaggi e svantaggi che le differenziano dalle C corp. Tra i principali vantaggi, vi è il sistema di tassazione a singolo livello: infatti, una S corp non è soggetta a un'imposta sul reddito a livello aziendale, e di conseguenza ogni distribuzione di reddito viene tassata esclusivamente a livello individuale. Inoltre, grazie al Tax Cuts and Jobs Act del 2017, gli azionisti idonei possono beneficiare di una detrazione fino al 20% sul reddito d'impresa qualificato netto. Un ulteriore punto di forza è rappresentato dalla possibilità di trasferire le perdite della società agli azionisti, i quali possono utilizzarle per compensare i propri redditi, sebbene tale meccanismo sia soggetto a precise restrizioni normative.

Dall'altro lato, le limitazioni imposte alle S corp possono rappresentare degli svantaggi rilevanti. In primo luogo, il numero di azionisti è limitato a 100, il che impedisce la quotazione

in borsa e restringe la capacità della società di raccogliere capitali da nuovi investitori. Le restrizioni si estendono anche ai requisiti per gli azionisti: questi devono essere persone fisiche (con alcune eccezioni) e cittadini o residenti negli Stati Uniti, rendendo più difficile l'accesso a finanziamenti da parte di fondi di capitale di rischio o private equity, che solitamente non soddisfano tali requisiti. Inoltre, per mantenere lo status di S corp, la società non può emettere azioni privilegiate o creare classi differenti di azioni, limitando la possibilità di offrire preferenze sugli utili o altri vantaggi agli investitori. Infine, le restrizioni al trasferimento delle azioni sono spesso imposte per evitare che la proprietà finisca nelle mani di soggetti non idonei, il che può complicare l'uscita degli azionisti dalla società.

3.1.1.b C-Corporation

Le società di tipo C offrono numerosi vantaggi che le rendono particolarmente attraenti per molte imprese. In primo luogo, non vi è alcun limite al numero di azionisti, il che consente a queste società di attingere a un ampio bacino di investitori. Inoltre, non esistono restrizioni sulla proprietà: sia entità commerciali sia cittadini non statunitensi possono detenere azioni, ampliando ulteriormente le opportunità di investimento. Un ulteriore punto di forza riguarda la flessibilità nella struttura azionaria, in quanto le società C possono emettere più classi di azioni, comprese quelle con diritti preferenziali sui dividendi e sulle distribuzioni.

Dal punto di vista fiscale, la riforma del 2017 ha stabilito un'aliquota fissa del 21% per le società C, abbassando significativamente il carico fiscale e eliminando l'imposta minima alternativa. Questo tasso è notevolmente inferiore rispetto all'aliquota massima dell'imposta sul reddito delle persone fisiche, attualmente fissata al 37%, offrendo così un vantaggio competitivo in termini di tassazione. Inoltre, la maggiore libertà strutturale, in assenza delle restrizioni imposte alle società S, facilita l'accesso a fonti di finanziamento azionario, permettendo alle società C di reperire capitali in maniera più efficace. Tuttavia, è importante considerare anche lo svantaggio principale di questa forma societaria, ovvero la doppia imposizione. Infatti, nonostante i benefici fiscali e organizzativi, le società C pagano le tasse sui propri utili, e successivamente gli azionisti sono tassati sui dividendi distribuiti, con il rischio di una tassazione complessiva maggiore. Questo aspetto rappresenta un elemento critico che le imprese devono valutare attentamente quando scelgono la struttura societaria più adatta alle proprie esigenze.

3.1.2 Limited Liability Company (LLC)

Una società a responsabilità limitata (LLC)³³ è una struttura aziendale diffusa negli Stati Uniti che offre ai suoi membri una protezione significativa, limitando la responsabilità personale in caso di debiti, azioni legali o altre passività. In altre parole, se la LLC contrae debiti o viene

³³ C corp vs LLC: Differences, similarities and how to choose between them: <https://stripe.com/en-nl/resources/more/c-corp-vs-llc#how-to-choose-between-an-llc-and-a-c-corp>

citata in giudizio, in genere sono a rischio solo i beni aziendali, mentre i beni personali dei soci (come case, auto e conti bancari) restano protetti.

La LLC, rappresenta una forma societaria caratterizzata da grande flessibilità, unendo protezione e semplicità operativa. In primo luogo, i membri beneficiano della responsabilità limitata, in quanto non sono personalmente responsabili per i debiti e le passività dell'azienda, similmente a quanto avviene nelle corporation, garantendo così una solida protezione del patrimonio personale. Inoltre, la tassazione pass-through consente che il reddito (o la perdita) dell'azienda venga direttamente imputato alle dichiarazioni dei redditi personali dei proprietari, evitando la doppia imposizione tipica di altre forme societarie, come le C corp. La gestione e la struttura proprietaria risultano altresì estremamente flessibili: la LLC può essere amministrata direttamente dai membri, che partecipano attivamente alle decisioni, oppure affidata a manager designati, permettendo di adottare il modello di governance più adatto alle esigenze dell'azienda. Un ulteriore vantaggio riguarda la riduzione degli oneri burocratici e dei requisiti formali: rispetto alle corporation, le LLC richiedono meno formalità, come riunioni annuali o la redazione di verbali, contribuendo a contenere le spese legali e contabili. Inoltre, le LLC offrono la possibilità di una distribuzione flessibile degli utili, che può essere personalizzata secondo quanto stabilito nell'accordo operativo, bilanciando eventuali disparità tra i membri. Infine, in molti stati, la LLC gode dell'esistenza perpetua, in quanto non si scioglie automaticamente in caso di uscita o decesso di un membro, potendo continuare l'attività se previsto da un apposito accordo operativo.

Nella scelta tra una LLC e una C corp, è importante valutare diversi aspetti chiave. Innanzitutto, dal punto di vista della tassazione, la LLC si caratterizza per il sistema pass-through, mentre una C corp subisce la doppia imposizione: la società paga le tasse sui profitti e, successivamente, gli azionisti vengono tassati sui dividendi. Tuttavia, le C corp consentono di dedurre il costo dei benefit per i dipendenti, offrendo vantaggi in tal senso.

Per quanto riguarda le opportunità di investimento, le C corp risultano spesso preferite, soprattutto se l'obiettivo è attrarre venture capitalist o procedere a una quotazione in borsa, grazie alla possibilità di avere un numero illimitato di azionisti e una struttura societaria più familiare agli investitori. Al contrario, le LLC, pur offrendo flessibilità e vantaggi fiscali, possono essere meno attraenti per certi tipi di investimenti a causa della loro struttura meno standardizzata.

La struttura di gestione differisce notevolmente: nelle C corp la gestione è divisa in azionisti, direttori e funzionari, creando una chiara suddivisione dei ruoli ma anche potenziali complessità amministrative, mentre le LLC permettono una gestione più snella e adattabile, potendo essere governate direttamente dai membri o affidate a manager esterni o interni.

Infine, i requisiti amministrativi e la distribuzione degli utili variano tra le due strutture. Le C corp devono rispettare formalità più rigide, come la tenuta di riunioni annuali e la registrazione di verbali, e distribuiscono gli utili in base al numero di azioni possedute. Le LLC, invece, offrono maggiore libertà nella gestione burocratica e nella modalità di distribuzione dei profitti, come definito nel loro accordo operativo, e sebbene in alcuni stati la loro durata possa essere influenzata dalla presenza dei membri, molti ordinamenti permettono la continuità dell'attività anche in caso di variazioni nella compagine societaria.

In sintesi, la scelta tra una LLC e una Corp dipende dalle specifiche esigenze dell'azienda: mentre la LLC offre protezione, semplicità, flessibilità e vantaggi fiscali attraverso la tassazione pass-through, la Corp risulta più adatta se si punta a investimenti esterni, a una gestione strutturata e alla possibilità di crescere in maniera illimitata nel numero degli azionisti.

3.2 Il ruolo degli azionisti e del consiglio di amministrazione

3.2.1 Assemblea degli azionisti (shareholders meeting)

I soci si incontrano almeno una volta all'anno in quella che viene chiamata assemblea ordinaria o general meeting, mentre le assemblee straordinarie (special meetings) non seguono un calendario fisso, ma vengono convocate su richiesta dei soci o dallo stesso consiglio di amministrazione in presenza di circostanze particolari che richiedono un intervento³⁴. È importante osservare che l'assemblea dei soci non possiede un'ampia autonomia decisionale. Tra i poteri degli azionisti sono inclusi: la nomina e la revoca dei membri del consiglio di amministrazione, l'approvazione di operazioni societarie che, altrimenti, sarebbero invalide o soggette ad annullamento se non ratificate, la possibilità di inviare "raccomandazioni" agli amministratori, nonché l'approvazione o il rifiuto di modifiche allo statuto e di operazioni straordinarie, come ad esempio fusioni, scioglimenti, e simili³⁵. I soci, inoltre, hanno il diritto di esprimere delle raccomandazioni al consiglio su specifiche questioni societarie; pur non avendo valore giuridico vincolante, tali raccomandazioni rappresentano comunque l'orientamento della proprietà e vengono spesso seguite dagli amministratori. Per legge, gli azionisti hanno il potere di dare o negare il via libera a tutte le modifiche sostanziali della struttura societaria proposte dal consiglio, come le modifiche statutarie, le fusioni (mergers and consolidations), lo scioglimento o la cessione, totale o parziale, di asset rilevanti³⁶.

Il rapporto tra azionisti e amministratori, unitamente ai doveri imposti a questi ultimi, rappresenta uno degli aspetti più critici³⁷. Esistono infatti diverse regole volte a bilanciare le funzioni e i poteri dei due organi. Ad esempio, mentre agli azionisti spetta decidere su questioni di elevata importanza (come fusioni, scioglimenti o modifiche statutarie) la gestione ordinaria è demandata al consiglio di amministrazione, che può operare direttamente o delegare tale competenza. Tuttavia, sia secondo il MBCA che le normative di molti altri stati³⁸, se gli amministratori non presentano una proposta su una materia che rientra nella competenza dell'assemblea, e non decidono di sottoporla agli azionisti, questi ultimi non possono intervenire autonomamente. In numerose operazioni è richiesta una collaborazione tra amministratori e soci: ai soci può essere chiesto di ratificare o respingere determinate operazioni societarie o affari che sono stati deliberati dagli stessi amministratori. Tale ratifica si rende, in genere, necessaria quando gli amministratori hanno interessi personali nell'operazione o quando sono essi stessi officer o direttori, in modo da tutelarsi da eventuali

³⁴ Delaware General Corporation Law (DGCL), §211(d) – Annual and special meetings

³⁵ Clark, R. C. (1986). *Corporate Law*. Little, Brown & Co.

³⁶ Model Business Corporation Act, §§10.03–10.05

³⁷ Coffee, J. C., & Sale, H. A. (2021). *Securities Regulation: Cases and Materials* (14th ed.). Foundation Press

³⁸ Model Business Corporation Act, §8.25

responsabilità o costi legali. Il mezzo principale attraverso cui gli azionisti possono far rispettare la loro volontà sugli amministratori è la possibilità di revoca dalla carica³⁹. In passato, i soci potevano rimuovere un amministratore prima della scadenza del mandato solo in caso di giusta causa (una procedura nota come "motion") garantendo all'amministratore interessato il giusto processo, che includeva il diritto di essere ascoltato personalmente.

