



**DOTTORATO DI RICERCA IN**  
**GESTIONE FINANZIARIA D'IMPRESA**  
**E PREVENZIONE DELLA CRISI**  
Ciclo XXXVIII

*Tesi di Dottorato di Ricerca in*  
*Crisi aziendale e resilienza: strategie di gestione e*  
*continuità organizzativa*

Dott.ssa Annabella Conturso

**Coordinatore del Corso**  
Chiar.ma Prof.ssa  
Maria Antonella Ferri

**Tutor**  
Chiar.mo Prof.  
Marco Sorrentino

**Co-Tutor**  
Chiar.mo Ing.  
Roberto de Renzi

Anno Accademico 2024/2025



Finanziato  
dall'Unione europea  
NextGenerationEU



Ministero  
dell'Università  
e della Ricerca



Italiadomani  
PIANO NAZIONALE  
DI RIPRESA E RESILIENZA



Università telematica delle  
Camere di Commercio Italiane

*Con riconoscenza a chi ha sostenuto questo percorso con fiducia e pazienza,  
accompagnandolo con presenza discreta, incoraggiamento e comprensione  
lungo tutte le sue fasi.*

## Sommario

INTRODUZIONE.....	6
CAPITOLO 1 - LA CRISI D'IMPRESA TRA NARRAZIONE, DISCIPLINA E GOVERNANCE .....	10
1.1 La crisi come fenomeno strutturale e multidimensionale.....	12
1.2 Impresa e vulnerabilità nell'era dell'incertezza permanente .....	18
1.3 Governance e cultura del rischio nei contesti di discontinuità .....	23
1.4 La disciplina della crisi d'impresa: prevenzione, assetti e continuità .....	30
1.4.1 Il Codice della crisi e gli obblighi dell'imprenditore .....	34
1.4.2 Gli assetti adeguati ex art. 2086 c.c.: significato, portata e implicazioni organizzative.....	37
1.4.3 Funzioni di <i>early warning</i> e strumenti di rilevazione tempestiva	41
1.5 Il ruolo della corporate governance nella resilienza .....	45
CAPITOLO 2 -GOVERNANCE, RISCHIO E RESILIENZA: UNA LITERATURE REVIEW .....	51
2.1 Evoluzione del concetto di Corporate Governance .....	53
2.1.1 Governance come leva di fiducia nei contesti di crisi.....	60
2.2 Resilienza organizzativa: concetti, dimensioni e determinanti .....	65
2.2.1 - Definizioni e approcci interpretativi .....	69
2.3 - Crisi, vulnerabilità e sistemi di governance: evidenze dalla letteratura .....	74
2.4 La formulazione delle ipotesi di ricerca.....	77
CAPITOLO 3 - DISEGNO DELLA RICERCA E COSTRUZIONE DEL MODELLO EMPIRICO .....	82
3.1 Corporate Governance e resilienza: dal quadro teorico alle ipotesi di ricerca.....	82
3.2 Sostenibilità e performance: indicatori ESG nella resilienza .....	88
3.3 Governance inclusiva e diversità di genere .....	95
3.4 Indipendenza del CdA e solidità organizzativa.....	98
3.5 Stakeholder engagement e trasparenza istituzionale .....	102
3.6 Quadro sinottico e raccordo metodologico .....	109

CAPITOLO 4 – RISULTATI EMPIRICI.....	<b>112</b>
4.1 Quadro generale delle evidenze empiriche.....	112
4.2 Ipotesi 1: fattori ESG, performance e resilienza .....	114
4.2.1 Punteggio ESG complessivo: costi nel breve periodo e benefici rinvii.....	115
4.2.2 Le componenti ESG: effetti eterogenei e dinamiche non lineari .....	116
4.3 Ipotesi 2: diversità di genere nei vertici e resilienza .....	118
4.3.1 Risultati sulle performance e sulla valutazione di mercato .....	118
4.3.2 Il ruolo della massa critica e del contesto istituzionale .....	120
4.4 Ipotesi 3: indipendenza del CdA, struttura dei poteri e resilienza .	121
4.4.1 L'assenza di effetti significativi nel contesto post-SOX.....	121
4.5 Ipotesi 4: stakeholder engagement, trasparenza e resilienza.....	123
4.5.1 Stakeholder engagement: benefici attesi, costi immediatamente osservabili.....	124
4.5.2 Impegno verso la comunità e CSR strategy: reputazione, costi e tempi di ritorno .....	125
4.6 Governance, resilienza e orizzonte temporale: una sintesi integrata .....	127
CAPITOLO 5 – DISCUSSIONE CRITICA DEI RISULTATI E IMPLICAZIONI PER LA GOVERNANCE RESILIENTE .....	<b>130</b>
5.1 Resilienza, governance e contesto: una lettura integrata dei risultati .....	131
5.2 La capacità dinamica della governance resiliente .....	134
5.3 Implicazioni manageriali e normative .....	137
5.4 Limiti della ricerca e piste per studi futuri .....	141
CAPITOLO 6 – CONCLUSIONI E CONTRIBUTI DELLA RICERCA.....	<b>145</b>
6.1 Evidenze, contributi teorici e apporti metodologici, verso una concezione sistemica della governance resiliente.....	145
6.2 Una visione integrata di governance resiliente .....	148
6.3 Considerazioni conclusive .....	151
BIBLIOGRAFIA .....	<b>156</b>

Opere (letteratura primaria) .....	156
Letteratura critica .....	156
Fonti normative e istituzionali .....	159
Database, software e risorse digitali.....	162

## INTRODUZIONE

Il contesto economico e istituzionale in cui operano le imprese è stato di recente attraversato da profonde trasformazioni, che hanno messo in discussione molte delle categorie tradizionali utilizzate per interpretare i meccanismi di governance dei sistemi aziendali. Crisi finanziarie globali, shock geopolitici, pandemie, accelerazioni tecnologiche, mutamenti normativi e la crescente importanza delle pressioni ambientali e sociali nei confronti delle imprese hanno contribuito a delineare uno scenario caratterizzato da elevata incertezza, interdipendenza e instabilità strutturale. In tale contesto, la crisi economica finanziaria d'impresa non può più essere considerata un evento eccezionale o marginale, bensì una possibilità ricorrente, intrinsecamente connessa alla complessità dei sistemi economici contemporanei.

Il contesto economico e politico degli ultimi anni ha messo in evidenza come anche imprese apparentemente solide possano trovarsi improvvisamente esposte a squilibri rilevanti, mettendo in luce la fragilità di modelli di governo e di controllo non adeguatamente attrezzati per fronteggiare discontinuità sistemiche. Ciò ha determinato un progressivo spostamento dell'attenzione della ricerca economico-aziendale dalla gestione ex post delle crisi conclamate alla prevenzione, dall'analisi degli effetti alla comprensione dei processi che conducono alla crisi, dalla focalizzazione sugli esiti finanziari alla riflessione sugli assetti organizzativi, informativi e decisionali che rendono l'impresa più o meno capace di affrontare l'incertezza.

In questo quadro la resilienza organizzativa, più che come una semplice capacità di resistenza passiva agli shock, si configura quale proprietà dinamica dei sistemi aziendali, legata alla loro abilità di anticipare i rischi, assorbirne gli effetti, adattarsi ai cambiamenti e, in alcuni casi, trasformare le crisi in occasioni di apprendimento e rinnovamento strategico.

Parallelamente, il legislatore ha recepito questa nuova sensibilità ridefinendo il perimetro degli obblighi gravanti sull'imprenditore e sugli organi di governo societario attraverso la riforma dell'art. 2086 c.c. e l'introduzione

del Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, che segnano un passaggio paradigmatico per l'impresa, chiamata non solo a reagire alla crisi, ma a prevenirla, dotandosi di assetti organizzativi, amministrativi e contabili adeguati alla rilevazione tempestiva degli squilibri e alla salvaguardia della continuità aziendale.

Da evento patologico, quindi, la crisi si trasforma in un rischio da monitorare e governare in via permanente. Tale impostazione attribuisce alla governance un ruolo decisivo, poiché è nei luoghi in cui si formano le decisioni strategiche che si costruisce o meno la capacità dell'impresa di convivere con l'incertezza.

Alla luce di queste trasformazioni, la corporate governance emerge come una variabile chiave per comprendere la resilienza delle imprese nei contesti di crisi. La letteratura internazionale ha evidenziato come la composizione del Consiglio di amministrazione, il grado di indipendenza degli amministratori, la diversità di genere e di competenze, la qualità dei sistemi informativi, il livello di trasparenza e il rapporto con gli stakeholder e con le normative di riferimento possano incidere in modo significativo sulla capacità dell'impresa di anticipare le discontinuità e di preservare la continuità operativa. Allo stesso tempo, studi più recenti hanno messo in discussione letture semplicistiche, mostrando come alcuni meccanismi di governance producano effetti complessi, talvolta ambigui o non lineari, soprattutto nel breve periodo. In particolare, l'integrazione dei fattori ESG nelle strategie aziendali, pur associata a benefici reputazionali e di lungo termine, può comportare costi immediati e tensioni organizzative che incidono sulle performance nel breve periodo, sollevando interrogativi rilevanti sul ruolo temporale della governance nella costruzione della resilienza.

In questo scenario si colloca la presente tesi, che si propone di analizzare il rapporto tra corporate governance e resilienza d'impresa, adottando una prospettiva integrata che coniuga teoria organizzativa, letteratura

manageriale, disciplina giuridica ed evidenze empiriche. L'obiettivo della ricerca è *comprendere se, e in che misura, specifiche caratteristiche della governance contribuiscano a rafforzare la capacità delle imprese di affrontare contesti di crisi*, con particolare attenzione al ruolo dei fattori ESG, della diversità di genere nei vertici aziendali, dell'indipendenza del Consiglio di amministrazione e delle pratiche di stakeholder engagement. *La resilienza viene interpretata non come un attributo statico, ma come un processo dinamico*, che si manifesta attraverso la performance economico-finanziaria, la valutazione di mercato e la capacità di mantenere la fiducia degli stakeholder in presenza di shock.

Dal punto di vista metodologico, la tesi combina una literature review più ampia possibile con un'analisi empirica basata su dati quantitativi, utilizzando indicatori ESG, variabili di governance e misure di performance per testare un insieme di ipotesi di ricerca. L'analisi empirica consente di esplorare le relazioni tra governance e resilienza in modo sistematico, mettendo in luce non solo gli effetti medi, ma anche le eterogeneità e le dinamiche temporali che caratterizzano tali relazioni. In questo senso, la ricerca intende contribuire al dibattito scientifico superando approcci normativi o prescrittivi, e offrendo una lettura più problematica del ruolo della governance nei contesti di crisi.

La struttura della tesi riflette questo impianto: il primo capitolo ricostruisce il concetto di crisi d'impresa come fenomeno strutturale e multidimensionale, analizzandone le implicazioni organizzative, giuridiche e di governance e approfondendo il significato degli assetti adeguati e degli strumenti di *early warning* introdotti dal legislatore; il secondo capitolo è dedicato alla revisione critica della letteratura su corporate governance, rischio e resilienza, e conduce alla formulazione delle ipotesi di ricerca; il terzo capitolo, invece, illustra il disegno della ricerca e il modello empirico, chiarendo le scelte metodologiche e le variabili utilizzate. Il quarto capitolo presenta e discute i risultati empirici, mentre il quinto capitolo ne offre una lettura

critica, evidenziando le implicazioni manageriali e normative. Infine, il secondo capitolo sintetizza i contributi della ricerca, proponendo un modello integrato di governance resiliente e delineando possibili sviluppi futuri.

Nel suo insieme, il lavoro intende mostrare come la crisi non rappresenti soltanto un rischio da evitare, ma anche una lente attraverso cui osservare la qualità della governance e la capacità dell'impresa di apprendere, adattarsi e generare valore in contesti di incertezza permanente, interpretando la resilienza non come un obiettivo isolato, ma come l'esito di un sistema di governo capace di prevenire e riassorbire la crisi, in un'ottica di responsabilità sociale di lungo periodo.

## CAPITOLO 1 - LA CRISI D'IMPRESA TRA NARRAZIONE, DISCIPLINA E GOVERNANCE

La crisi d'impresa rappresenta uno degli eventi più sensibili in cui si intrecciano teoria organizzativa, disciplina giuridica e pratiche di governo societario. Non potendo essere un semplice accidente del percorso aziendale, la crisi si configura come uno specchio privilegiato attraverso cui osservare la qualità delle decisioni, la robustezza degli assetti organizzativi, la maturità della cultura del rischio e, più in profondità, il modo in cui l'impresa interpreta il proprio ruolo all'interno di sistemi economici e sociali caratterizzati da instabilità strutturale. Studiare la crisi d'impresa, dunque, significa interrogarsi contemporaneamente su come la realtà viene raccontata (nelle categorie della letteratura manageriale), regolata (nelle norme che ne disciplinano l'emersione e la gestione) e, infine, governata (nei contesti in cui si formano le decisioni che possono prevenirla o, al contrario, alimentarla). Questo capitolo, infatti, non si limita a descrivere le molteplici forme attraverso cui le crisi si manifestano, ma ricostruisce il cambiamento di prospettiva che, negli ultimi decenni, ha interessato il modo di considerare la crisi. Se per lungo tempo la crisi è stata concepita come rottura improvvisa, evento eccezionale, parentesi rispetto alla c.d. normalità del funzionamento aziendale, la ricerca contemporanea tende a considerarla come un fenomeno strutturale, esito possibile e ricorrente dell'interazione tra imprese e contesti dominati da complessità, interdipendenza e incertezza permanente, in questa traiettoria evolutiva si collocano tanto gli approcci che hanno messo in luce la dimensione processuale e latente della crisi, quanto le teorie dei sistemi complessi, che insistono sull'intreccio di fattori esogeni ed endogeni, sulla non linearità, sui feedback cumulativi e sulle dinamiche emergenti che rendono l'impresa strutturalmente esposta a shock e discontinuità.

Assumere la crisi come fenomeno strutturale significa, al contempo, riconoscere che non è solo il risultato di forze esterne, ma anche il prodotto di vulnerabilità interne, soprattutto derivanti da assetti inadeguati, deficit informativi, ritardi nella lettura dei segnali, rigidità culturali, fallimenti nel coordinamento decisionale. In tale prospettiva, la crisi non è soltanto un evento che interessa l'impresa, ma soprattutto rappresenta ciò che l'impresa non ha saputo vedere, capire e governare.

Assumendo questo slittamento e considerando la crisi non come una fatalità, ma come processo leggibile e, almeno in parte, governabile, si innestano sia le riflessioni giuridiche più recenti, sia le trasformazioni del ruolo attribuito alla corporate governance.

Il diritto positivo, in particolare la riforma rappresentata dall'art. 2086 c.c. e dal Codice della crisi, non si limita più a chiedere all'imprenditore solo di reagire alla crisi una volta manifestatasi, ma di dotarsi di assetti, procedure e sistemi informativi in grado di cogliere i segnali di squilibrio e di attivare strumenti di intervento precoce. Ciò che il legislatore chiede non è l'impossibile eliminazione del rischio, ma la costruzione di un'organizzazione capace di convivere con l'incertezza, di monitorarla e di non esserne travolta per mancanza di consapevolezza o di strumenti adeguati: in altri termini, la disciplina non interviene solo sulla patologia, ma pretende che l'impresa instauri una forma di vigilanza permanente su sé stessa.

Allo stesso modo, la governance assume una centralità nuova, il Consiglio di amministrazione non è più soltanto l'organo chiamato a definire le strategie e a controllare l'operato del management, ma diventa il luogo in cui si costruisce una cultura del rischio capace di orientare l'intera organizzazione, e la qualità della stessa si misura allora nella capacità di integrare informazioni complesse, valorizzare competenze differenziate, evitare il conformismo decisionale, mantenere un dialogo trasparente con gli stakeholder e, soprattutto, tradurre in scelte operative l'idea che la crisi sia un fenomeno da prevenire e comprendere, prima ancora che da gestire ex post.

In questa chiave, la crisi d'impresa diviene una lente attraverso cui osservare quanto un'organizzazione sappia apprendere dall'esperienza, ripensare i propri assetti e trasformare l'esposizione al rischio in occasione di evoluzione.

Ciò premesso, in questo capitolo ci si propone di costruire una cornice concettuale entro cui collocare la domanda di ricerca della tesi. Si partirà dalla crisi come fenomeno sistemico e dalla vulnerabilità come condizione fisiologica dei sistemi complessi, per mettere progressivamente a fuoco la responsabilità dell'impresa e della sua governance nel leggere, presidiare e orientare tale complessità. La condizione di crisi non viene così intesa soltanto come tema oggettivo del diritto o dell'economia aziendale, ma come spazio in cui si intrecciano rappresentazioni teoriche, scelte normative e pratiche di governo, e nel quale diventa possibile misurare, in modo concreto, la capacità dell'impresa di essere resiliente in un ambiente dominato dall'incertezza permanente.

### **1.1 La crisi come fenomeno strutturale e multidimensionale**

Negli ultimi anni, il concetto di crisi d'impresa ha attraversato un'evoluzione teorica profonda, passando da definizioni semplicistiche e riduttive a una concezione pienamente strutturale, sistemica e multidimensionale. Nelle prime interpretazioni, collocate all'interno di una prospettiva di tipo *event-based*, la crisi era descritta come un evento inatteso, improvviso e fortemente circoscritto, caratterizzato da pressioni decisionali elevate e da un rischio significativo per la sopravvivenza dell'organizzazione<sup>1</sup>. Tale impostazione, ancora influenzata da un paradigma di tipo meccanicistico e lineare, coglieva soltanto la dimensione più visibile e drammatica della crisi,

---

<sup>1</sup> C. F. Hermann, *Some Consequences of Crisis Which Limit the Viability of Organizations* (1963), in *Administrative Science Quarterly*, Ithaca 1963, vol. 8, n. 1, pp. 61-82. H. Smart, I. Vertinsky, *Strategy and the Environment: A Study of Corporate Responses to Crises* (1977), Prentice Hall, Englewood Cliffs 1977, pp. 1-32.

limitando l'analisi ai momenti di esplosione degli squilibri e sottovalutando l'accumulo progressivo di segnali, vulnerabilità e distorsioni che precedono il manifestarsi dell'evento critico. In questo modello, la crisi era essenzialmente interpretata come un'anomalia del funzionamento organizzativo, un'interruzione temporanea del normale corso delle attività, piuttosto che un esito possibile e frequente delle interazioni complesse tra impresa e ambiente.

A partire dagli anni Settanta e Ottanta, questo limite ha stimolato lo sviluppo di approcci comportamentali e organizzativi che hanno evidenziato come la crisi sia spesso il prodotto di un processo latente, alimentato da segnali deboli non riconosciuti, errori decisionali, deficit nei processi di *sense-making*, rigidità culturali, conflitti latenti e cognitivi che compromettono la capacità dell'organizzazione di interpretare correttamente il proprio contesto competitivo<sup>2</sup> oppure sottovalutano il rischio, negano il problema e/o conferiscono eccessiva fiducia nelle routine consolidate<sup>3</sup>.

Questa prospettiva ha così messo in discussione l'idea della crisi come evento isolato, riconoscendone la natura progressiva, cumulativa e profondamente intrecciata con i comportamenti organizzativi, i sistemi di comunicazione, gli assetti di governance, le infrastrutture informative e le dinamiche di potere interne. La crisi diviene l'espressione di un percorso degenerativo che si sviluppa nel tempo, spesso favorito da inerzie manageriali,

---

<sup>2</sup> B. A. Turner, *The Organizational and Interorganizational Development of Disasters* (1976), in *Administrative Science Quarterly*, Ithaca 1976, vol. 21, n. 3, pp. 378-397; I. I. Mitroff, *Managing Crises Before They Happen* (1987), AMACOM, New York 1987, pp. 17-45; P. Shrivastava, *Bhopal: Anatomy of a Crisis* (1987), Ballinger, Cambridge (MA) 1987, pp. 3-28.

<sup>3</sup> D. Vaughan, *The Challenger Launch Decision: Risky Technology, Culture, and Deviance at NASA* (1996), University of Chicago Press, Chicago 1996, pp. 62-85; C. Perrow, *Normal Accidents* (1984), Princeton University Press, Princeton 1984, pp. 64-89; K. E. Weick, *The Collapse of Sensemaking in Organizations: The Mann Gulch Disaster* (1993), in *Administrative Science Quarterly*, Ithaca 1993, vol. 38, n. 4, pp. 628-652.

rigidità strategiche e una cultura organizzativa poco incline all'apprendimento.