3.2.2 Consiglio di amministrazione (Board of directors)

In passato, le normative di quasi tutti gli Stati imponevano che il consiglio fosse composto almeno da tre membri e richiedevano spesso che tali membri soddisfacessero specifici criteri personali (per esempio, essere azionisti della società o risiedere nello Stato in cui era costituita la società). Oggi tali vincoli sono stati eliminati: non si richiedono più requisiti soggettivi e, soprattutto negli Stati nordamericani, il consiglio può essere composto anche da un unico membro o da più membri, sebbene gli statuti possano comunque prevedere determinate condizioni per chi aspira alla carica⁴⁰.

Il numero effettivo degli amministratori è dunque stabilito liberamente dallo statuto di ciascuna società, mentre le modalità per modificare questo numero variano a seconda della legislazione locale⁴¹. In alcune giurisdizioni, spetta al medesimo consiglio il compito di variare il numero dei suoi membri; in altri casi, sebbene lo statuto indichi un numero fisso, gli amministratori possono comunque essere autorizzati a modificare le norme statutarie in merito. Questa disciplina cerca di trovare un equilibrio: da un lato si vuole concedere agli amministratori la libertà di scegliere collaboratori di loro gradimento senza dover attendere il consenso degli azionisti e di decidere se sostituire o meno i membri uscenti; dall'altro, si intende evitare che il consiglio possa essere modificato in modo tale da manipolare il proprio assetto senza il controllo degli azionisti.

Solo le persone fisiche possono essere nominate come membri del consiglio⁴². Le regole su come si devono svolgere le riunioni sono solitamente descritte in dettaglio nello statuto, anche se nei documenti costitutivi e nelle leggi si trovano le disposizioni minime essenziali⁴³.

Il presidente del consiglio, noto come chairman, rappresenta la figura chiave durante le riunioni⁴⁴. Egli viene eletto annualmente dal consiglio e ha il compito di dirigere gli incontri. Spesso viene scelto il dirigente più anziano tra gli executive officers (in pratica, il presidente o il CEO della società) e le sue responsabilità, che possono essere indicate nello statuto o derivare dalla prassi consolidata, includono: condurre la riunione, fissare l'ordine del giorno, partecipare alla redazione del documento informativo distribuito agli amministratori prima dell'incontro, convocare riunioni straordinarie e individuare i candidati per i vari comitati che il consiglio può istituire. In caso di assenza, un vice-presidente assume temporaneamente le funzioni del presidente.

³⁹ Roberta Romano, *The Genius of American Corporate Law* (AEI Press, 1993), 55

⁴⁰ Delaware General Corporation Law, 8 Del. C. § 141(b)

⁴¹ Delaware General Corporation Law, 8 Del. C. § 141(b)

⁴² Delaware General Corporation Law, 8 Del. C. § 141(b)

⁴³ Delaware General Corporation Law, 8 Del. C. § 141(a)

⁴⁴ Delaware General Corporation Law, 8 Del. C. § 142(b)

Le riunioni del consiglio si dividono in ordinarie e straordinarie. Le riunioni ordinarie, che possono avvenire a cadenza settimanale, mensile, trimestrale o a intervalli regolari stabiliti dallo statuto o decisi dagli stessi amministratori, non richiedono l'invio di un avviso di convocazione, essendo già programmate⁴⁵. Di solito, viene fissata una riunione subito dopo l'assemblea annuale degli azionisti e, nelle società quotate, il numero di incontri annuali non supera di norma le dodici sessioni.

Le riunioni straordinarie, invece, sono quelle non pianificate, convocate per affrontare nuove esigenze emerse durante l'esercizio. Per esse è necessario inviare un avviso di convocazione almeno due giorni prima dell'incontro, che indichi data, ora, luogo e argomenti da discutere; tuttavia, lo statuto o l'atto costitutivo possono esonerare dalla necessità dell'avviso, previo consenso scritto degli amministratori prima, durante o anche dopo la riunione⁴⁶. Diversamente da quanto avviene nelle assemblee degli azionisti, in questi incontri il consiglio può affrontare qualsiasi questione, anche se non compresa nell'avviso preliminare.

Infine, in merito ai quorum per l'approvazione delle decisioni del consiglio, normalmente è sufficiente la maggioranza dei presenti⁴⁷. Tuttavia, in alcune società, in particolare nelle closely held corp., alcune deliberazioni richiedono il consenso unanime degli amministratori, conferendo così a ciascuno di essi un potere di veto.

3.2.3 Doveri degli amministratori

In primo luogo, occorre considerare il dovere di diligenza (duty of care⁴⁸), ovvero l'obbligo di eseguire i propri compiti con la massima attenzione. Tale principio deriva dai principi generali che impongono di agire con cura, tipici della dottrina sulla negligence. Questo dovere si articola in quattro obblighi principali, ognuno con le proprie responsabilità:

1. Controllo (sorveglianza): Gli amministratori devono vigilare affinché la gestione dell'impresa segua modalità ragionevoli. In passato il consiglio di amministrazione veniva considerato direttamente responsabile della gestione, ma oggi la gestione operativa è affidata ai full time managers, mentre il consiglio assume prevalentemente un ruolo di supervisione e ha il potere di nominare e revocare tali manager.
2. Informazione: Gli amministratori sono tenuti a verificare che le informazioni ricevute siano attendibili e, in caso di dubbi, approfondire personalmente l'analisi per accertarne la veridicità.

⁴⁵ Delaware General Corporation Law, 8 Del. C. § 141(a)

⁴⁶ Delaware General Corporation Law, 8 Del. C. § 229

⁴⁷ Delaware General Corporation Law, 8 Del. C. § 141(b)

⁴⁸ Morrison & Foerster LLP. "Ask a MoFo: What Fiduciary Duties Do I Have as a Director of a Delaware Corporation?" Last modified June 28, 2023.

<https://www.mofo.com/resources/insights/230628-fiduciary-duties-director-of-a-delaware-corporation>

3. Comportamento ragionevole: Durante il processo decisionale, è indispensabile agire in maniera equilibrata e ponderata.
4. Decisioni ragionevoli: Le scelte finali devono essere prese in modo consapevole e ragionevole, considerando sia gli aspetti formali che sostanziali del processo decisionale.

Il dovere di controllo si fonda sulla necessità che il consiglio di amministrazione, come organo di ultima istanza, vigili sull'operato degli amministratori esecutivi, garantendo attraverso sistemi informativi idonei la corretta gestione e il monitoraggio delle attività aziendali. Pur concedendo una certa libertà nell'organizzazione di tali sistemi, è imprescindibile che le soluzioni adottate siano ragionevoli.

Il dovere di indagine (*duty of inquiry*⁴⁹) impone agli amministratori di adottare tutte le misure appropriate per verificare l'affidabilità delle informazioni, specialmente quando queste sollevano dubbi o preoccupazioni. Se emergono incertezze, l'amministratore è chiamato a verificare personalmente o a reperire le informazioni necessarie.

Gli ultimi due doveri, cioè l'obbligo di agire in modo ragionevole e di prendere decisioni ponderate, riguardano entrambi il compito di garantire che il processo decisionale sia eseguito con cura, sia dal punto di vista formale che sostanziale.

Si passa poi al dovere di lealtà (*duty of loyalty*⁵⁰), che richiede agli amministratori e agli incaricati di comportarsi in maniera corretta quando operano anche in situazioni che coinvolgono interessi personali. Tale dovere si applica, ad esempio, quando si manifestano potenziali conflitti di interesse, sia tramite atti contrattuali sia con comportamenti che, pur non formalizzandosi in contratti, possono sfociare in concorrenza rispetto all'attività della società.

Inoltre, esistono regole riguardo alle cosiddette "corporate opportunities", cioè quelle opportunità di guadagno su cui la società può avere un diritto o una ragionevole aspettativa. L'amministratore non deve approfittare di tali occasioni a vantaggio personale.

Infine, amministratori e funzionari sono tenuti a non intraprendere attività in concorrenza con la società, principio strettamente collegato all'appropriazione indebita delle corporate opportunities.

Oltre a questi obblighi, è fondamentale ricordare che amministratori e dirigenti devono sempre agire nel rispetto della legge (*duty to act lawfully*). L'inosservanza delle norme, anche se finalizzata a ottenere vantaggi per la società, genera responsabilità personali, e in tali casi non si applica la presunzione di correttezza tipica della business judgment rule.

⁴⁹ Stephen M. Bainbridge, *Corporate Law*, 3rd ed. (Foundation Press, 2015)

⁵⁰ Delaware Division of Corporations. "The Delaware Way: Deference to the Business Judgment of Directors." Accessed May 14, 2025. <https://corplaw.delaware.gov/delaware-way-business-judgment/>

Per quanto concerne la buona fede (*duty of good faith*⁵¹), pur essendo recentemente oggetto di un'analisi più approfondita dalla giurisprudenza del Delaware (che ne ha definito in modo dettagliato le caratteristiche, riconoscendola come obbligo autonomo separato dai tradizionali *care* e *loyalty*) tale concetto era già presente in diverse legislazioni societarie e pronunci giudiziarie. I pilastri su cui si fonda la buona fede sono:

1. Onestà soggettiva e sincerità: L'amministratore deve credere veramente di agire nell'interesse della società; ciò implica che ogni documento, prospetto o rapporto sia redatto con veridicità e correttezza, integrando requisiti sia soggettivi che oggettivi (questi ultimi di maggiore rilevanza).
2. Rispetto degli standard di correttezza: L'amministratore non deve violare le consuetudini generalmente riconosciute per la gestione degli affari.
3. Osservanza dei principi del diritto societario: Analogamente all'articolo 2 dell'Uniform Commercial Code, il concetto implica sia l'onestà *de facto* sia il rispetto di standard commerciali ragionevoli nel trattare con equità.
4. Fedeltà all'ufficio: Questo aspetto comporta il rispetto delle obbligazioni assunte, in linea con le ragionevoli aspettative degli azionisti.

3.2 Il sistema di controllo interno: audit, compliance e best practices di governance

3.2.1 Corporate governance e comitato di audit

Inizialmente negli USA gli organi all'interno delle società erano solamente l'assemblea degli azionisti ed il consiglio di amministratore. Non esisteva una forma di "collegio sindacale" in quanto il compito svolto da quest'ultimo era compiuto direttamente dagli amministratori. Come però indicò il rapporto⁵² pubblicato dal Public Oversight Board dell'AICPA nel 1993

"La corporate governance negli Stati Uniti non funziona come dovrebbe... Si tratta del fallimento da parte di troppi consigli di amministrazione nel far funzionare il sistema come dovrebbe... Una governance aziendale più efficace dipende in modo vitale dal rafforzamento del ruolo del consiglio di amministrazione."

I casi di frode contabile che coinvolsero società quali Enron, Global Crossing, Adelphia e WorldCom accentuarono le preoccupazioni circa l'assenza di una supervisione rigorosa da parte dei consigli di amministrazione e dei comitati di audit, evidenziando carenze nel controllo dei processi di rendicontazione finanziaria e delle funzioni di revisione. In questo

⁵¹ Jones Day. "Good Faith Issues Present New Risks for Directors and Officers." February 2005. <https://www.jonesday.com/-/media/files/publications/2005/02/good-faith-issues-present-new-risks-for-directors/files/good-faith-issuespdf/fileattachment/good-faith-issues.pdf>.