Questa più matura interpretazione della crisi si colloca all'interno delle teorie dei sistemi complessi, superando definitivamente la visione lineare e introducendo un paradigma basato sull'interdipendenza dei fenomeni, sull'emergenza di comportamenti inattesi e sulla non prevedibilità delle dinamiche aziendali<sup>4</sup>. Secondo tale impostazione, l'impresa è un sistema aperto, interconnesso e strutturalmente esposto a un'ampia gamma di rischi derivanti da una molteplicità di dimensioni, finanziaria, geopolitica, ambientale, tecnologica, sociale, istituzionale e organizzativa, che interagiscono simultaneamente, generando non linearità, amplificazione degli effetti, e livelli elevati di incertezza, questo indica la crisi d'impresa come il prodotto dell'interazione tra fattori esogeni (come shock dei mercati, instabilità istituzionale, eventi climatici estremi, cyber-risk, pandemie, cambiamenti normativi improvvisi e perturbazioni nelle supply chain globali) e fattori endogeni (assetti di governance inadeguati, carenze nei sistemi di controllo, ritardi nei processi di innovazione, deficit di competenze, frammentazione organizzativa, interpretazioni distorte del contesto competitivo). In questo quadro, l'approccio sistemico chiarisce come la crisi non vada letta in termini puramente economico-finanziari, ma come un fenomeno totale che investe simultaneamente la sfera strategica, organizzativa, reputazionale e istituzionale, l'impresa appare così come un sistema vulnerabile non perché esposto a un singolo rischio, ma perché immerso in un ecosistema in continua trasformazione in cui i rischi tendono a moltiplicarsi, a interagire e a propagarsi in modo spesso imprevedibile.

---

<sup>4</sup> K. E. Weick, *The Collapse of Sensemaking in Organizations: The Mann Gulch Disaster* (1993), in *Administrative Science Quarterly*, Ithaca 1993, vol. 38, n. 4, pp. 628-652; C. Perrow, *Normal Accidents* (1984), 2<sup>a</sup> ed., Princeton University Press, Princeton 1999, pp. 67-96; N. N. Taleb, *Antifragile: Things That Gain from Disorder* (2012), Random House, New York 2012, pp. 1-34.

Alcuni contributi della letteratura hanno efficacemente sintetizzato tale complessità, definendo la crisi come un evento ambiguo, a forte rischio reputazionale, che minaccia la continuità strategica dell'impresa e richiede risposte rapide in condizioni di incertezza<sup>5</sup>. L'ambiguità e la natura reputazionale della crisi vengono intese come pilastri per la legittimazione dell'impresa, sulla sua licenza ad operare e sul suo posizionamento strategico, determinando in ultima analisi la sua capacità di generare valore nel lungo periodo.

La letteratura manageriale ha progressivamente consolidato la natura processuale della crisi, descrivendola come una sequenza evolutiva articolata in fasi distinte, segnali deboli, esplosione degli squilibri, cronicizzazione delle vulnerabilità e recupero o riorientamento strategico<sup>6</sup>. Questo modello interpretativo consente di comprendere la crisi come un percorso che include momenti di deterioramento, ma anche spazi di manovra per interventi tempestivi e misure correttive, evidenziando come il vero elemento discriminante sia la capacità organizzativa di individuare precocemente tempestivamente gli squilibri, interpretarli correttamente e attivare adeguati processi di risposta, ed inoltre, in questa concezione assumono un ruolo fondamentale i sistemi di *early warning*, le pratiche di *risk management* integrato, l'adozione di assetti organizzativi flessibili e la presenza di una governance attenta, proattiva e dotata di competenze diversificate.<sup>7</sup>

---

<sup>5</sup> J. Bundy, M. D. Pfarrer, C. E. Short, W. T. Coombs, Crises and Crisis Management: Integration, Interpretation, and Research Development (2017), in *Journal of Management*, Thousand Oaks 2017, vol. 43, n. 6, pp. 1661-1692.

<sup>6</sup> S. Fink, *Crisis Management: Planning for the Inevitable* (1986), AMACOM, New York 1986, pp. 20-39.

<sup>7</sup> Sul ruolo dei sistemi di *early warning* e del *risk management* integrato quali strumenti di individuazione precoce degli squilibri e di attivazione tempestiva dei processi di risposta alla crisi, cfr. C. F. Hermann, *Some Consequences of Crisis Which Limit the Viability of Organizations* (1963), in *Administrative Science Quarterly*, Ithaca 1963; M. Power, *The Risk*

Parallelamente, l'ambiente competitivo contemporaneo risulta sempre più interessato da un livello di volatilità senza precedenti, che ha portato la ricerca a introdurre i concetti di *turbulence* e *permanent change*, in particolare, la trasformazione tecnologica accelerata, la digitalizzazione pervasiva, la globalizzazione dei flussi economici e informativi, l'interdipendenza dei sistemi produttivi e finanziari, la scarsità delle risorse naturali e l'emergere di minacce sistemiche globali hanno reso la crisi una condizione costante, non più confinabile a episodi sporadici, ma parte integrante del ciclo di vita aziendale<sup>8</sup>. Le imprese sono così chiamate non soltanto a reagire, ma a convivere stabilmente con la crisi, sviluppando capacità avanzate di anticipazione, resilienza, adattamento e apprendimento continuo, questa prospettiva conduce il concetto di crisi d'impresa alla capacità organizzativa di interpretare la complessità, di innovare i propri modelli operativi e di mantenere un adeguato livello di flessibilità strategica.

Questo cambio di paradigma ha avuto un impatto significativo anche sul piano istituzionale e normativo italiano, infatti, attraverso l'introduzione del Codice della crisi e dell'insolvenza, il legislatore ha recepito l'idea che la crisi sia un fenomeno fisiologico e che l'imprenditore debba dotarsi di assetti organizzativi, informativi e procedurali idonei a rilevare tempestivamente segnali di squilibrio, garantire la trasparenza gestionale e intervenire prima che essi sfocino nell'insolvenza<sup>9</sup>.

---

*Management of Everything* (2004), Demos, London 2004; M. Power, *Organized Uncertainty*, Oxford University Press, Oxford 2007.

<sup>8</sup> H. Mintzberg, *The Rise and Fall of Strategic Planning*, Free Press, New York 1994; A. Giddens, *The Consequences of Modernity*, Polity Press, Cambridge 1990; U. Beck, *Risikogesellschaft* (1986), Suhrkamp, Frankfurt am Main 1986; N. N. Taleb, *Antifragile*, Random House, New York 2012.

<sup>9</sup> Decreto Legislativo 12 gennaio 2019, n. 14, Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza (2019), Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, Roma 2019.

Ciò rappresenta un riconoscimento esplicito non soltanto della dimensione strutturale e processuale della crisi, ma anche della necessità di una governance capace di monitorare costantemente l'evoluzione interna ed esterna dell'impresa, di migliorare la qualità dei flussi informativi e di sviluppare meccanismi decisionali in grado di affrontare efficacemente contesti ad alta incertezza.

Anche la dottrina aziendalistica italiana ha progressivamente superato una concezione meramente finanziaria della crisi, evidenziandone la natura sistemica e multidimensionale. In particolare, i contributi raccolti da Risaliti, Migliori, Ianni e Baldissera mettono in luce come la crisi rappresenti non solo uno squilibrio economico, ma una disfunzione complessiva degli assetti aziendali e dei meccanismi di governo, sottolineando la centralità della prevenzione e della qualità della governance nella lettura dei segnali anticipatori. Analogamente, Migliori (2013), nel collegare crisi d'impresa e corporate governance, evidenzia come l'assetto proprietario e la struttura dei poteri incidano in modo determinante sulla capacità di intercettare tempestivamente le situazioni di deterioramento.

In questa prospettiva, la crisi non appare come una mera patologia finanziaria, bensì come un fenomeno che investe l'intera architettura organizzativa, rafforzando l'idea che la resilienza dipenda dalla qualità dei presidi di governo e dalla maturità dei processi decisionali.

Dalla analisi svolta fino a questo punto, la crisi emerge come un fenomeno strutturale, multidimensionale e intrinsecamente connesso alla complessità dei sistemi socioeconomici contemporanei, ed è il risultato dell'intreccio tra rischi globali e vulnerabilità organizzative, tra turbolenza ambientale e carenze nei processi decisionali, tra dinamiche reputazionali e rigidità strategiche. Riconoscere la natura sistemica della crisi non significa soltanto comprenderne le origini, ma soprattutto individuare le condizioni che consentono alle imprese di trasformarla in un'occasione di rinnovamento, innovazione e rafforzamento della resilienza organizzativa e in questo senso,

diventa espressione della qualità della governance, della sua capacità di apprendere dall'esperienza, di anticipare i rischi emergenti e di adattarsi in modo dinamico, assicurando la continuità operativa e la generazione di valore in contesti di incertezza permanente.

## 1.2 Impresa e vulnerabilità nell'era dell'incertezza permanente

L'evoluzione dei mercati verso assetti iperconnessi e interdipendenti ha trasformato profondamente la natura delle vulnerabilità aziendali, rendendole sempre più diffuse, pervasive e difficili da gestire con approcci lineari o meramente reattivi<sup>10</sup>. La vulnerabilità non riguarda più soltanto la fragilità finanziaria o l'esposizione a shock esterni, ma coinvolge dimensioni strategiche, tecnologiche, organizzative, socio-ambientali e giuridiche, configurandosi come una condizione intrinseca del funzionamento d'impresa nell'era dell'incertezza.

Dal punto di vista economico-produttivo, un primo fattore di vulnerabilità deriva dall'interdipendenza globale delle *supply chain*, la crescente integrazione delle filiere produttive a livello internazionale ha amplificato la fragilità dei sistemi logistici, rendendo l'interruzione di un singolo snodo capace di innescare effetti domino su scala globale (come avvenuto nei casi emblematici della crisi dei semiconduttori, dei lockdown asiatici durante la pandemia o del blocco del Canale di Suez<sup>11</sup>).

Questa *vulnerabilità strutturale* evidenzia come la complessità delle reti di fornitura renda le imprese dipendenti da variabili esogene difficilmente controllabili, imponendo modelli più avanzati di risk management

<sup>10</sup> U. Beck, *Risikogesellschaft* (1986), trad. it. *La società del rischio*, Carocci, Roma 2000, pp. 21-45.

<sup>11</sup> M. Christopher, H. Peck, *Building the Resilient Supply Chain* (2004), in *International Journal of Logistics Management*, Bradford 2004, vol. 15, n. 2, pp. 1-14; D. Ivanov, A. Dolgui, *A Digital Supply Chain Twin for Managing the Disruption Risks* (2021), in *Transportation Research Part E*, Amsterdam 2021, vol. 147, pp. 102-116.

integrato e di resilienza operativa. Parallelamente, si assiste a una *vulnerabilità di tipo strategico* legata ai cicli di innovazione accelerati, il principale rischio contemporaneo non è più la crisi in sé, ma l'incapacità dell'impresa di rinnovare tempestivamente il proprio modello di business, restando intrappolata in routine obsolete e in rigidità cognitive che ne compromettono la competitività<sup>12</sup>. L'obsolescenza strategica non si manifesta più come un processo lento e graduale, ma come un deterioramento improvviso della capacità dell'impresa di interpretare le evoluzioni del mercato, anticipare i bisogni emergenti e valorizzare le opportunità offerte dalle nuove tecnologie.

A questa dimensione si affianca la *vulnerabilità tecnologica*, sempre più centrale nell'analisi della resilienza organizzativa. Le trasformazioni digitali, infatti, hanno aperto spazi enormi di innovazione ma anche nuove forme di dipendenza critica dovute a cyber attacchi, violazioni dei dati, interruzioni dei sistemi informatici, difficoltà nella gestione dei big data, rischi di opacità algoritmica e potenziali criticità legate all'intelligenza artificiale rappresentano minacce che possono paralizzare intere produzioni o compromettere irreversibilmente la fiducia degli stakeholder.<sup>13</sup> La mancata integrazione

---

<sup>12</sup> G. Hamel, L. Välikangas, *The Quest for Resilience* (2003), in *Harvard Business Review*, Boston 2003, vol. 81, n. 9, pp. 52-63.

<sup>13</sup> In un ambiente in cui l'affidabilità delle infrastrutture digitali diventa essenziale per la continuità aziendale, la vulnerabilità informatica assume una rilevanza non solo economica, ma anche giuridica, configurandosi sempre più spesso come un indice di inadeguatezza degli assetti organizzativi richiesti dall'art. 2086 c.c. e dal Codice della crisi. Anche la dimensione socio-ambientale costituisce un ambito cruciale di vulnerabilità, la crescente pressione degli stakeholder, dei consumatori, degli investitori, delle autorità regolatorie, e delle comunità locali, impone alle imprese livelli sempre più elevati di trasparenza, sostenibilità e responsabilità. Cfr. R. E. Freeman, *Strategic Management: A Stakeholder Approach* (1984), Pitman, Boston 1984, pp. 31-56; T. Donaldson, L. E. Preston, *The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications* (1995), in *Academy of Management Review*, New York 1995, vol. 20, n. 1, pp. 65-91.

dei criteri ESG nelle strategie aziendali può generare crisi reputazionali significative, perdita di legittimazione istituzionale, difficoltà di accesso al credito e rischi sanzionatori, soprattutto in un contesto normativo caratterizzato dall'introduzione di discipline stringenti come la CSRD e le direttive europee sulla due diligence<sup>14</sup>.

Questa vulnerabilità si lega al crescente fenomeno della *accountability* reputazionale, per cui l'immagine e la credibilità dell'impresa diventano asset strategici suscettibili di deterioramento rapido.

Accanto alla dimensione economica e strategica, la *vulnerabilità* assume una connotazione specificamente *giuridica e organizzativa*, poiché si connette direttamente agli obblighi che il legislatore ha posto in capo all'imprenditore e agli amministratori attraverso l'art. 2086, comma 2, c.c. che ha introdotto un principio di straordinaria rilevanza sistemica, secondo il quale l'imprenditore è tenuto a dotarsi di assetti organizzativi, amministrativi e contabili adeguati a rilevare tempestivamente i segnali di crisi e garantire la continuità aziendale, di conseguenza gli assetti citati non si limitano alla dimensione contabile, ma includono l'intero sistema informativo, decisionale e di monitoraggio dei rischi.

Da ciò deriva che la vulnerabilità dell'impresa non è più interpretata come una condizione fisiologica, inevitabile negli scenari complessi, bensì come un indice di scostamento dagli obblighi di corretta amministrazione e come un parametro per valutare l'operato dell'organo amministrativo ai sensi degli artt. 2392 ss. c.c. L'omessa adozione di assetti adeguati, infatti, può integrare una violazione dei doveri di diligenza professionale e generare

---

<sup>14</sup> R. G. Eccles, I. Ioannou, G. Serafeim, *The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance* (2014), in *Management Science*, Catonsville (MD) 2014, vol. 60, n. 11, pp. 2835–2857; M. Power, *Organized Uncertainty: Designing a World of Risk Management* (2007), Oxford University Press, Oxford 2007, pp. 97–123; Direttiva (UE) 2022/2464 del Parlamento europeo e del Consiglio, *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD), Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, Bruxelles 2022.

responsabilità verso la società, i soci e i creditori, soprattutto quando l'assenza di strumenti idonei abbia aggravato o non impedito lo stato di crisi. Tra le forme più rilevanti di *vulnerabilità* interna si colloca la discontinuità *informativa*, ovvero la frammentazione, incompletezza o scarsa affidabilità dei flussi informativi necessari alla governance per valutare correttamente gli equilibri economico-finanziari e le condizioni di continuità aziendale. In molte realtà le informazioni sono disperse tra funzioni, raccolte con ritardi significativi o non integrate nei sistemi di reporting, rendendo difficile o impossibile individuare tempestivamente i segnali deboli della crisi, e tale condizione non costituisce soltanto un limite gestionale, ma rappresenta un'inadempienza rispetto agli obblighi di assetto organizzativo, poiché impedisce all'organo amministrativo di esercitare una vigilanza effettiva e di adottare decisioni fondate su dati completi e aggiornati.

Una *vulnerabilità* analoga riguarda la rigidità dei modelli *organizzativi*, imprese caratterizzate da strutture gerarchiche rigide, catene decisionali lunghe e processi non aggiornati risultano maggiormente esposte a shock esogeni e incapaci di adattarsi a mutamenti repentini del mercato, delle tecnologie o delle normative. Il Codice della crisi richiede che tali modelli siano coerenti con un principio di vigilanza continua, imponendo che siano predisposti processi dinamici di monitoraggio e aggiornamento, la cui assenza può costituire un profilo di responsabilità gestoria<sup>15</sup>.

Un ulteriore fattore di *vulnerabilità* emerge dall'*obsolescenza delle competenze*, tanto *manageriali quanto operative*. Infatti, la rapida evoluzione tecnologica, la digitalizzazione dei processi, la crescente complessità delle normative e l'ampliamento degli obblighi informativi in tema di sostenibilità rendono molte competenze tradizionali insufficienti a garantire una gestione efficace

<sup>15</sup> Decreto Legislativo 12 gennaio 2019, n. 14, *Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza* (2019), Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, Roma 2019, artt. 3 e 2086 c.c.; S. Esposito De Falco, *Corporate Governance: Theories, Actors, and Control Systems in the Age of New Capitalism* (2024), Palgrave Macmillan, Cham 2024, pp. 211-235.

dei rischi emergenti. Una governance priva di sensibilità sul tema del *risk management*, non formata sui processi di previsione e prevenzione della crisi, rischia di assumere decisioni in ritardo o su basi non adeguate, tale incompetenza non è più solo un limite gestionale, ma può integrare una violazione degli obblighi fiduciari nei confronti della società.

A tutto ciò, si aggiunge una *vulnerabilità relazionale* determinata dalla posizione dell'impresa all'interno delle sue filiere e dei suoi network. Dipendenze eccessive da pochi fornitori, concentrazione del rischio in mercati instabili, scarsa diversificazione delle fonti finanziarie o dei partner commerciali rappresentano criticità che possono amplificare l'impatto di uno shock esterno e compromettere la continuità operativa<sup>16</sup>. Il legislatore richiede che tali rischi siano adeguatamente valutati e monitorati, poiché l'assenza di un'analisi delle interdipendenze può aggravare lo stato di crisi e determinare responsabilità dell'organo amministrativo.

A questo si aggiunge la *vulnerabilità digitale*, un fattore ormai imprescindibile nella valutazione complessiva del rischio d'impresa, cyber attacchi, violazioni dei dati, malfunzionamenti dei sistemi informatici o sabotaggi digitali possono avere effetti devastanti, non solo sul piano economico, ma anche sotto il profilo della conformità normativa e della responsabilità degli amministratori.

Infine, un elemento trasversale e determinante è rappresentato dalla *vulnerabilità culturale*, dovuta all'assenza di una cultura del rischio, intesa come capacità dell'organizzazione di riconoscere, analizzare e discutere apertamente i rischi emergenti. Essa costituisce una barriera significativa

---

<sup>16</sup> J. Pfeffer, G. R. Salancik, *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective* (1978), Harper & Row, New York 1978, pp. 43–72; C. A. Lengnick-Hall, T. E. Beck, M. L. Lengnick-Hall, *Developing a Capacity for Organizational Resilience* (2011), in *Human Resource Management Review*, Amsterdam 2011, vol. 21, n. 3, pp. 243–255; K. V. Lins, H. Servaes, A. Tamayo, *Social Capital, Trust, and Firm Performance* (2017), in *Journal of Finance*, Hoboken 2017, vol. 72, n. 4, pp. 1785–1824.

all'efficacia degli strumenti di controllo. Imprese che percepiscono il rischio come una minaccia da evitare o come un adempimento formale tendono a reagire con ritardo agli shock esterni e a ignorare segnali critici, alimentando processi degenerativi che avrebbero potuto essere intercettati e corretti se supportati da una cultura più orientata alla trasparenza informativa, alla partecipazione e all'apprendimento continuo<sup>17</sup>.

Da questa analisi, l'incertezza permanente non genera vulnerabilità, la rivela, per cui ciò che rende fragile un'impresa non è la presenza di shock esterni, anche inevitabili in sistemi complessi e globalizzati, bensì l'insufficienza degli strumenti organizzativi, informativi, culturali e giuridici predisposti per interpretarli e fronteggiarli.