⁵²Special Report by the Public Oversight Board of the SEC Practice Section, AICPA: Issues Confronting the Accounting Profession: Litigation, Self-regulation, Standards, Public Confidence, Professional Practice, American Institute of Certified Public Accountants. Public Oversight Board, 1993

contesto, la corporate governance americana venne duramente criticata per la sua incapacità di garantire una vigilanza adeguata.

Nel suo discorso sullo Stato dell'Unione, il presidente George W. Bush⁵³ evidenziò la gravità del problema, sostenendo che l'adozione di standard contabili più stringenti e di requisiti di trasparenza più severi fosse indispensabile per rendere le aziende responsabili nei confronti dei dipendenti e degli azionisti, obbligandole a rispettare standard etici molto elevati.

Il Blue Ribbon Committee⁵⁴ aggiunse che una buona governance aziendale si fonda su relazioni di responsabilità tra i principali attori aziendali, contribuendo così a migliorare le prestazioni complessive dell'impresa. In sostanza, il management deve rendere conto al consiglio, e il consiglio agli azionisti, favorendo una collaborazione efficace volta al rispetto delle normative legali e degli standard etici. Questo controllo implica la necessità di adottare politiche contabili di elevata qualità, controlli interni affidabili e l'impiego di revisori esterni indipendenti, tutti strumenti essenziali per prevenire le frodi, ridurre i rischi finanziari e garantire una comunicazione chiara, tempestiva e precisa delle informazioni rilevanti.

Infine, il comitato trasse tre conclusioni principali:

1. La qualità nelle relazioni finanziarie è possibile solo se esiste una comunicazione trasparente e una collaborazione stretta tra il consiglio di amministrazione, il comitato di audit, il management e i revisori;
2. Un rafforzamento della supervisione nel processo di rendicontazione finanziaria delle società quotate aiuterà a prevenire le frodi;
3. La trasparenza, l'integrità e la qualità dei bilanci rafforzano la fiducia degli investitori nel mercato, mentre le frodi compromettono questa fiducia.

3.2.2 History of Audit committees

Fu proprio a causa di quei fallimenti aziendali dovuti a comportamenti illeciti che crebbe notevolmente l'interesse verso il ruolo e il funzionamento dei comitati di audit. Il loro successo nella supervisione delle attività aziendali dipendeva fortemente dalla qualità dei rapporti e della collaborazione con gli altri attori della governance, quali il consiglio di amministrazione, il management, revisori sia interni che esterni, consulenti legali e professionali, nonché dalle autorità regolamentari e dagli enti che definiscono gli standard.

Le regole recentemente introdotte dagli organismi di controllo dei mercati (NYSE e NASDAQ)⁵⁵ per le società quotate, che operavano sia su AMEX che su NASDAQ, stabilirono criteri stringenti riguardo all'indipendenza, alla composizione e alla struttura dei comitati di audit. L'attenzione crescente dedicata alla corporate governance evidenziò come i comitati di audit fossero essenziali per garantire un controllo efficace delle aziende. Arthur

⁵³ Discorso Bush, articolo del giornale, THE WALL STREET JOURNAL, <https://www.wsj.com/articles/SB1015460971646141720>

⁵⁴ BRC, 1999, <https://www.sec.gov/news/press/pressarchive/1999/99-14.txt>

⁵⁵ Carpenter Wellington. NYSE vs NASDAQ: Key Similarities and Differences. url: <https://carpenterwellington.com/post/nyse-nasdaq-key-similarities-differences/#:~:text=The%20NYSE%20is%20known%20for.companies%20listed%20on%20the%20NYSE>

Levitt⁵⁶, ex presidente della SEC, sottolineò che una supervisione rigorosa del processo di rendicontazione finanziaria fosse fortemente legata all'azione di comitati di audit solidi e indipendenti, in grado di tutelare l'interesse pubblico.

Secondo Rezaee⁵⁷, lo sviluppo storico dei comitati di audit mostrò come molte imprese ebbero istituito questi organi per migliorare la comunicazione con i revisori esterni. Oggi, il loro mandato si è ampliato: oltre alla vigilanza sulla rendicontazione finanziaria, devono monitorare anche la governance complessiva, i controlli interni e i processi di audit sia interni che esterni.

Le regole della SEC hanno avuto un impatto notevole nel definire come debbano essere strutturati e operare i comitati di audit, facendo emergere l'importanza dell'esperienza e della conoscenza in materia contabile tra i loro membri. In sostanza, per garantire una supervisione efficace, il comitato deve essere composto da persone indipendenti, competenti e con una solida preparazione finanziaria, nonché supportate da risorse adeguate e correttamente retribuite.

Il Sarbanes-Oxley Act del 2002 ha poi stabilito una serie di requisiti fondamentali, come l'obbligo che il comitato sia formato esclusivamente da membri indipendenti, che abbia la responsabilità diretta sui revisori esterni e possa avvalersi di consulenti, oltre a disporre dei fondi necessari, ottenere report dettagliati sulle politiche contabili critiche e garantire la presenza di almeno un esperto finanziario. Inoltre, il rapporto annuale del comitato, obbligatorio nel proxy statement, deve evidenziare se sono state svolte le attività di controllo e discussione dei bilanci in collaborazione sia con il management che con i revisori, pur comportando alcuni rischi aggiuntivi in termini di responsabilità per i membri coinvolti.

3.2.3 Duties of Audit Committee

Precedentemente si è visto perché il comitato di revisione sia nato, in questo paragrafo verrà mostrato di cosa esso si occupi⁵⁸.

Il comitato per il controllo interno si occupa di esaminare approfonditamente le questioni rilevanti e di valutare i giudizi espressi dal management nei bilanci, verificando anche in che modo le iniziative contabili e normative incidano sui risultati finanziari⁵⁹. Allo stesso tempo, il comitato di audit è deputato a garantire l'adozione di politiche e procedure efficaci per prevenire e identificare frodi quali appropriazioni indebite, atti di corruzione e manipolazioni contabili; a tale scopo, collabora strettamente con il management per implementare le misure necessarie all'identificazione tempestiva delle anomalie⁶⁰. In questo contesto, il comitato di audit ha anche il compito di accertarsi che il management si attenga alle

⁵⁶ Arthur Levitt, Chairman, U.S. Securities & Exchange Commission, To the Financial Executives Institute, New York, New York, November 16, 1998, <https://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch227.htm>

⁵⁷ Rezaee, 2002, Financial Statement Fraud: Prevention and Detection.

⁵⁸ Audit committee, <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/accounting/audit-committee/>

⁵⁹ COSO (Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission), *Internal Control — Integrated Framework*, 2013

⁶⁰ Association of Certified Fraud Examiners (ACFE), *Report to the Nations: Global Study on Occupational Fraud and Abuse*, 2022

normative anticorruptive, valutando l'efficacia dei controlli interni e verificando la corretta applicazione delle leggi in materia, come il Foreign Corrupt Practices Act (FCPA) negli Stati Uniti⁶¹.

Parallelamente, il comitato di revisione si riunisce regolarmente con il management e il revisore indipendente per discutere i bilanci certificati, siano essi trimestrali o annuali, e per analizzare le comunicazioni pubbliche sugli utili, i dettagli finanziari e le raccomandazioni formulate da agenzie di rating e analisti esterni⁶². Sebbene il team di gestione sia responsabile della valutazione complessiva dei rischi cui l'azienda è esposta, il comitato di audit si limita principalmente a discutere e revisionare le policy relative al rischio, evitando di essere sovraccaricato di compiti di supervisione diretta; in alcune realtà, tuttavia, può assumersi anche la responsabilità specifica per il monitoraggio del rischio informatico⁶³.

Nel contesto delle operazioni di fusione e acquisizione (M&A), le valutazioni fornite dal comitato di audit sui dati finanziari, sui controlli interni e sull'analisi dei rischi sono fondamentali per assicurare l'accuratezza e la completezza delle informazioni, rispondendo ai requisiti della SEC imposti dal Sarbanes-Oxley Act, secondo il quale, post-fusione, le aziende devono integrare efficacemente i controlli di rendicontazione e informativa per evitare criticità operative⁶⁴. Il comitato di audit, in tal modo, gioca un ruolo chiave nel guidare e monitorare il processo di integrazione, contribuendo così al successo dell'operazione di M&A.

Ulteriormente, il comitato di revisione è responsabile della nomina, supervisione e retribuzione del revisore indipendente, operando secondo le modalità di comunicazione definite da borse valori quali il NASDAQ e il NYSE, e tenendo incontri trimestrali per analizzare il reporting finanziario, i controlli interni e le attività di revisione contabile⁶⁵. Alcune borse richiedono inoltre che il comitato di audit abbia il compito di supervisionare e valutare le prestazioni dei revisori interni, includendo eventuali problematiche nella relazione destinata al consiglio di amministrazione, e organizzando riunioni dedicate esclusivamente a tale scopo.

Infine, il comitato di audit svolge una funzione cruciale nel garantire il rispetto delle normative e della legislazione vigente, collaborando con il management per assicurare che le politiche aziendali in materia di codice di condotta ed etica soddisfino i requisiti richiesti. Esso deve inoltre coordinarsi con gli altri organi di governo per comprendere appieno i rischi e le responsabilità, valutando l'impatto sul reporting finanziario e gestendo, ad esempio, l'effetto dei parametri non-GAAP utilizzati per la remunerazione sulla valutazione complessiva del rischio⁶⁶.

⁶¹ U.S. Department of Justice & SEC, *A Resource Guide to the U.S. Foreign Corrupt Practices Act*, Second Edition, July 2020

⁶² Deloitte, *Audit Committee Resource Guide*, 2023

⁶³ EY (Ernst & Young), *Audit Committee Bulletin: Overseeing Risk in a Volatile Environment*, 2022

⁶⁴ U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), *Sarbanes-Oxley Act of 2002: Summary of Key Provisions*

⁶⁵ NASDAQ Listing Rule 5605(c); NYSE Listed Company Manual Section 303A.07 (Audit Committee Responsibilities)

⁶⁶ KPMG, *Audit Committee Handbook*, 2021

3.3 Il codice di corporate governance negli Stati Uniti

Negli Stati Uniti non si utilizza un unico "Codice di Corporate Governance" come invece accade in altri paesi (ad esempio, in Italia esiste un Codice specifico). Invece di basarsi su un documento univoco, la governance societaria americana si fonda su una molteplicità di fonti normative e standard di buona pratica. Tra i riferimenti fondamentali in questo ambito troviamo la Delaware General Corporation Law (DGCL)⁶⁷, le disposizioni della Securities and Exchange Commission (SEC)⁶⁸, la Sarbanes-Oxley Act (SOX)⁶⁹ del 2002, il Dodd-Frank Act del 2010⁷⁰, i Principles of Corporate Governance⁷¹ dell'American Law Institute (ALI) e i Corporate Governance Principles⁷² della Business Roundtable.

Nonostante esistano vari codici e linee guida che trattano questo tema negli Stati Uniti, nessuno di questi è stato ufficialmente riconosciuto, né dalle autorità legislative né dalle borse valori, come il "Codice unico" di corporate governance. Inoltre, a differenza del modello adottato nel Regno Unito, nell'Unione Europea, in Asia e altrove, negli USA non si applica formalmente il meccanismo del "comply-or-explain"⁷³, che impone o di rispettare certi standard o di giustificare le eventuali deviazioni.