Analizzare la vulnerabilità significa quindi valutare non solo l'efficienza gestionale, ma anche il grado di conformità agli obblighi legislativi, l'adeguatezza dei meccanismi decisionali, l'effettività dei sistemi informativi, la maturità dei processi di governance e la capacità dell'impresa di esercitare un controllo costante sulla propria continuità operativa. In tal senso, la vulnerabilità diventa una lente privilegiata per comprendere la qualità della governance e, al tempo stesso, un indicatore fondamentale per valutare la capacità dell'impresa di sviluppare resilienza, apprendimento e adattamento in un ambiente dominato dall'incertezza.

### **1.3 Governance e cultura del rischio nei contesti di discontinuità**

Nei contesti di discontinuità che caratterizzano l'economia contemporanea, la governance aziendale assume una funzione che va ben oltre il perimetro tradizionale della mera supervisione formale e del rispetto delle regole,

---

<sup>17</sup> M. Power, *The Risk Management of Everything* (2004), Demos, London 2004, pp. 14-37. K. E. Weick, K. M. Sutcliffe, *Managing the Unexpected: Resilient Performance in an Age of Uncertainty* (2001), Jossey-Bass, San Francisco 2001, pp. 9-32; A. Boin, P. 't Hart, E. Stern, B. Sundelius, *The Politics of Crisis Management* (2005), Cambridge University Press, Cambridge 2005, pp. 25-48.

divenendo, a tutti gli effetti, un'architettura del rischio, chiamata a presidiare in modo dinamico, anticipatorio e sistemico la relazione tra impresa, incertezza e cambiamento<sup>18</sup>.

Le crisi economiche e geopolitiche degli ultimi anni, le profonde trasformazioni tecnologiche, il crescente rilievo delle questioni ambientali e sociali, la volatilità dei mercati finanziari e la moltiplicazione di eventi inattesi hanno consolidato, nella letteratura manageriale, l'idea che la governance non si limiti a gestire l'esistente, ma debba saper leggere il futuro, decodificare segnali anche deboli, riconoscere le interdipendenze tra rischi differenti e predisporre risposte organizzative coerenti.

In questa prospettiva, i contributi in letteratura offrono una chiave interpretativa particolarmente feconda. Le organizzazioni che riescono a garantire elevati livelli di affidabilità, anche in condizioni di forte turbolenza e complessità, condividono alcune caratteristiche strutturali e culturali ricorrenti, quali l'attenzione costante ai segnali deboli, una diffusa cultura dell'apprendimento continuo, la capacità di decisione distribuita, la vigilanza collettiva sui rischi e la ridondanza nei sistemi critici, intesa come presenza di margini di sicurezza, competenze sovrapposte e canali informativi multipli in grado di evitare che un singolo errore degeneri in un evento catastrofico<sup>19</sup>.

Inserite nell'orizzonte della corporate governance, queste dimensioni si traducono nella necessità che i Consigli di amministrazione non siano più

---

<sup>18</sup> M. Michael, *Risk Governance and the Board of Directors* (2014), in *Corporate Governance: An International Review*, Hoboken 2014, vol. 22, n. 3, pp. 192-207.

A. Zattoni, A. Pugliese, *Corporate Governance Research: Theories and Evidence* (2021), Routledge, London 2021, pp. 141-168.

<sup>19</sup> K. E. Weick, K. M. Sutcliffe, *Managing the Unexpected: Resilient Performance in an Age of Uncertainty* (2001), 2<sup>a</sup> ed., Jossey-Bass, San Francisco 2007, pp. 3-29; T. R. Roe, *High Reliability Organizations and Risk Management* (2004), in *Journal of Contingencies and Crisis Management*, Hoboken 2004, vol. 12, n. 1, pp. 14-26.

concepiti come organi statici di mera ratifica, ma come luoghi di elaborazione strategica e di presidio intelligente dei rischi, nei quali si costruiscono e si rinnovano nel tempo le capacità di resilienza organizzativa. La governance efficace, in questo senso, non coincide esclusivamente con la conformità a codici di autodisciplina o best practice formali, ma si manifesta nella capacità di integrare la gestione del rischio nel cuore dei processi decisionali, rendendolo una dimensione ordinaria della discussione strategica e non un oggetto occasionale di attenzione legato a singoli eventi critici. In tale contesto assume centrale rilevanza la cultura del rischio, intesa come elemento qualificante della governance, in quanto consente di interpretare tempestivamente i segnali di deterioramento, di adottare sistemi di reportistica integrata capaci di connettere dimensioni economico-finanziarie, operative, reputazionali ed ESG, di attivare processi decisionali agili e trasparenti e di integrare in modo coerente i rischi ambientali, sociali e di governance nella strategia di lungo periodo.<sup>20</sup>

La letteratura sulla resilienza organizzativa sottolinea, infatti, che le imprese capaci di assorbire gli shock e di trasformarli in opportunità di apprendimento non sono necessariamente quelle dotate del maggior volume di risorse, ma quelle che coltivano nel tempo una cultura interna orientata alla vigilanza, alla riflessività e all'apprendimento dall'esperienza: la resilienza non è un attributo statico, bensì il risultato di pratiche, routine, processi deliberativi e schemi interpretativi che maturano attraverso l'interazione continua tra governance, management e contesto<sup>21</sup>.

---

<sup>20</sup> Per cultura del rischio si intende l'insieme di valori, norme implicite, percezioni, aspettative e comportamenti condivisi che orientano amministratori, management e personale nella comprensione, valutazione e gestione dei rischi, cfr. M. Power, *Organized Uncertainty: Designing a World of Risk Management*, Oxford University Press, Oxford 2007; OCSE, *Risk Management and Corporate Governance*, OECD Publishing, Paris 2014.

<sup>21</sup> S. Duchek, *Organizational Resilience: A Capability-Based Conceptualization* (2020), in *Business Research*, Heidelberg 2020, vol. 13, n. 1, pp. 215–246; C. S. Holling, *Resilience and Stability*

In questo quadro, la cultura del rischio si inserisce come cerniera tra strategia, organizzazione e diritto societario, non è un semplice insieme di *policy* scritte, bensì un clima organizzativo che valorizza la consapevolezza del rischio, la sua discussione aperta, la sua condivisione tra funzioni e livelli gerarchici, la capacità di elevarlo a oggetto di riflessione strategica e non di mera conformità regolatoria. I contributi sulla *risk governance* hanno evidenziato come rendere il rischio parte integrante della vita quotidiana dell'impresa, ad esempio attraverso sistemi di *risk reporting* che arrivano con continuità al Consiglio di amministrazione, permettendo momenti di confronto periodico su scenari alternativi, esercizi di stress test e simulazioni di crisi<sup>22</sup>. Sul piano giuridico-istituzionale, il quadro normativo italiano ha progressivamente recepito questa visione evoluta della governance, soprattutto attraverso la riforma dell'art. 2086, comma 2, c.c. e l'introduzione del Codice della crisi e dell'insolvenza che, tra l'altro, hanno formalizzato il principio secondo cui l'imprenditore è tenuto a istituire assetti organizzativi, amministrativi e contabili adeguati alla rilevazione tempestiva della crisi e alla salvaguardia della continuità aziendale. Gli assetti adeguati non possono essere ridotti a meri strumenti tecnici di contabilità o di controllo di gestione, ma comprendono l'intero sistema di governance del rischio: la qualità dei flussi informativi, l'organizzazione dei ruoli e delle responsabilità, l'esistenza di procedure strutturate di monitoraggio degli equilibri,

---

*of Ecological Systems* (1973), in *Annual Review of Ecology and Systematics*, Palo Alto 1973, vol. 4, pp. 1-23.

K. E. Weick, K. M. Sutcliffe, *Managing the Unexpected: Resilient Performance in an Age of Uncertainty* (2001), 2<sup>a</sup> ed., Jossey-Bass, San Francisco 2007, pp. 71-96.

<sup>22</sup> Tutto ciò rappresenta una condizione essenziale per evitare che le organizzazioni cadano nella trappola della normalizzazione della devianza, vale a dire nella tendenza a considerare fisiologici segnali di anomalia che dovrebbero invece attivare tempestivamente processi di correzione. Cfr. D. Vaughan, *The Challenger Launch Decision: Risky Technology, Culture, and Deviance at NASA* (1996), University of Chicago Press, Chicago 1996, pp. 63-90.

l'effettiva circolazione delle informazioni critiche fino al vertice, la capacità del consiglio di amministrazione di comprendere e interpretare gli indicatori di allerta.

In questo senso, la vulnerabilità non appare più come un dato meramente naturale o fisiologico delle imprese esposte a contesti incerti, ma come un possibile segnale di scostamento dagli obblighi di corretta amministrazione e, dunque, come un profilo rilevante ai fini della responsabilità degli amministratori ai sensi degli artt. 2392 ss. c.c. La responsabilità non riguarda solo le azioni compiute, ma anche le omissioni, la mancata istituzione di assetti adeguati, la sottovalutazione sistematica dei rischi, la mancata attivazione di procedure di intervento quando gli indicatori evidenziano tensioni e squilibri possono integrare violazioni dei doveri di diligenza professionale, con possibili conseguenze nei confronti della società, dei soci e dei creditori.<sup>23</sup>.

A livello organizzativo, la cultura del rischio influisce in modo diretto sulla qualità delle decisioni e sulla capacità di prevenire e governare le crisi. Ad esempio, Consigli di amministrazione composti da membri eterogenei per competenze, esperienze, background professionali e sensibilità, tendono a discutere il rischio in maniera più approfondita, integrando prospettive differenti (finanziaria, operativa, tecnologica, legale, ESG) e stimolando un confronto critico che riduce l'azzardo morale, il conformismo cognitivo e la

---

<sup>23</sup> La letteratura giuridica più recente ha insistito su questo punto: una governance che non sviluppa una cultura del rischio effettiva – limitandosi a una adesione formale alle norme – rischia non solo di essere inefficace sul piano sostanziale, ma anche di esporsi a maggiori profili di responsabilità proprio perché incapace di leggere, comprendere e trattare in modo adeguato gli squilibri emergenti. Cfr. F. Macario, *La riforma dell'art. 2086 c.c. nel contesto del codice della crisi e dell'insolvenza e i suoi riflessi sul sistema della responsabilità degli organi sociali* (2019), in *Diritto della crisi*, Roma 2019, sito istituzionale, consultato nel 2024.

tendenza a seguire acriticamente le opinioni dominanti<sup>24</sup>. L'eterogeneità del board, in questa prospettiva, non è solo un principio astratto di *good governance*, ma un fattore che aumenta la probabilità che i rischi vengano visti, nominati e affrontati prima che si traducano in crisi conclamate.

Al contrario, organi amministrativi omogenei, chiusi, autoreferenziali e privi di pluralità cognitiva tendono a sviluppare narrative interne che rafforzano l'ottimismo ingiustificato, la rimozione dei problemi e la minimizzazione sistematica dei segnali di allerta. Una cultura del rischio matura implica anche che il dissenso e la critica non siano percepiti come disturbi da reprimere, ma come risorse per migliorare la qualità delle decisioni, la possibilità di sollevare dubbi, di porre domande, di proporre scenari alternativi. Tutto ciò rappresenta una componente essenziale della capacità della governance di agire in modo responsabile nei contesti di discontinuità<sup>25</sup>.

---

<sup>24</sup> A. J. Hillman, T. Dalziel, Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives (2003), in *Academy of Management Review*, New York 2003, vol. 28, n. 3, pp. 383-396; M. A. Westphal, E. J. Zajac, Who Shall Govern? CEO/Board Power, Demographic Similarity, and New Director Selection (1995), in *Administrative Science Quarterly*, Ithaca 1995, vol. 40, n. 1, pp. 60-83; S. Terjesen, R. V. Aguilera, R. Lorenz, legislating a Woman's Seat on the Board: Institutional Factors Driving Gender Quotas for Boards of Directors (2015), in *Journal of Business Ethics*, Dordrecht 2015, vol. 128, n. 2, pp. 233-251.

<sup>25</sup> La stessa logica si ritrova nelle pratiche operative di gestione del rischio che le imprese più resilienti tendono a adottare, più che strumenti isolati, esse appaiono come espressioni concrete di una cultura organizzativa orientata alla previsione e all'apprendimento, in particolare, la simulazione di scenari avversi, l'analisi sistematica delle interdipendenze lungo la filiera, la costruzione di indicatori precoci in grado di segnalare per tempo il deterioramento degli equilibri economici, patrimoniali, finanziari e operativi, la formalizzazione di piani di continuità operativa e di piani di crisi, l'aggiornamento costante dei processi informativi, l'utilizzo di strumenti di *business intelligence* a supporto delle decisioni strategiche.

Queste pratiche, lette alla luce delle HRO e della risk governance, mostrano come la resilienza non consista soltanto nella capacità di assorbire uno shock, ma anche nella capacità di apprendere da esso, trasformandolo in occasione di revisione profonda di assetti, processi e strategie<sup>26</sup>. La cultura del rischio funge, dunque, da infrastruttura cognitiva e valoriale che consente a tali strumenti di operare efficacemente e, in sua assenza, gli stessi sistemi possono essere usati in modo puramente ritualistico, producendo report sovrabbondanti ma non letti, procedure formalmente rispettate ma sostanzialmente aggirate, indicatori costruiti ma non interpretati.

Nei contesti di discontinuità, la governance è chiamata a svolgere un ruolo che va ben oltre la ricerca di una conformità minimale alle disposizioni normative. Essa deve saper interpretare segnali incerti, valorizzare tutte le fonti di informazione disponibili, mettere in dialogo le competenze tecniche interne ed esterne, assumere decisioni rapide ma ponderate, sviluppare un confronto costante con gli stakeholder, integrare nel proprio orizzonte decisionale i rischi ESG e le implicazioni di lungo periodo delle scelte intraprese.

La crescente rilevanza dei temi ambientali e sociali, l'evoluzione delle aspettative degli investitori istituzionali, l'emergere di standard di rendicontazione integrata e di sostenibilità spingono verso una concezione di governance in cui la gestione del rischio non è più separabile dalla strategia di lungo termine e dal posizionamento complessivo dell'impresa all'interno del sistema socioeconomico<sup>27</sup>.

---

<sup>26</sup> S. Ducheck, *Organizational Resilience: A Capability-Based Conceptualization* (2020), in *Business Research*, Heidelberg 2020, vol. 13, n. 1, pp. 215–246.

<sup>27</sup> G. L. Clark, A. Feiner, M. Viehs, *From the Stockholder to the Stakeholder: How Sustainability Can Drive Financial Outperformance* (2015), Oxford University Press, Oxford 2015, pp. 23–54; R. G. Eccles, I. Ioannou, G. Serafeim, *The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance* (2014), in *Management Science*, Catonsville (MD) 2014, vol. 60, n. 11, pp. 2835–2857; H. B. Christensen, L. Hail, C. Leuz, *Mandatory*

In questo senso, la cultura del rischio si colloca tra comportamento organizzativo, strategia e diritto societario, rappresentando, al tempo stesso, un elemento costitutivo della resilienza, un presupposto per l'effettività degli assetti organizzativi richiesti dal legislatore e un criterio di valutazione della qualità complessiva della governance.

Promuovere una visione orientata al rischio significa, in ultima analisi, costruire le condizioni affinché l'impresa possa affrontare l'incertezza non solo cercando di evitare la crisi, ma trasformando l'inevitabile esposizione ai rischi in un'opportunità di apprendimento, di innovazione e di evoluzione del proprio modello di business. È proprio questa integrazione tra cultura, governance e gestione del rischio che consente di comprendere fino in fondo la portata degli obblighi sugli assetti organizzativi introdotti dalla riforma; questi non richiedono soltanto l'adozione di strumenti tecnici, ma presuppongono la presenza di una governance capace di usarli in modo consapevole, critico e orientato al futuro, riconoscendo che nei contesti di discontinuità la vera risorsa scarsa non è tanto l'informazione, quanto la capacità di leggerla, organizzarla e trasformarla in decisioni coerenti con la preservazione della continuità aziendale e con la creazione di valore sostenibile nel lungo periodo.

#### **1.4 La disciplina della crisi d'impresa: prevenzione, assetti e continuità**

La crescente complessità dei sistemi economici, descritta nei paragrafi precedenti, ha reso sempre più evidente un punto sul quale la dottrina aziendalistica e la letteratura manageriale insistono da tempo: le crisi d'impresa non possono essere comprese come eventi improvvisi e totalmente imprevedibili, ma come l'esito di un processo evolutivo in cui fattori interni ed esterni interagiscono nel tempo, si stratificano, generano squilibri via via

---

CSR and Sustainability Reporting: Economic Analysis and Literature Review (2021), in Review of Accounting Studies, New York 2021, vol. 26, n. 3, pp. 1176–1248

crescenti che, se non adeguatamente intercettati e governati, degenerano in fenomeni patologici<sup>28</sup>.

È precisamente in questa consapevolezza, maturata tanto in ambito scientifico quanto nelle prassi aziendali, che si colloca la filosofia ispiratrice della disciplina introdotta dal Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, la quale segna il passaggio da un modello tradizionalmente reattivo, centrato sull'insolvenza conclamata, a un modello proattivo fondato sulla prevenzione e sulla gestione anticipata del rischio<sup>29</sup>.

Il legislatore, lungi dal limitarsi ad aggiornare un impianto normativo obsoleto, sembra assumere una prospettiva affine alle teorie sulla complessità, per cui l'impresa viene considerata come un sistema aperto, dinamico, esposto a molteplici fonti di incertezza, attraversato da tensioni, informazioni imperfette, interdipendenze non sempre visibili, governato da decisioni che si formano in condizioni di razionalità limitata. In un simile scenario, non è più sufficiente che il diritto intervenga ex post, quando la crisi ha già assunto forme conclamate, bensì è necessario che si faccia carico della fisiologia dei sistemi organizzativi, delle loro fragilità strutturali e del loro bisogno di strumenti di anticipazione.

Sotto questo profilo, il Codice della crisi si presenta come un tentativo di tradurre in regole giuridiche principi da tempo discussi nella dottrina economico-aziendale, secondo cui la continuità aziendale non è un semplice

---

<sup>28</sup> E. I. Altman, *Corporate Financial Distress and Bankruptcy* (1983), John Wiley & Sons, New York 1983, pp. 1-27; B. A. Turner, *The Organizational and Interorganizational Development of Disasters* (1976), in *Administrative Science Quarterly*, Ithaca 1976, vol. 21, n. 3, pp. 378-397; S. Duchek, *Organizational Resilience: A Capability-Based Conceptualization* (2020), in *Business Research*, Heidelberg 2020, vol. 13, n. 1, pp. 215-246

<sup>29</sup> Decreto Legislativo 12 gennaio 2019, n. 14, *Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza* (2019), Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, Roma 2019, art. 3, art. 5, art. 2086 c.c.; F. Macario, *La riforma dell'art. 2086 c.c. nel contesto del codice della crisi e dell'insolvenza e i suoi riflessi sul sistema della responsabilità degli organi sociali* (2019), in *Diritto della crisi*, Roma 2019, sito istituzionale, consultato nel 2024

obiettivo di equilibrio economico-finanziario, ma un fine permanente, un criterio ordinatore dell'intero sistema di governo dell'impresa<sup>30</sup>.

La disciplina si ispira anche, almeno sul piano culturale, ai principi della gestione del rischio delineati dalla normativa ISO 31000, che pone l'accento su tre dimensioni fondamentali: identificazione sistematica dei rischi, valutazione prospettica degli impatti, attivazione di misure preventive e correttive integrate nei processi decisionali.

I pilastri del nuovo sistema possono essere sintetizzati in alcuni concetti chiave, strettamente interconnessi: l'adeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili; il monitoraggio prospettico degli equilibri aziendali, con particolare attenzione alla sostenibilità del debito e ai flussi finanziari attesi; la rilevazione tempestiva degli squilibri, anche attraverso indicatori e procedure di *early warning*; l'intervento precoce mediante strumenti negoziali di composizione e ristrutturazione e, infine, la responsabilizzazione degli amministratori e dell'imprenditore, chiamati a un ruolo attivo nella prevenzione della crisi.