3.3.1 Il successo mondiale dei codici di corporate governance

Negli ultimi anni si è assistito a una diffusione globale dei codici per la governance aziendale. Oggi quasi tutte le giurisdizioni adottano in una forma o nell'altra questo strumento normativo, caratterizzato fondamentalmente da tre elementi: innanzitutto, il codice non è emanato dalle autorità legislative o governative, ma da un organismo regolatorio diverso; in secondo luogo, le sue indicazioni hanno carattere non vincolante, permettendo alle aziende di decidere se seguirle o meno; infine, chi decide di non rispettare le raccomandazioni è tenuto a fornire una motivazione pubblica per tale scelta (il principio del "comply-or-explain").

Un esempio pionieristico di questo modello è rappresentato dal British Cadbury Code, elaborato nel 1992 da un comitato guidato da Sir Cadbury. Questo Comitato, istituito nel maggio 1991 dal Financial Reporting Council, dalla London Stock Exchange e dai professionisti della contabilità, venne creato in risposta ai numerosi scandali aziendali degli anni '80 e aveva il compito di individuare proposte per migliorare la regolamentazione delle imprese. Una parte del rapporto finale del comitato consisteva in un "Code of Best Practice",

⁶⁷ Delaware General Corporation Law (DGCL): <https://delcode.delaware.gov/title8/c001/>

⁶⁸ Securities and Exchange Commission (SEC): <https://www.sec.gov/rules-regulations>

⁶⁹ Sarbanes-Oxley Act (SOX), 2002:

<https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1883/pdf/COMPS-1883.pdf>

⁷⁰ Dodd-Frank Act, 2010:

<https://www.govinfo.gov/content/pkg/PLAW-111publ203/pdf/PLAW-111publ203.pdf>

⁷¹ American Law Institute, 30 aprile 1994, Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations

⁷² Business Roundtable, 2016, Corporate Governance Principles:

<https://s3.amazonaws.com/brt.org/Principles-of-Corporate-Governance-2016.pdf>

⁷³ Definizione e applicazioni del principio

Comply-or-Explain: <https://www.pandslegal.it/business/corporate-governance-e-il-principio-comply-or-explain/>

che in seguito divenne noto come Cadbury Code⁷⁴ e, dopo varie revisioni, si evolse nell'odierno U.K. Code of Corporate Governance⁷⁵, ora redatto e monitorato dal Financial Reporting Council. La London Stock Exchange, infatti, impose presto alle società quotate di attenersi alle raccomandazioni del codice oppure di giustificare eventuali scostamenti. Al giorno d'oggi, il Codice del Regno Unito è il punto di riferimento esclusivo per le società pubbliche britanniche. Pur non essendo il primo codice di questo tipo (in precedenza ne erano stati emanati altri negli Stati Uniti, a Hong Kong e in Irlanda) esso è diventato il modello da seguire per la maggior parte dei codici in tutto il mondo.

Oggi molte giurisdizioni integrano il proprio ordinamento societario con un codice di corporate governance che stabilisce regole sul funzionamento e la composizione del consiglio di amministrazione, sulla remunerazione degli amministratori, sul ruolo dei revisori contabili e degli azionisti, ecc., sempre abbinato al meccanismo "comply-or-explain". Un elenco notevole di tali codici è, ad esempio, fornito dall'European Corporate Governance Institute, sebbene l'elenco possa risultare in qualche modo fuorviante. Pur esistendo differenze tra i vari paesi, la struttura regolatoria di base risulta essere la medesima. Il modello dei codici è strettamente legato anche alla normativa dell'Unione Europea. Anche se l'UE non impone formalmente l'adozione di un codice di corporate governance da parte degli Stati membri, dal 2006 richiede che nelle relazioni di gestione le imprese includano una dichiarazione in materia di corporate governance. Tale dichiarazione deve fare riferimento al codice di corporate governance applicato, sia esso obbligatorio per legge o scelto volontariamente. Se un'impresa decide di non adottare un codice o si discosta dalle sue linee guida, è tenuta a motivare pubblicamente tale decisione. Inoltre, l'UE ha esteso il principio "comply-or-explain" anche ad altri ambiti, come la responsabilità sociale d'impresa (CSR) e il ruolo dei consulenti per il voto per delega, diventando così non soltanto una "carta d'identità" della governance aziendale britannica, ma un vero e proprio pilastro della corporate governance in Europa. Pur non avendo emanato un proprio codice unico, l'UE ha promosso delle Raccomandazioni non vincolanti su determinati aspetti della corporate governance che, sotto il profilo funzionale, possono essere viste come un nucleo di un codice europeo per la governance aziendale.

3.3.2 Possibili spiegazioni per l'assenza di un Codice unificato negli Stati Uniti

Negli Stati Uniti esistono numerosi codici di corporate governance, ed è raro trovare altre nazioni con così tante normative in materia. Inoltre, quando esistono più codici, questi generalmente non sono in competizione tra loro. Nonostante vari tentativi di definire un linguaggio comune, non si prospetta lo sviluppo di un Codice unico e omnicomprensivo per la corporate governance americana, e non sembra nemmeno emergere una reale esigenza da parte degli operatori di mercato. Le ragioni di questa situazione sono molteplici e si collegano, tra l'altro, a differenze culturali che non sono state esplicitate in dettaglio.

⁷⁴ Cadbury Committee, (1992), *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, London: Gee Publishing,

<https://ecgi.global/code/cadbury-report-financial-aspects-corporate-governance>

⁷⁵ Financial Reporting Council, (2018), *UK Corporate Governance Code*, London: FRC.

<https://www.frc.org.uk/directors/corporate-governance-and-stewardship/uk-corporate-governance-code>

3.3.2.1 Funzionalità simili al principio “Comply-or-Explain”

Nel Regno Unito, il sistema che combina un codice di corporate governance (volontario) con il principio obbligatorio del “comply-or-explain” rappresenta un cardine della regolamentazione societaria, un modello che si è esteso in tutto il mondo. Anche se formalmente gli Stati Uniti non adottano questo approccio, vi sono alcuni elementi nel sistema americano che ne ricreano in maniera funzionale l'effetto. Ad esempio, vari codici privati e alcune regole della Borsa di New York (NYSE) richiedono agli emittenti di seguire standard e pratiche precise, oltre a dover spiegare in maniera trasparente il proprio modello di corporate governance agli investitori e al pubblico.

Alcuni regolamenti della SEC impongono obblighi di divulgazione riguardo a specifiche caratteristiche della governance, come l'indipendenza dei membri del consiglio, richiedendo spiegazioni qualora tali standard non siano rispettati. Questi meccanismi di trasparenza, alla base della regolamentazione dei titoli negli Stati Uniti, mirano non solo a proteggere gli investitori, ma anche, secondo alcuni studiosi, a favorire buone pratiche di governance.

In questo contesto, il modello di disclosure, con l'obbligo di giustificare eventuali deviazioni dagli standard raccomandati, risulta in effetti simile all'approccio britannico/UE che associa un codice a un sistema di “comply-or-explain”. In termini più generali, la quotazione in determinati mercati azionari americani viene interpretata come un'immissione sul mercato della conformità a standard elevati di corporate governance, compreso l'obbligo di spiegare eventuali scostamenti individuali. Tale parallelismo si rafforza osservando quelle giurisdizioni in cui il codice di governance è promosso direttamente dalla borsa nazionale (come in Francia, Svizzera, Giappone e Australia).

3.3.2.2 La fitta rete di regolamentazione dei titoli

Il complesso e articolato apparato normativo degli Stati Uniti, formato da centinaia di regole e prescrizioni, sembra non lasciare spazio né rendere necessaria l'introduzione di un ulteriore codice “quasi ufficiale” di corporate governance. Quest'osservazione inverte il ragionamento precedente: non si sostiene che il diritto dei titoli americano equivalga al modello di codice britannico, ma che, in realtà, i codici di altri paesi compensino l'assenza di una regolamentazione dei titoli altrettanto dettagliata come quella statunitense.

Infatti, la normativa sui titoli negli USA si concentra molto più sulle questioni di corporate governance rispetto a quanto accade, per esempio, nei sistemi europei dei mercati dei capitali. Le modifiche introdotte da leggi come il Sarbanes-Oxley Act (2002) e il Dodd-Frank Act (2010), unitamente ad altri standard stabiliti dal Congresso, dalla SEC e dal NYSE, intervengono direttamente sulla struttura aziendale e trattano aspetti che in altri contesti sarebbero affidati al diritto societario. Già nel 1995, ben prima dell'introduzione delle suddette leggi, uno studioso aveva avanzato l'idea di una “nuova legge societaria” basata sul diritto dei titoli federale, ipotesi poi rafforzata dagli sviluppi successivi.

Peraltro, molte delle raccomandazioni tipiche dei codici di governance adottati in altri paesi (come l'obbligo di avere un numero minimo di amministratori indipendenti o la separazione delle cariche di presidente e CEO) sono divenute invece requisiti imprescindibili per le società quotate negli Stati Uniti. Tuttavia, questo non vale per tutte le disposizioni: vi sono molte raccomandazioni, come l'importanza di un costante dialogo con gli investitori o la partecipazione regolare alle assemblee, che appaiono nei codici di governance sia negli USA sia in altri paesi, ma che non sono imposte rigidamente dalla normativa sui titoli americana. Al contrario, in altre giurisdizioni esistono standard obbligatori che superano in

certi casi quanto richiesto negli Stati Uniti, come il diritto degli azionisti di porre domande o di proporre voci all'ordine del giorno durante l'assemblea annuale. Considerando questo quadro, un codice nazionale di corporate governance potrebbe avere ancora una funzione rilevante, pur all'interno del sistema statunitense.