In questo quadro, la continuità aziendale è concepita non solo come una condizione interna all'impresa, ma come un bene dotato di rilievo sistemico, e la sua salvaguardia contribuisce alla stabilità dei mercati, alla protezione dei creditori, alla tutela dell'occupazione, alla tenuta del tessuto produttivo locale. La *stakeholder theory* aiuta a comprendere tale prospettiva, considerando l'impresa inserita in una rete di relazioni che coinvolge fornitori, clienti, lavoratori, istituzioni finanziarie, comunità locali. In queste circostanze la crisi di un singolo attore può propagarsi lungo queste relazioni,

---

<sup>30</sup> G. Zappa, *Le produzioni nell'economia delle imprese* (1957), Giuffrè, Milano 1957, pp. 45-68; A. Amaduzzi, *L'azienda nel suo sistema e nell'ordine delle sue rilevazioni* (1962), Giuffrè, Milano 1962, pp. 101-128; P. Onida, *Economia d'azienda* (1965), Giuffrè, Milano 1965, pp. 73-96; L. Ferraris Franceschi, *La continuità dell'impresa* (1978), Giuffrè, Milano 1978, pp. 19-44; Decreto Legislativo 12 gennaio 2019, n. 14, *Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza* (2019), Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, Roma 2019, art. 3 e art. 2086 c.c.

generando effetti domino che superano di gran lunga la dimensione meramente proprietaria<sup>31</sup>. Quando un'impresa radicata in un distretto industriale entra in difficoltà, la sua crisi non si esaurisce nel rapporto tra imprenditore e creditori, ma incide sull'intero ecosistema: piccoli fornitori che vedono ridursi o azzerarsi gli ordinativi, lavoratori che perdono il reddito, istituzioni locali che affrontano tensioni sociali e fiscali.

Non sorprende, dunque, che il Codice della crisi ponga al centro della disciplina proprio la continuità, considerandola come oggetto primario di tutela. A tal uopo, il legislatore riconosce implicitamente che le imprese non falliscono solo perché mancano di risorse, ma perché non interpretano correttamente i segnali, non collegano tra loro gli eventi, non comprendono la portata delle anomalie emergenti. Da qui l'enfasi sugli strumenti di rilevazione precoce e sull'obbligo di dotarsi di assetti adeguati. Il concetto richiamato di *early warning* non viene concepito come un mero dispositivo tecnico-numericò, ma come parte di un processo più ampio organizzativo, consistendo nella capacità di attribuire significato agli eventi anche quando appaiono discontinui o marginali, diventando determinanti per la qualità delle decisioni e per la tempestività delle risposte.

La riforma dell'art. 2086 c.c. e il Codice della crisi, letti congiuntamente, rappresentano perciò un tentativo organico di costruire una vera e propria costituzione preventiva dell'impresa. L'obbligo di adottare assetti adeguati non è un concetto burocratico, ma la traduzione normativa di una visione

---

<sup>31</sup> R. E. Freeman, *Strategic Management: A Stakeholder Approach* (1984), Pitman, Boston 1984, pp. 25-52; T. Donaldson, L. E. Preston, *The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications* (1995), in *Academy of Management Review*, New York 1995, vol. 20, n. 1, pp. 65-91; J. Pfeffer, G. R. Salancik, *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective* (1978), Harper & Row, New York 1978, pp. 1-36.

dell'organizzazione come entità viva, dotata di capacità di apprendimento, di auto-osservazione, di interpretazione dei propri squilibri.

La letteratura sulla resilienza evidenzia che i sistemi organizzativi più efficaci non sono quelli immuni da errori, ma quelli che dispongono di meccanismi di apprendimento continuo e che trasformano l'esperienza, anche negativa, in conoscenza condivisa<sup>32</sup>. Il legislatore, nel richiamare l'imprenditore alla responsabilità di progettare e mantenere questi meccanismi, sembra fare propri tali orientamenti. In questo senso, la disciplina della crisi non è una normativa emergenziale, volta soltanto a gestire le situazioni patologiche, ma è piuttosto l'espressione di una cultura della vigilanza, che chiede all'impresa di assumere uno sguardo riflessivo sul proprio futuro. La prevenzione, la costruzione di assetti adeguati e l'implementazione di strumenti di allerta sono le tre dimensioni attraverso cui questa cultura si concretizza.

Nei paragrafi che seguono, tali profili verranno analizzati più nel dettaglio, distinguendo il piano degli obblighi dell'imprenditore, il contenuto e la portata degli assetti adeguati ex art. 2086 c.c. e il ruolo degli strumenti di *early warning* nella rilevazione tempestiva della crisi.

#### 1.4.1 Il Codice della crisi e gli obblighi dell'imprenditore

Il Codice della crisi e dell'insolvenza rappresenta un punto di rottura rispetto alla tradizione del diritto concorsuale italiano, storicamente incentrata sulla gestione giudiziale di situazioni di insolvenza ormai irreversibili. Per decenni, l'attenzione del legislatore si è concentrata sugli strumenti di liquidazione o, solo in parte, di risanamento a valle, trascurando la fase,

---

<sup>32</sup> K. E. Weick, *The Collapse of Sensemaking in Organizations* (1993), in *Administrative Science Quarterly*, Ithaca 1993, vol. 38, n. 4, pp. 628-652; C. S. Holling, *Resilience and Stability of Ecological Systems* (1973), in *Annual Review of Ecology and Systematics*, Palo Alto 1973, vol. 4, pp. 1-23; S. Duchek, *Organizational Resilience: A Capability-Based Conceptualization* (2020), in *Business Research*, Heidelberg 2020, vol. 13, n. 1, pp. 215-246.

spesso lunga, in cui la crisi matura sotto forma di squilibri progressivi.<sup>33</sup> Con il d.lgs. 14/2019 (modificato dai successivi interventi correttivi e di attuazione) questa impostazione viene profondamente ripensata e il baricentro si sposta dalla patologia conclamata alla prevenzione, dalla cura alla diagnosi precoce, dall'ottica puramente liquidatoria alla conservazione dei valori aziendali.

L'art. 3 del Codice della crisi sintetizza in modo emblematico questa nuova filosofia, stabilendo che l'imprenditore deve adottare misure idonee a:

- rilevare tempestivamente lo stato di crisi, anche mediante adeguati assetti organizzativi, amministrativi e contabili;
- verificare la sussistenza della continuità aziendale, in particolare con riferimento alla sostenibilità dei debiti nei dodici mesi successivi;
- attivare senza indugio gli strumenti previsti dall'ordinamento per la composizione assistita della crisi o per la ristrutturazione dell'indebitamento, quando emergano rischi di insolvenza.

Si tratta di un obbligo che ha natura intrinsecamente evolutiva, in cui non viene imposto un modello organizzativo rigido o standardizzato, ma un dovere di adattamento costante, proporzionato alla dimensione e alla complessità dell'impresa.

L'imprenditore è chiamato a modellare gli assetti sulla specificità del proprio contesto, aggiornandoli alla luce dei mutamenti del mercato, dei rischi emergenti, delle innovazioni tecnologiche e delle trasformazioni normative e, in questo senso, l'obbligo di prevenzione si collega direttamente alle teorie sulla governance preventiva e sulla cosiddetta *anticipatory governance*,

---

<sup>33</sup> Decreto Legislativo 12 gennaio 2019, n. 14, *Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza* (2019), Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, Roma 2019; Relazione illustrativa al Decreto Legislativo 12 gennaio 2019, n. 14, Ministero della Giustizia, Roma 2019; Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, *Assetti organizzativi, amministrativi e contabili adeguati e rilevazione tempestiva della crisi d'impresa*, Documento di ricerca, Roma 2019.

che evidenziano come il ruolo dei vertici aziendali non possa limitarsi alla gestione corrente, ma debba includere funzioni di previsione, di ascolto sistematico dell'ambiente e di progettazione di risposte a scenari potenziali, non ancora manifesti<sup>34</sup>.

Il Codice della crisi non si limita a prescrivere la predisposizione di assetti adeguati, ma delinea una vera e propria responsabilità di comportamento dell'imprenditore che, accanto al dovere di organizzazione, fa emergere una serie di doveri comportamentali, richiamati nel dovere di vigilare in modo continuativo sugli andamenti dell'impresa, nel dovere di valutare la sostenibilità dei debiti nel medio periodo, ponendo particolare attenzione alla capacità di far fronte alle obbligazioni nei dodici mesi successivi, nel dovere di attivare tempestivamente gli strumenti di composizione negoziale, laddove gli indicatori di allerta segnalino un deterioramento significativo degli equilibri ed infine, nel dovere di dialogare con gli organi di controllo e con gli eventuali professionisti coinvolti nei processi di ristrutturazione, fornendo loro informazioni complete e non fuorvianti.

Questi obblighi assumono una portata inedita rispetto al passato. L'inerzia, il rinvio, la sottovalutazione dei segnali di crisi non sono più soltanto indice di cattiva gestione sul piano economico, ma possono tradursi in responsabilità giuridica. L'inadempimento non si colloca più soltanto sul terreno dell'efficienza, ma incide direttamente sulla posizione dell'imprenditore e degli amministratori nei confronti dei creditori e, in alcune ipotesi, dell'intero ceto sociale coinvolto.

Particolarmente significativo è il collegamento tra il Codice della crisi e l'art. 2086 c.c., dove il primo specifica, integra e rafforza il secondo, definendo il contenuto operativo degli assetti adeguati attraverso il riferimento agli

---

<sup>34</sup> R. G. Eccles, I. Ioannou, G. Serafeim, *The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance* (2014), in *Management Science*, Catonsville (MD) 2014, vol. 60, n. 11, pp. 2835-2857

strumenti di rilevazione, alle procedure di composizione anticipata e ai doveri di attivazione. In tal modo, la disciplina dialoga con la norma civilistica generale, costruendo un sistema unitario nel quale la prevenzione della crisi non è un compito residuale o eventuale, ma una dimensione costitutiva della corretta gestione d'impresa.

Si delinea così una figura di imprenditore “responsabile *ex ante*”, chiamato a governare il rischio in maniera proattiva e non più soltanto a subirne passivamente gli esiti.

In questa prospettiva, è possibile cogliere anche il legame con il diritto europeo, che promuove da tempo sistemi di allerta precoce e procedure di ristrutturazione preventiva<sup>35</sup>. Il legislatore italiano si colloca sulla scia delle tendenze sovranazionali che privilegiano la conservazione del valore aziendale e la salvaguardia della continuità ogniqualvolta ciò sia possibile, valorizzando la funzione imprenditoriale come presidio della stabilità economica complessiva.