3.3.2.3 Storia, quadro istituzionale e giuridico

Si osserva in modo corretto che le strutture di governo societario non derivino esclusivamente da un'evoluzione economica orientata all'efficienza, ma siano anch'esse il prodotto del contesto politico nazionale e della cultura. Questo punto di vista, che potrebbe apparire meno sensazionalistico da una prospettiva europea rispetto a quella statunitense, risulta valido sia per il contenuto del diritto societario che per le modalità di intervento regolatorio. In quest'ottica, si propone che il clima politico e culturale negli Stati Uniti non favorisca l'adozione di una regolamentazione delle tematiche societarie in maniera simile al sistema britannico, basato su un codice nazionale, come accade in altri paesi. A sostegno di questa tesi, si possono evidenziare tre argomentazioni principali.

a) Dipendenza dal percorso: la tradizione della regolamentazione societaria americana

Il concetto di "path dependency", ovvero la dipendenza dal percorso, rappresenta un elemento fondamentale per spiegare il mancato allineamento completo dei sistemi di corporate governance adottati a livello nazionale. Fin da quando questo concetto è stato introdotto nel contesto dell'economia istituzionale e applicato al diritto societario, esso si è rivelato uno strumento utile per chiarire differenze che, se analizzate esclusivamente da un punto di vista economico o razionale, rimarrebbero altrimenti inspiegabili. In particolare, la dipendenza dal percorso gioca un ruolo chiave nel comprendere l'assenza di un codice di corporate governance nazionale negli Stati Uniti. Un elemento sorprendente è la doppia regolamentazione a cui sono sottoposte le imprese: da un lato, il diritto societario statale, generalmente di stampo liberale, e dall'altro, il diritto dei titoli federale, caratterizzato da regole obbligatorie. L'idea di base sembra essere che, in condizioni normali, non si renda necessaria una regolamentazione stringente, mentre in presenza di problematiche, come scandali aziendali o crisi di mercato, il governo federale intervenga con norme vincolanti. In questo contesto, l'adozione di standard federali facoltativi, quali un codice di comportamento, risulta essere solo una possibilità teorica piuttosto che una necessità operativa.

b) Diffidenza verso l'autoregolamentazione (feudale)

Un tema ampiamente discusso nella letteratura moderna sulla corporate governance riguarda la struttura di proprietà delle aziende. In termini semplicistici, la modalità con cui una società viene gestita è fortemente influenzata dalla concentrazione o dispersione della proprietà: nei paesi in cui le quote sono detenute in maniera concentrata (tipica di molte nazioni europee e asiatiche) si affrontano problemi di agenzia differenti rispetto a quei contesti dove la proprietà è più frammentata (come negli Stati Uniti e, in misura minore, nel Regno Unito). Di conseguenza, si adottano approcci regolatori diversi: le giurisdizioni con proprietà concentrata tendono a basarsi su vere e proprie strategie di governance, mentre quelle con proprietà dispersa fanno maggiore affidamento su specifici meccanismi regolatori. Nel tempo, le modalità di gestione della proprietà nelle grandi società quotate si sono progressivamente uniformate, evolvendosi verso un modello ibrido in cui i grandi investitori

istituzionali assumono un ruolo dominante. Questi investitori hanno avuto storicamente un impatto significativo nel Regno Unito, contribuendo a plasmare il modello britannico di corporate governance, anche attraverso l'adozione di un proprio codice di autoregolamentazione. Nonostante abbiano avuto una forte presenza anche a livello internazionale (in Asia, in Europa e negli Stati Uniti), tale influenza ha portato alla formulazione di codici privati, come nel caso del CalPERS, senza però tradursi nella creazione di un codice nazionale statunitense per la corporate governance. Un aspetto ancora più rilevante è che, pur essendo il Regno Unito un sistema liberale e capitalista simile a quello degli Stati Uniti, la fiducia nella capacità dell'autoregolamentazione, particolarmente nella nota "City" finanziaria londinese, è storicamente molto più radicata rispetto a quanto avvenga negli Stati Uniti. Infatti, sebbene negli USA siano emersi codici simili, spesso in tempi antecedenti, questi non sono il risultato di una collaborazione concertata tra gli intermediari finanziari per auto-regolarsi, ma sono stati emanati da singoli attori, con lo scopo di evitare l'adozione di norme federali più restrittive o di indirizzare direttamente manager e amministratori. La mancanza, in America, di una spinta unitaria verso l'istituzione di un Codice nazionale di Corporate Governance può essere parzialmente attribuita al fatto che gli operatori di Wall Street non si percepiscono come una comunità compatta, al contrario di quanto accade nella City di Londra. Fin dalle sue origini, l'approccio britannico all'autoregolamentazione ha mostrato caratteristiche che ricordano un sistema di autogoverno con tratti feudali, un modello che non è propriamente radicato nel tessuto istituzionale statunitense. Mentre la filosofia americana si concentra sull'importanza dell'individuo e del libero mercato, dove essa prevede l'intervento del governo centrale non tanto per favorire l'autonomia, ma per intervenire qualora il potere individuale diventi troppo preponderante o i mercati manifestino carenze.

c) Non vi è alcun incentivo a imitare la regolamentazione di altri paesi o a dover giustificare agli investitori stranieri l'approccio normativo interno

Il Regno Unito è visto come un modello in ambito economico sotto vari aspetti. Questo ruolo di riferimento è particolarmente evidente nei paesi dell'ex Commonwealth (come India, Australia, Sud Africa, ecc.) i cui ordinamenti giuridici restano fortemente influenzati dal sistema britannico. Inoltre, nei confronti degli Stati membri dell'UE, il Regno Unito ha convinto con successo le altre nazioni ad adottare i suoi standard in materia di diritto bancario e dei mercati dei capitali per creare un'armonizzazione normativa nei settori societario e finanziario. Di conseguenza, il modello britannico per i mercati dei capitali è diventato, almeno in parte, un punto di riferimento per l'Europa. L'adozione del sistema "comply-or-explain" nei codici di corporate governance da parte dell'UE può quindi essere interpretata come una risposta speculare a questo fenomeno.

Una volta consolidato come standard nelle giurisdizioni dell'ex Commonwealth e nell'UE, l'approccio basato su codici normativi si è diffuso anche in altri contesti internazionali. Paesi che stanno aprendo i loro mercati azionari agli investitori internazionali e riducono la partecipazione dello Stato o i blocchi di partecipazione, percepiscono il bisogno di strutture di corporate governance efficaci e di comunicare alla comunità finanziaria globale che tale obiettivo è stato raggiunto. Adottare un modello di codici riconosciuto a livello internazionale, abbinato all'approccio "comply-or-explain", sembra essere una scelta adeguata, dal punto di vista economico e operativo, per raggiungere questo scopo. Infatti, studi empirici sulla diffusione e sul contenuto di tali codici supportano questa interpretazione.

Negli Stati Uniti, invece, la pressione a seguire modelli regolamentari internazionali in materia di governance societaria risulta molto meno marcata. Ciò può essere spiegato con tre motivazioni principali⁷⁶:

1. Grazie alle dimensioni imponenti dei mercati finanziari statunitensi, non sussiste la necessità di dimostrare alla comunità internazionale l'adozione delle tendenze regolamentari estere, in quanto gli investitori stranieri sono comunque attratti dalle società americane.
2. L'approccio degli Stati Uniti, che ha scelto di elevare gli standard di corporate governance attraverso una legislazione federale obbligatoria, simile a un codice nazionale, si è rivelato efficace.
3. Infine, c'è anche un forte senso di autostima nazionale nel mondo degli affari americano: le imprese dichiarano che il sistema statunitense di corporate governance è il migliore al mondo, e istituzioni come il NYSE si definiscono leader nell'adozione dei più elevati standard di governance. Questo atteggiamento di orgoglio, in termini di governance societaria, è condiviso soprattutto dai regolatori e dai rappresentanti dell'industria nei paesi anglosassoni.

d) Sistema di Common Law

In molti paesi di common law⁷⁷, e in particolare tra gli avvocati statunitensi, emerge una tendenza ad abituarsi a un insieme complesso e variegato di norme, regolamenti e precedenti, tipico delle giurisdizioni che non hanno seguito il modello francese della codificazione. Ciò che per gli esperti di diritto civile può risultare caotico, ossia dover far fronte a una miriade di fonti normative disorganizzate, è invece la prassi quotidiana per numerosi avvocati formati nella tradizione della common law. Questo approccio giuridico potrebbe essere una delle ragioni che spiegano l'assenza di un codice unico di corporate governance negli Stati Uniti.

e) Sistema giuridico federale

Il sistema giuridico statunitense⁷⁸ in materia societaria si distingue per la distribuzione delle competenze regolatorie tra gli stati e il governo federale. In altri paesi, che pur adottando una costituzione federale (come Germania, Svizzera e Australia) hanno un codice unico di corporate governance, il diritto societario e quello dei mercati vengono definiti su scala nazionale, senza questa divisione. La mancanza di un diritto societario federale uniforme potrebbe dunque spiegare perché istituzioni di portata quasi federale, come il Congresso o il NYSE, non sentano l'esigenza di elaborare un codice nazionale unico per la corporate governance.

Gli stati americani sono in competizione per attirare i fondatori di società, e la Delaware si è affermata come leader in questa corsa. La Delaware, in particolare, non ha motivi per

⁷⁶ Oregon State University. (n.d.). *The U.S. Corporate Governance System*. Retrieved from <https://open.oregonstate.education/strategicmanagement/chapter/2-the-u-s-corporate-governance-system/>

⁷⁷ Baker, J. H. (2002). *An Introduction to English Legal History* (4th ed.). Oxford University Press.

⁷⁸ Chemerinsky, E. (2019). *Constitutional Law: Principles and Policies* (6th ed.). New York: Wolters Kluwer.

istituire una commissione che si occupi di creare un “Codice di Corporate Governance del Delaware” per diversi motivi⁷⁹. In primo luogo, il legislatore dello stato può intervenire in maniera molto più flessibile e orientata alle esigenze degli operatori, adeguando le norme al contesto specifico in cui viene applicato il diritto. In secondo luogo, l’introduzione di un proprio codice di corporate governance potrebbe inviare un segnale negativo ai potenziali clienti, insinuando che il Delaware General Corporate Law non sia all’avanguardia e necessiti di ulteriori aggiornamenti normativi. Infine, il principale punto di forza del Delaware risiede nella struttura flessibile e abilitante del suo diritto societario, che permette una grande varietà di modelli di governance. Questo approccio è uno dei motivi chiave che rendono il Delaware particolarmente attraente per gli incorporatori provenienti da tutta la nazione. Di conseguenza, l’adozione di regole specifiche riguardo alla composizione dei consigli di amministrazione, ai requisiti degli amministratori e ad altri aspetti simili, viene preferibilmente demandata a organizzazioni private oppure, nei casi di crisi, al livello della legge federale.

Capitolo 4: Confronto tra la corporate governance italiana e statunitense

4.1 Confronto tra le caratteristiche fondamentali dei sistemi societari statunitense e italiano

In via preliminare, il quadro normativo statale che governa le società negli Stati Uniti, e in particolare nel Delaware, è estremamente elastico. Nelle relazioni tra azionisti e tra azionisti e amministratori, il Delaware stabilisce pochissime regole inderogabili: essenzialmente assegna alcuni poteri ai soci e, più frequentemente, al consiglio di amministrazione, esclusivamente incaricato della gestione della società⁸⁰. Tradizionalmente, ai soci spettano tre diritti fondamentali: quello di voto (limitato ai titolari di common shares e circoscritto a specifiche materie), quello di cessione delle azioni (vietando clausole che impediscano la vendita, pur ammettendo controlli sui trasferimenti) e quello di promuovere azioni legali contro gli amministratori in nome della società. Su quest’ultimo aspetto, il Delaware non si accontenta di garantire un mero diritto di azione, ma lo rafforza con strumenti processuali e sostanziali poco comuni nel nostro ordinamento: ampi poteri di ispezione dei libri sociali, procedure di notice pleading anziché fact pleading, obblighi estesi di produzione documentale, possibilità di patti quota lite e di prestazioni professionali a risultato (“contingency fees”), assenza di regole stringenti sulla condanna alle spese e, caratteristica distintiva, generose liquidazioni di spese legali a favore dei vincitori. Tali misure incentivano fortemente l’avvio di cause da parte dei soci (e dei loro avvocati). Quanto ai creditori, le norme inderogabili sono esigue e di scarsa rilevanza: ad esempio, le distribuzioni agli azionisti sono vietate se eccedono il patrimonio netto al netto del capitale, ma la regola perde efficacia in assenza di un capitale minimo obbligatorio.

⁷⁹ Kahan, M. (2023). *The State of State Competition for Incorporations*.

⁸⁰ Delaware General Corporation Law, Title 8, §102(a) (per la struttura minima dello statuto e dei poteri)

In secondo luogo, questa ampia flessibilità legislativa è bilanciata da una giurisprudenza molto rigorosa nell'applicare i doveri fiduciari di buona fede e lealtà imposti a amministratori e soci di controllo. In altre parole, pur garantendo ampia libertà di azione ex ante, il sistema del Delaware esercita un attento scrutinio ex post sulla correttezza delle decisioni, con un meccanismo noto tra i professionisti come "smell test"⁸¹: se un'operazione risulta "sufficientemente sospetta", i giudici la dichiarano illegittima, pur nel rispetto delle scelte fatte in buona fede. Le corti del Delaware si sono guadagnate la fama di giudici severi ma equi, capaci di sanzionare condotte scorrette e di inviare segnali chiari al mercato, senza però scoraggiare il rischio imprenditoriale. Un esempio emblematico è la decisione della Chancery Court nel caso Disney, che ha offerto una dettagliata introduzione sul ruolo delle corti del Delaware nella corporate governance americana⁸².

Per la tutela dei creditori, esistono norme contro gli atti in frode, che rendono inefficaci distribuzioni dannose per i creditori, lasciando però ampia discrezionalità al giudice⁸³. Inoltre, la legge del Delaware è scelta da società di qualunque stato americano senza richiedere una presenza fisica, e permette di "fuggire" agevolmente verso un altro ordinamento (ad esempio la Pennsylvania) qualora si voglia sfuggire a norme che non si gradiscono. Questa possibilità di reindirizzamento contribuisce a mantenere vivo il "mercato" tra ordinamenti societari statali⁸⁴.

Infine, il Delaware offre numerosi strumenti societari (corporations, LLC, partnership, LLP, business trust, ecc.) configurabili in modo quasi illimitato in base alle esigenze. A questo regime statale si affianca il diritto federale, che per le società quotate impone regole inderogabili su informativa, revisione contabile, assemblee, OPA e corporate governance (es. Sarbanes-Oxley)⁸⁵, con un robusto apparato sanzionatorio affidato tanto a privati quanto a SEC e autorità giudiziarie federali. Anche nel fallimento vige la competizione: i manager possono scegliere tra la bankruptcy court dello stato di sede effettiva e quella dello stato di incorporazione, spesso il Delaware.

In sintesi, il modello societario del Delaware (e, in parte, di altri stati Usa) poggia su tre pilastri: estrema flessibilità normativa ex ante, severo controllo ex post da parte di corti specializzate e persistente concorrenza (orizzontale tra forme societarie e ordinamenti statali, e verticale con il livello federale) che garantisce continui stimoli all'aggiornamento e all'efficienza.

Passando all'Italia, anche nel nostro ordinamento il diritto societario trae origine sia dalle leggi nazionali sia dalle norme comunitarie⁸⁶. Tuttavia, le somiglianze con il modello statunitense si esauriscono presto: in Italia il corpus delle regole sulle società per azioni è molto rigido e, sebbene la recente riforma abbia ampliato la varietà tra S.p.a. e S.r.l., la concorrenza "interna" fra forme societarie rimane circoscritta a queste due categorie per chi

⁸¹ Loewenstein, K. L. (2003). "Trust and Fiduciary Duties in Delaware Corporate Law," *Delaware Journal of Corporate Law*, 28(1), 1–35

⁸² In re Walt Disney Co. Derivative Litigation, 906 A.2d 27 (Del. Ch. 2006)

⁸³ Delaware General Corporation Law, Title 8, §271–§273 (fraudulent transfers)

⁸⁴ Roe, M. J. (1987). "Delaware's Competition," *Yale Law Journal*, 96(2), 331–360

⁸⁵ Sarbanes–Oxley Act of 2002, Pub. L. No. 107-204, 116 Stat. 745

⁸⁶ Ferrara, A. (2020). *Diritto delle società* (5a ed.). Giuffrè

intenda godere del regime di responsabilità limitata⁸⁷. Inoltre, numerose disposizioni inderogabili, che vietano alle società di compiere taluni atti, sono giustificate dalla necessità di proteggere i creditori presenti e futuri.

Anche il ruolo del giudice assume connotati peculiari: da un lato, quando gli viene chiesto di verificare la conformità di un'operazione o di una delibera a una norma imperativa, tende ad ampliare il campo di applicazione della regola e ad invalidare comportamenti non conformi, spesso adottando letture formalistiche⁸⁸; dall'altro, quando deve giudicare l'operato di amministratori o azionisti di controllo secondo principi generali quali buona fede e correttezza, mostra invece un atteggiamento sostanzialmente deferente. Va poi osservato che i giudici italiani, nelle loro sentenze, prestano in generale scarsa attenzione ai segnali che inviano all'intera comunità degli operatori.

Infine, l'Italia è caratterizzata da un concreto deficit di enforcement: pur riconoscendo ai soci e ai terzi una serie di diritti, il legislatore non si preoccupa di favorirne l'effettivo esercizio né di garantire il rispetto degli obblighi correlati. Un esempio emblematico è il Testo Unico della finanza del 1998, che ha introdotto l'azione sociale di responsabilità promossa dalle minoranze, ma l'ha strutturata in modo così oneroso da rimanere pressoché inutilizzata per anni⁸⁹; ha imposto la presenza di un sindaco di minoranza, salvo poi scoprire, dopo il caso Parmalat, che in molte società quotate tale figura mancava del tutto⁹⁰. Quanto alla possibilità per gli imprenditori italiani di optare per un regime societario straniero ("arbitraggio normativo"), essa resta sostanzialmente teorica: l'art. 25 della legge sul diritto internazionale privato impone comunque l'applicazione del diritto italiano, a meno che l'attività principale non sia trasferita all'estero, e gli ostacoli fiscali rendono difficilissimo spostare la sede⁹¹. Tuttavia, il diritto comunitario (con la sentenza Centros) ha stabilito che, salvo abusi accertati caso per caso, uno Stato membro non può negare la validità di una società costituita secondo le leggi di un altro Stato dell'Unione, né trattarla in modo discriminatorio, né applicarle ingiustificatamente il proprio regime interno⁹².

4.1 Struttura e ruolo degli organi di governance: consiglio di amministrazione, azionisti e comitati

Nei capitoli precedenti si è visto quali sono i principali organi societari che compongono le strutture delle società italiane e statunitensi. In questo capitolo ci si soffermerà sulle differenze tra i due modelli, per capire meglio come si distinguono le logiche di governance tipiche del mondo latino da quelle del mondo anglosassone.

⁸⁷ Chiarella, L., & Ferrarini, G. (2017). *Le società di capitali: commentario al titolo V del libro V del codice civile*. Il Sole 24 Ore

⁸⁸ Del Punta, F. (2015). *Il ruolo del giudice nel diritto societario*. Jovene.

⁸⁹ Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo Unico della Finanza).

⁹⁰ Di Giglio, M. (2005). *Il caso Parmalat: cronaca di un fallimento annunciato*. Il Mulino

⁹¹ Legge 31 maggio 1995, n. 218 (norme sul diritto internazionale privato); Basile, L. (2018). *Diritto internazionale privato*. Giappichelli

⁹² Corte di Giustizia UE, sent. 9 marzo 1999, C-212/97 Centros Ltd v. Erhvervs-og Selkabssyrelsen

Differenza tra le assemblee Assemblea dei Soci (Italia) e Shareholders' Meeting (Stati Uniti)

In Italia, l'assemblea dei soci è l'organo collegiale deliberativo delle società di capitali, come le S.p.A. e le S.r.l. È disciplinata dal Codice Civile italiano, in particolare dagli articoli 2363 e seguenti per le S.p.A. e ne esistono due tipologie. La prima è nominata "ordinaria" e si occupa di approvare il bilancio, nominare e revocare gli amministratori e i sindaci, determinare i loro compensi e deliberare su altri argomenti previsti dalla legge o dallo statuto. Invece la seconda è quella "straordinaria", in essa si trattano i temi non previsti dall'assemblea ordinaria come la delibera su modifiche dello statuto, aumenti di capitale, fusioni, scissioni e altre operazioni straordinarie.

Il quorum da raggiungere nell'assemblea ordinaria varia a seconda che sia la prima o la seconda convocazione: nella prima è necessario che si presenti almeno la metà del capitale sociale ed è presente la delibera a maggioranza assoluta. Nella seconda convocazione non è richiesto alcun quorum costitutivo e viene attuata la delibera a maggioranza assoluta delle azioni rappresentate. Nell'assemblea straordinaria invece, per la prima convocazione si delibera con il voto favorevole di oltre la metà del capitale sociale. La seconda convocazione viene costituita con la partecipazione di oltre un terzo del capitale sociale ed è presente la delibera con il voto favorevole dei due terzi del capitale rappresentato.

Hanno diritto di intervenire in assemblea gli azionisti cui spetta il diritto di voto. È possibile farsi rappresentare da un delegato, ma potrebbero esistere alcune limitazioni previste dalla legge e dallo statuto.

Negli Stati Uniti, il shareholders' meeting è un incontro formale degli azionisti di una società, previsto dalle leggi statali e dalle normative federali, come quelle della Securities and Exchange Commission (SEC). Anche in questo caso esistono due tipologie di assemblea: la prima, denominata "Annual General Meeting (AGM)", si tiene annualmente per approvare il bilancio, eleggere i membri del consiglio di amministrazione, approvare la remunerazione degli executive e discutere altre questioni rilevanti. La seconda invece, denominata "Special Meeting", è convocata per deliberare su questioni specifiche che emergono tra un'AGM e l'altra, come fusioni o acquisizioni.

Le regole sul quorum variano a seconda dello stato e dello statuto della società ma generalmente, è richiesta la presenza di una certa percentuale di azioni con diritto di voto per la validità delle deliberazioni. Il voto può avvenire di persona, per delega (proxy) o per via elettronica e gli azionisti possono partecipare di persona o delegare il voto a un rappresentante tramite il sistema di proxy voting. Quest'ultimo consente agli azionisti di votare anche senza essere fisicamente presenti all'assemblea.

Qui di seguito è riportata una tabella che permette di cogliere con più immediatezza le principali differenze.

Aspetto	Italia	Stati Uniti
Normativa	Codice Civile italiano	Leggi statali e regolamenti SEC
Tipi di assemblea	Ordinaria e Straordinaria	Annual General Meeting e Special Meeting

Quorum	Fissati dalla legge e dallo statuto	Variabili; stabiliti dallo statuto e dalle leggi statali
Partecipazione	In presenza o per delega; limitazioni previste	In presenza, per delega (proxy) o elettronica
Voto	Maggioranza del capitale rappresentato	Maggioranza delle azioni presenti o rappresentate
Convocazione	Da parte degli amministratori o su richiesta di una minoranza qualificata	Da parte del consiglio di amministrazione o su richiesta degli azionisti
Obbligatorietà	Assemblea ordinaria annuale obbligatoria	AGM obbligatoria per le società quotate; requisiti variabili per le private

Differenza tra CDA e BOD

La differenza tra il Consiglio di Amministrazione (CdA) italiano e il Board of Directors (BoD) statunitense sono molteplici, tra esse il modello di governance è quello più immediato. Le società italiane ne possono adottare tre: monistico (CdA con comitato di controllo interno), dualistico (consiglio di gestione e consiglio di sorveglianza) e tradizionale (CdA e collegio sindacale). Anche se, essendo il mercato italiano composto al 99% da piccole e medie imprese, il modello tradizionale è il più diffuso. Negli Stati Uniti invece il modello usato è monistico (one-tier system), con un BoD che include sia membri esecutivi (executive directors) sia non esecutivi (non-executive directors), spesso indipendenti. La gestione quotidiana è affidata agli officer (es. CEO, CFO), nominati dal BoD.

Il CdA italiano ha poteri gestionali e di rappresentanza legale della società mentre il collegio sindacale o il comitato di controllo interno (nel modello monistico) svolge funzioni di controllo. Il BoD statunitense invece si concentra sulla supervisione strategica e sul monitoraggio delle attività degli officer. I membri del BoD hanno doveri fiduciari (duty of care e duty of loyalty) nei confronti della società e degli azionisti.

I membri del CdA italiano variano molto in base alla tipologia di società in cui si opera, in generale si può affermare che è composto da membri esecutivi e non esecutivi. Gli amministratori indipendenti sono obbligatori solo nelle società quotate. Il BoD statunitense invece è spesso composto da una maggioranza di membri indipendenti, soprattutto nelle società quotate, per garantire un controllo efficace sugli officer.

In Italia la normativa e la regolamentazione alle quali gli amministratori devono sottostare è presente principalmente nel Codice Civile e, per le società quotate, nel Codice di Corporate Governance. Invece negli Stati Uniti: La governance è influenzata da leggi federali (es. Sarbanes-Oxley Act) e da regolamenti delle autorità di vigilanza (es. SEC), come citato precedentemente.

Qui di seguito è riportata una tabella che permette di cogliere con più immediatezza le principali differenze.

Aspetto	CdA Italiano	BoD Statunitense
Modello organizzativo	Prevale il modello tradizionale; possibili anche modelli monistico e dualistico.	Monistico (one-tier), con gestione e controllo affidati a un unico organo.
Composizione	Membri esecutivi e non esecutivi; nelle quotate, richiesti indipendenti.	Membri esecutivi (es. CEO) e non esecutivi, spesso a maggioranza indipendenti.
Gestione operativa	Il CdA ha poteri gestionali diretti.	Gli officer (CEO, CFO, ecc.) gestiscono l'operatività, nominati dal BoD.
Controllo	Collegio sindacale (modello tradizionale) o comitato di controllo (monistico).	Il BoD svolge anche funzione di controllo sull'operato degli officer.
Obblighi fiduciari	Dovere di diligenza e correttezza verso la società e gli stakeholder.	Duty of care e duty of loyalty verso gli azionisti.
Normativa di riferimento	Codice Civile italiano e Codice di Corporate Governance.	Norme federali (es. Sarbanes-Oxley Act), SEC, e codici interni.
Nomina dei membri	Eletti dall'assemblea dei soci.	Eletti dagli azionisti, spesso su indicazione del nominating committee.
Durata del mandato	Generalmente stabilita nello statuto, spesso 3 anni.	Flessibile, in base a statuto o policy interna, con rinnovo annuale comune.
Frequenza delle riunioni	Periodiche, secondo statuto o esigenze gestionali.	In media ogni trimestre, con comitati che si riuniscono anche più spesso.
Indipendenza e controllo	In società quotate, è obbligatoria la presenza di indipendenti.	Forte enfasi sulla indipendenza dei membri non esecutivi, specie nei comitati.

Differenza degli organi di vigilanza

All'interno delle società di capitali in Italia è presente il collegio sindacale, ossia un organo di vigilanza che vigila sulla gestione e sulla conformità alla legge/statuto, può agire in caso di irregolarità ed ha funzioni di controllo interno e legale. Nel modello dualistico e monistico invece sono presenti rispettivamente il consiglio di sorveglianza ed il comitato di controllo. Sebbene abbiano nomi diversi, tutti e tre svolgono le stesse funzioni. Inoltre nelle società

quotate in borsa è presente il Revisore legale o società di revisione che effettua la revisione contabile ed affianca il collegio sindacale ma svolge solo un'azione di controllo e di verifica.

Nelle società statunitensi invece non esiste un collegio sindacale come in Italia, il controllo è demandato a comitati interni (audit committee, compensation committee, ecc.) e la revisione contabile è affidata a società di revisione esterne (come in Italia).

Qui di seguito è riportata una tabella che permette di cogliere con più immediatezza le principali differenze.

Aspetto	Italia (S.p.A.)	USA (Corporation)
Sistema di controllo	Collegio sindacale + revisore	Board of Directors + comitati + revisori esterni
Struttura di governance	Tradizionale, dualistico o monistico	Unitaria con Board centrale
Vigilanza	Organo indipendente (collegio sindacale)	Comitati del Board (interni)
Supervisione contabile	Revisori legali	Revisori esterni (firm di auditing)

4.2 Differente codice di corporate governance

A differenza del loro effettivo successo, questo tipo di regolamentazione aziendale ha ricevuto scarsa attenzione dalla dottrina giuridica. Certo, nei manuali di diritto societario inglese si trova una descrizione del Codice del Regno Unito, della sua evoluzione e del funzionamento del metodo “comply-or-explain”, e alcuni trattati di diritto societario europeo ne menzionano l’esistenza. Tuttavia, la maggior parte dei casebook, dei manuali e dei testi di comparazione in materia societaria (salvo alcune eccezioni) non ne tratta; e i manuali statunitensi (casebook e hornbook) in genere non si occupano affatto dei codici di corporate governance. Persino l’apprezzato *Anatomy of Corporate Law*, che affronta la materia da una prospettiva transnazionale e funzionale, non dedica un’analisi approfondita a questo strumento: nel capitolo sulle “fonti del diritto societario” cita soltanto le regole di borsa e il *City Code on Takeovers and Mergers* del Regno Unito come alternative al diritto formale. Ogni ulteriore richiamo all’autoregolamentazione compare unicamente in una nota a piè di pagina, nella quale si spiega perché, ai fini funzionali del testo, essa venga considerata a tutti gli effetti “diritto”, così come le raccomandazioni dei codici. Una rapida panoramica sul “comply-or-explain” è relegata al terzo capitolo, ma è manifestamente insufficiente per comprendere le ragioni per cui il mercato statunitense non si è dotato di un codice unico di corporate governance.

La letteratura internazionale sul corporate governance dedica senz’altro un certo spazio ai codici, ma in prevalenza con un taglio descrittivo: si illustra il loro funzionamento, si

analizzano e comparano i contenuti, si descrive la struttura degli organismi che li emanano e si enumerano i vantaggi e gli svantaggi dell'autoregolamentazione o "soft law" in generale e dei codici in particolare. Alcuni autori spingono l'analisi oltre questo livello: i giuristi studiano come i codici si inseriscano nei rispettivi ordinamenti e quali strategie vengano adottate per verificarne la conformità, mentre gli economisti conducono studi empirici per valutare l'efficacia pratica del "comply-or-explain". Studi più recenti, realizzati soprattutto da economisti o da studiosi con approccio economico, indagano il contenuto dei codici alla ricerca dei fattori che ne determinano la forma e l'estensione, oppure cercano di spiegare perché i codici nazionali tendano a emulare i modelli di riferimento (in particolare quelli britannici) indipendentemente dal contesto giuridico in cui si collocano.

In letteratura si individuano due ragioni principali per la diffusione globale di questo strumento: una pressione interna a migliorare l'efficacia della corporate governance e una pressione esterna a riconoscere pratiche percepite come socialmente legittime ed efficaci. Partendo dall'ipotesi che i paesi di civil law abbiano maggiori incentivi a introdurre codici (per compensare una minore protezione degli azionisti nelle loro leggi) i risultati mostrano invece il contrario: storicamente, gli ordinamenti di civil law hanno adottato codici con maggiore ritardo e con minore tempestività rispetto a quelli di common law. Gli autori spiegano questa tendenza con due fattori: da un lato, i paesi di common law, già più orientati alla tutela azionaria, cercano di rafforzare una governance già efficiente; dall'altro, i sistemi di common law sono più aperti a norme non statutarie e facilitano l'adozione dei codici. Ciò nonostante, raramente si approfondisce il perché gli Stati Uniti non abbiano un codice unico di corporate governance, come invece la maggior parte dei paesi di common law (soprattutto il Regno Unito). Tale questione rimane in larga parte inesplorata.

Conclusione

La governance aziendale è cruciale per assicurare l'efficienza e la correttezza della gestione d'impresa, ma i suoi strumenti sono spesso caratterizzati da complessità e criticità che richiedono un'analisi approfondita. Ad esempio, la composizione del consiglio di amministrazione e la figura del CEO che presiede lo stesso consiglio mostrano limiti nel bilanciare controllo e direzione, soprattutto quando interni e legami personali compromettono l'autonomia decisionale dell'organo. Nonostante il CdA sia formalmente responsabile della supervisione, le dinamiche relazionali e le pressioni esterne possono indebolirne l'indipendenza. Analogamente, il collegamento tra compensi dei top manager e risultati aziendali, pensato per allineare gli obiettivi dei dirigenti con quelli degli azionisti, può produrre effetti distortivi: un'eccessiva dipendenza dalle stock option, infatti, spinge talvolta a puntare su rialzi di brevissimo periodo piuttosto che su una crescita sostenibile. Pur essendo necessario offrire incentivi competitivi per attrarre talenti, è essenziale strutturare meccanismi di controllo che prevengano comportamenti opportunistici. Anche il ruolo di revisori contabili e agenzie di rating non è privo di criticità: i recenti scandali hanno evidenziato come conflitti di interesse e spinte commerciali possano compromettere il loro giudizio. Per riaffermare la fiducia del mercato, occorre introdurre norme più stringenti che separino le attività di revisione da quelle di consulenza, riducendo così i possibili conflitti. Il mercato del controllo societario e la disciplina dei diritti di voto rappresentano poi leve

fondamentali per garantire la contendibilità del potere decisionale: il principio “una azione, un voto” tende a promuovere un ricambio manageriale efficiente, con eccezioni ammesse solo in circostanze particolari e se capaci di accrescere il valore complessivo. Nonostante i passi avanti nella regolazione della corporate governance, resta imprescindibile un approccio evolutivo e su misura, capace di adattarsi ai mutamenti del mercato e alle peculiarità di ciascun settore. Solo un sistema di governance che coniughi indipendenza, trasparenza e adeguati incentivi potrà assicurare una gestione aziendale solida e sostenibile nel tempo.

Bibliografia

Corporate governance. Sistemi e strutture di governo dell'impresa, P. Genco, 2014

Adam Smith, Indagine sulla natura e le cause della ricchezza delle nazioni, 1776

Berle e Means, The Modern Corporation and Private Property, 1932

Alessandro Zattoni, Corporate Governance, 2006

Alchian e Demsetz, 1972, Production, Information Costs and Economic Organization

Jensen e Meckling, 1976, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure

R. Coase, "The Nature of the Firm", 1937

L. Donaldson, J. Davis: Stewardship Theory or Agency Theory: CEO Governance and Shareholder Returns, 1991

H. G. Manne, 1965, Mergers And The Market For Corporate Control. George Washington University Law School.

Freeman, Strategic Management: A Stakeholder Approach, 1984

Margolis e Walsh, 2003, Misery Loves Companies: Rethinking Social Initiatives by Business

Robert G. Eccles, Ioannis Ioannou e George Serafeim, The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance, 2011

Codice Civile, LIBRO QUINTO - Del lavoro, Titolo V - Delle società, Capo VII - Della società a responsabilità limitata, Sezione III - Dell'amministrazione della società e dei controlli, Articolo 2477

DECRETO LEGISLATIVO 27 gennaio 2010, n. 39:

<https://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:decreto.legislativo:2010;39>

Assemblea dei Soci, Codice Civile, LIBRO QUINTO - Del lavoro, Titolo V - Delle società, Capo V - Società per azioni, Sezione VI - Dell'assemblea, artt. 2363 - 2379 ter.

Collegio Sindacale, Codice Civile, LIBRO QUINTO - Del lavoro, Titolo V - Delle società, Capo V - Società per azioni, Sezione VI bis - Dell'amministrazione e del controllo, artt. 2397 - 2409

S. Alvaro, P. Ciccaglioni e G. Siciliano. L'autodisciplina in materia di corporate governance. Quaderni Giuridici Consob.

Leonardo Cadeddu, Antonella Portalupi, Erica Roghi, “La revisione legale dei conti 2023”

Delaware General Corporation Law (DGCL) – Annual and special meetings

Clark, R. C. (1986). *Corporate Law*. Little, Brown & Co.

Model Business Corporation Act, §§10.03–10.05.

Coffee, J. C., & Sale, H. A. (2021). *Securities Regulation: Cases and Materials* (14th ed.). Foundation Press

Model Business Corporation Act, §8.25

Roberta Romano, *The Genius of American Corporate Law* (AEI Press, 1993), 55

Delaware General Corporation Law, 8 Del. C. § 141(b)

Delaware General Corporation Law, 8 Del. C. § 141(b)

Delaware General Corporation Law, 8 Del. C. § 141(b)

Delaware General Corporation Law, 8 Del. C. § 141(a)

Delaware General Corporation Law, 8 Del. C. § 142(b)

Delaware General Corporation Law, 8 Del. C. § 141(a)

Delaware General Corporation Law, 8 Del. C. § 229

Delaware General Corporation Law, 8 Del. C. § 141(b)

Stephen M. Bainbridge, *Corporate Law*, 3rd ed. (Foundation Press, 2015)

Special Report by the Public Oversight Board of the SEC Practice Section, AICPA: *Issues Confronting the Accounting Profession: Litigation, Self-regulation, Standards, Public Confidence, Professional Practice*, American Institute of Certified Public Accountants. Public Oversight Board, 1993

Discorso Bush, articolo del giornale, *THE WALL STREET JOURNAL*, <https://www.wsj.com/articles/SB1015460971646141720>

BRC, 1999, <https://www.sec.gov/news/press/pressarchive/1999/99-14.txt>

Arthur Levitt, Chairman, U.S. Securities & Exchange Commission, *To the Financial Executives Institute*, New York, New York, November 16, 1998, <https://www.sec.gov/news/speech/speecharchive/1998/spch227.htm>

Rezaee, 2002, *Financial Statement Fraud: Prevention and Detection*.

COSO (Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission), *Internal Control — Integrated Framework*, 2013

Association of Certified Fraud Examiners (ACFE), *Report to the Nations: Global Study on Occupational Fraud and Abuse*, 2022

U.S. Department of Justice & SEC, *A Resource Guide to the U.S. Foreign Corrupt Practices Act*, Second Edition, July 2020

Deloitte, *Audit Committee Resource Guide*, 2023

EY (Ernst & Young), *Audit Committee Bulletin: Overseeing Risk in a Volatile Environment*, 2022

U.S. Securities and Exchange Commission (SEC), Sarbanes-Oxley Act of 2002: Summary of Key Provisions

NASDAQ Listing Rule 5605(c); NYSE Listed Company Manual Section 303A.07 (Audit Committee Responsibilities)

KPMG, Audit Committee Handbook, 2021

Delaware General Corporation Law (DGCL): <https://delcode.delaware.gov/title8/c001/>

Securities and Exchange Commission (SEC): <https://www.sec.gov/rules-regulations>

*Sarbanes-Oxley Act (SOX), 2002:
<https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1883/pdf/COMPS-1883.pdf>*

*Dodd-Frank Act, 2010:
<https://www.govinfo.gov/content/pkg/PLAW-111publ203/pdf/PLAW-111publ203.pdf>*

American Law Institute, 30 aprile 1994, Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations

Business Roundtable, 2016, Corporate Governance Principles

Oregon State University. (n.d.). The U.S. Corporate Governance System. Retrieved from <https://open.oregonstate.edu/strategicmanagement/chapter/2-the-u-s-corporate-governance-system/>

Baker, J. H. (2002). An Introduction to English Legal History (4th ed.). Oxford University Press

Chemerinsky, E. (2019). Constitutional Law: Principles and Policies (6th ed.). New York: Wolters Kluwer.

Kahan, M. (2023). The State of State Competition for Incorporations.

Veasey, E. N., & Di Guglielmo, C. T. (2020). Delaware Corporation Law and Practice (3rd ed.). Thomson Reuters.

Delaware General Corporation Law, Title 8, §102(a) (per la struttura minima dello statuto e dei poteri).

Loewenstein, K. L. (2003). "Trust and Fiduciary Duties in Delaware Corporate Law," Delaware Journal of Corporate Law, 28(1), 1–35.

In re Walt Disney Co. Derivative Litigation, 906 A.2d 27 (Del. Ch. 2006).

Delaware General Corporation Law, Title 8, §271–§273 (fraudulent transfers).

Roe, M. J. (1987). "Delaware's Competition," Yale Law Journal, 96(2), 331–360.

Sarbanes–Oxley Act of 2002, Pub. L. No. 107-204, 116 Stat. 745.

Ferrara, A. (2020). Diritto delle società (5a ed.). Giuffrè.

Chiarella, L., & Ferrarini, G. (2017). Le società di capitali: commentario al titolo V del libro V del codice civile. Il Sole 24 Ore.

Del Punta, F. (2015). Il ruolo del giudice nel diritto societario. Jovene.

Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo Unico della Finanza).

Di Giglio, M. (2005). *Il caso Parmalat: cronaca di un fallimento annunciato*. Il Mulino.

Legge 31 maggio 1995, n. 218 (norme sul diritto internazionale privato); Basile, L. (2018). *Diritto internazionale privato*. Giappichelli.

Corte di Giustizia UE, sent. 9 marzo 1999, C-212/97 Centros Ltd v. Erhvervs-og Selkabsstyrelsen.

Sitografia

Modello tradizionale giapponese:

<https://iris.unibs.it/bitstream/11379/18546/1/12%20LB%20-%20Relazione%20di%20governance%20e%20stakeholder%20view.pdf>

2013.url:<https://www.consob.it/documents/11973/201676/qg2.pdf/47a2d9ce-6165-4d1f-a746-62d5bbe889e1>

Borsa Italiana. Codice di Corporate Governance 2020. Recuperato da. url:
<https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/2020.pdf>

Diritto Bancario - Il successo sostenibile nel Codice di Autodisciplina 2020:
<https://www.dirittobancario.it/art/il-successo-sostenibile-nel-codice-di-autodisciplina-2020-ruolo-dell-organo-di-amministrazione/>

Diritto Bancario - L'Organo amministrativo nel Codice di Corporate Governance:
<https://www.dirittobancario.it/art/organo-amministrativo-codice-corporate-governance-funzionamento-nomine-ed-autovalutazione/>

M. Stella Richter jr, Il "successo sostenibile" del Codice di corporate governance. Prove tecniche di attuazione, *Diritto Bancario*, 5 febbraio 2021:
<https://www.dirittobancario.it/art/il-successo-sostenibile-del-codice-di-corporate-governance-prove-tecniche-di-attuazione/>

Risk & Compliance - Codice di Autodisciplina 2020 di Borsa Italiana. SCIGR e Internal Audit: le novità:
<https://www.riskcompliance.it/news/codice-di-autodisciplina-2020-di-borsa-italiana-scigr-e-internal-audit-le-novita/>

Small Business and Entrepreneurship in the Post-COVID Expansion, September 3 2024:
<https://home.treasury.gov/news/featured-stories/small-business-and-entrepreneurship-in-the-post-covid-expansion>

Statistiche per le piccole imprese negli Stati Uniti:
<https://www.clearlypayments.com/blog/the-number-of-businesses-in-the-usa-and-statistics-for-2024/>

Forme societarie in America: Le società di capitale in America:
<https://www.exportusa.us/forme-societarie-Stati-Uniti.php>

Compare S corporation vs C corporation:
<https://www.wolterskluwer.com/en/expert-insights/s-corp-vs-c-corp-differences-benefits>
C corp vs LLC: Differences, similarities and how to choose between them:
<https://stripe.com/en-nl/resources/more/c-corp-vs-llc#how-to-choose-between-an-llc-and-a-c-corp>

Morrison & Foerster LLP. "Ask a MoFo: What Fiduciary Duties Do I Have as a Director of a Delaware Corporation?" Last modified June 28, 2023.
<https://www.mofo.com/resources/insights/230628-fiduciary-duties-director-of-a-delaware-corporation>

Delaware Division of Corporations. "The Delaware Way: Deference to the Business Judgment of Directors." Accessed May 14, 2025. <https://corplaw.delaware.gov/delaware-way-business-judgment/>

Jones Day. "Good Faith Issues Present New Risks for Directors and Officers." February 2005. <https://www.jonesday.com/-/media/files/publications/2005/02/good-faith-issues-present-new-risks-for-directors/files/good-faith-issuespdf/fileattachment/good-faith-issues.pdf>

Governance americana

https://www.researchgate.net/profile/Gianluca-Riolfo/publication/283914610_Gran_Bretagna_e_Stati_Uniti_il_sistema_di_amministrazione_e_controllo_delle_companies_e_delle_corporations/links/564a1b6608ae295f644fb4a0/Gran-Bretagna-e-Stati-Uniti-il-sistema-di-amministrazione-e-controllo-delle-companies-e-delle-corporations.pdf

Corporate governance americana

<https://www.ecgi.global/publications/codes/countries/corporate-governance-in-the-united-states>

Carpenter Wellington. NYSE vs NASDAQ: Key Similarities and Differences. url:

<https://carpenterwellington.com/post/nyse-nasdaq-key-similarities-differences/#:~:text=The%20NYSE%20is%20known%20for,companies%20listed%20on%20the%20NYSE>

Audit committee, <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/accounting/audit-committee/>

Definizione e applicazioni del principio

Comply-or-Explain: <https://www.pandslegal.it/business/corporate-governance-e-il-principio-comply-or-explain/>

Why Is There No U.S. Code of Corporate Governance? – Some comparative observations on corporate governance regulation

https://www.researchgate.net/publication/349266220_Why_Is_There_No_US_Code_of_Corporate_Governance_-_Some_comparative_observations_on_corporate_governance_regulation

Tipalti. Advantages and Disadvantages of Going Public. Accessed: 2024-10-05. 2024. url:

<https://tipalti.com/go-ipo/advantages-and-disadvantages-of-going-public/>