#### **1.4.2 Gli assetti adeguati ex art. 2086 c.c.: significato, portata e implicazioni organizzative**

La riforma dell'art. 2086 c.c. costituisce il fulcro del nuovo diritto della crisi, poiché introduce un obbligo che incide in profondità sul modo stesso di concepire l'organizzazione aziendale. Il secondo comma della norma stabilisce che l'imprenditore che operi in forma societaria o collettiva “ha il dovere di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa, anche in funzione della

---

<sup>35</sup> Direttiva (UE) 2019/1023 del Parlamento europeo e del Consiglio, *relativa ai quadri di ristrutturazione preventiva, all'esdebitazione e alle interdizioni, e alle misure volte ad aumentare l'efficacia delle procedure di ristrutturazione, insolvenza ed esdebitazione*, Bruxelles 2019; Relazione illustrativa al Decreto Legislativo 12 gennaio 2019, n. 14, Ministero della Giustizia, Roma 2019; Commissione europea, *Impact Assessment Accompanying the Proposal for a Directive on Preventive Restructuring Frameworks*, Bruxelles 2016.

rilevazione tempestiva della crisi e della perdita della continuità aziendale, nonché di attivarsi senza indugio” per l’adozione degli strumenti previsti dall’ordinamento.

Questa formula codicistica contiene, in realtà, una pluralità di messaggi: da un lato afferma un dovere di organizzazione che non è più facoltativo né implicito, ma esplicito e giuridicamente rilevante; collega l’adeguatezza non solo alla dimensione, ma anche alla natura dell’impresa, riconoscendo la varietà dei modelli di business e dei contesti competitivi; lega la funzione degli assetti alla rilevazione tempestiva della crisi e alla tutela della continuità, superando un’idea meramente interna dell’organizzazione; infine, connette la predisposizione degli assetti all’obbligo di attivarsi, evitando che essi restino un guscio formale privo di ricaduta operativa.

Gli assetti organizzativi, amministrativi e contabili possono essere distinti, per chiarezza espositiva, in tre dimensioni, fortemente interdipendenti gli uni agli altri:

1. gli assetti organizzativi riguardano la struttura gerarchica, la distribuzione dei ruoli e delle responsabilità, le deleghe, i meccanismi di coordinamento tra funzioni, la presenza di presidi specifici per la gestione dei rischi, nonché la capacità di assicurare continuità operativa anche in situazioni di stress;
2. gli assetti amministrativi attengono, invece, ai processi decisionali, alle procedure operative, alle modalità di raccolta e circolazione delle informazioni, ai sistemi di pianificazione e controllo, alla definizione di protocolli per la gestione delle situazioni critiche. In questa dimensione rientrano gli strumenti di reporting direzionale, i budget previsionali, i piani industriali e finanziari, i flussi informativi verso l’organo amministrativo;
3. gli assetti contabili fanno riferimento ai sistemi di registrazione e misurazione dei fatti aziendali, ai criteri di valutazione, alla tempestività e attendibilità delle scritture, ai meccanismi di controllo interno sulla

produzione dei dati, alla capacità di generare indicatori utili alla valutazione della continuità nel medio periodo.

Il legislatore, tuttavia, fornisce ulteriori informazioni, in quanto questi assetti non rappresentano un adempimento puramente formale, ma uno strumento funzionale alla prevenzione e alla gestione anticipata della crisi. In altri termini, l'adeguatezza non è una qualità astratta, ma la capacità concreta, dell'organizzazione, di intercettare gli squilibri e di fornire alla governance una base informativa idonea per assumere decisioni tempestive.

La dottrina ha interpretato in modo pressoché unanime questo obbligo in chiave dinamica, ritenendo che l'adeguatezza degli assetti non può essere congelata in una fotografia, poiché la struttura deve evolvere insieme all'impresa e al suo ambiente. Ne deriva che l'imprenditore è gravato da un vero e proprio dovere di progettazione e di manutenzione organizzativa, per cui non è sufficiente predisporre un assetto iniziale, ma occorre verificarne periodicamente la funzionalità, introdurre correttivi, ampliarlo o semplificarlo in relazione ai cambiamenti del contesto<sup>36</sup>. In questa ottica, il dialogo con le teorie organizzative più avanzate risulta evidente: i concetti di *dynamic capability* e di apprendimento organizzativo, ad esempio, aiutano a comprendere la portata di questo obbligo<sup>37</sup>.

Le imprese che operano in contesti turbolenti sopravvivono e prosperano non perché dispongono di assetti perfetti, ma perché sanno riconfigurare costantemente le proprie risorse, i propri processi e le proprie competenze. L'art. 2086 c.c. sembra, in un certo senso, chiedere all'imprenditore di

---

<sup>36</sup> Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili, *Assetti organizzativi, amministrativi e contabili adeguati e rilevazione tempestiva della crisi d'impresa*, Documento di ricerca, Roma 2019.

<sup>37</sup> D. J. Teece, G. Pisano, A. Shuen, *Dynamic Capabilities and Strategic Management* (1997), in *Strategic Management Journal*, Hoboken 1997, vol. 18, n. 7, pp. 509-533; D. A. Levinthal, J. G. March, *The Myopia of Learning* (1993), in *Strategic Management Journal*, Hoboken 1993, vol. 14, Special Issue, pp. 95-112.

istituzionalizzare questa capacità, considerato che progettare assetti non significa fissare una struttura immutabile, ma predisporre meccanismi che consentano all'organizzazione di adattarsi.

In questo quadro, gli assetti adeguati si collegano strettamente a concetti come *l'early warning e il foresight management*, dove l'impresa non è chiamata soltanto a fotografare il presente, ma ad orientare i propri sistemi informativi e decisionali verso il futuro, costruendo dispositivi che le consentano di individuare trend emergenti, discontinuità potenziali, rischi in via di formazione<sup>38</sup>.

L'adeguatezza, dunque, si misura anche in termini di capacità previsionale: un assetto efficace è quello che abilita la governance a cogliere per tempo i segnali di crisi, a valutare scenari alternativi, a intervenire prima che gli squilibri diventino irreversibili.

Elemento centrale di tale assetto è rappresentato dai sistemi informativi integrati, in grado di connettere dati economico-finanziari, indicatori operativi, segnali qualitativi provenienti dal mercato e dagli stakeholder. In quest'ottica, la contabilità cessa di essere un mero strumento di registrazione per assumere la funzione di vero e proprio sistema nervoso dell'impresa, in quanto da essa devono poter discendere indicatori prospettici come il DSCR (*Debt Service Coverage Ratio*), misure di redditività attesa (ROI prospettici), analisi del capitale circolante netto (CCN) e, più in generale,

---

<sup>38</sup> I concetti di *early warning* e *foresight management* si riferiscono alla capacità dell'impresa di orientare i propri sistemi informativi e decisionali non solo all'analisi del presente, ma soprattutto all'anticipazione del futuro, attraverso l'individuazione di segnali deboli, trend emergenti, discontinuità potenziali e rischi in fase di formazione. Tali approcci consentono di ridurre l'incertezza strategica e di rafforzare la capacità di adattamento e di prevenzione delle crisi, cfr. H. Tsoukas, J. Shepherd, *Managing the Future: Foresight in the Knowledge Economy* (2004), Blackwell Publishing, Oxford 2004, pp. 1-22; G. S. Day, P. J. H. Schoemaker, *Peripheral Vision: Detecting the Weak Signals That Will Make or Break Your Company* (2006), Harvard Business School Press, Boston 2006, pp. 1-28.

tutte quelle grandezze che permettono di valutare la sostenibilità del modello di business nel tempo.

Accanto ai dati interni, l'assetto adeguato deve includere la capacità di monitorare indicatori esterni, quali l'andamento dei debiti tributari e previdenziali, l'evoluzione dell'esposizione verso fornitori e istituti di credito, la dinamica dei tempi di incasso e di pagamento, i segnali di tensione nelle relazioni di filiera. L'impresa non può più permettersi una visione autoreferenziale, perché la sua solidità dipende anche da come viene percepita e trattata dagli altri attori del sistema.

Infine, un profilo decisivo riguarda la componente culturale degli assetti. Per quanto sofisticati, sistemi, procedure e strutture restano inefficaci se non sono sostenuti da una cultura del rischio e della continuità. L'adeguatezza presuppone che l'organizzazione sviluppi una mentalità orientata alla trasparenza, alla condivisione delle informazioni critiche, alla disponibilità a mettere in discussione abitudini consolidate. In questo senso, il dettato dell'art. 2086 c.c. non può essere interpretato isolatamente, innestandosi su un modello di governance che deve saper integrare strumenti tecnici e attitudini comportamentali, sistemi di controllo e competenze interpretative.

### 1.4.3 Funzioni di *early warning* e strumenti di rilevazione tempestiva

Il terzo pilastro del nuovo assetto normativo è rappresentato dagli strumenti di rilevazione tempestiva della crisi e dalla logica dell'*early warning*, che costituiscono il ponte operativo tra gli assetti adeguati e la responsabilità dell'imprenditore. Il legislatore mostra di recepire pienamente un assunto ormai consolidato nella letteratura manageriale, la differenza tra una crisi reversibile e una crisi irreversibile, che dipende spesso dal tempo di reazione più che dalla gravità del fenomeno in sé<sup>39</sup>.

---

<sup>39</sup> S. Fink, *Crisis Management: Planning for the Inevitable* (1986), AMACOM, New York 1986, pp. 21-38.

La teoria dei segnali deboli fornisce una cornice concettuale particolarmente utile. Secondo questa prospettiva, ogni evento critico è preceduto da una serie di indizi, inizialmente ambigui e poco strutturati, che nel tempo si intensificano e diventano più chiari (Ansoff, 1975, 21-33). Le organizzazioni che riescono a cogliere i segnali nelle fasi iniziali dispongono di ampi margini per intervenire, adattare strategie, correggere errori; quelle che li ignorano o li interpretano tardivamente si trovano costrette ad agire in condizioni di emergenza, con strumenti molto più limitati.

Il Codice della crisi si muove lungo questa logica, prevedendo che l'impresa si doti di funzioni di *early warning* che includano:

- gli indicatori economico-finanziari evoluti, in grado di misurare non solo le performance storiche ma anche la capacità prospettica di far fronte ai debiti<sup>40</sup>;
- gli indicatori esterni, quali ritardi significativi nei pagamenti di imposte e contributi, tensioni nei rapporti con fornitori strategici, segnali di deterioramento del rating creditizio, che costituiscono vere e proprie piattaforme di monitoraggio digitale in grado di integrare in tempo reale dati provenienti da diverse funzioni aziendali;
- i sistemi informativi integrati, che consentano all'organo amministrativo di disporre di una visione complessiva e aggiornata della situazione aziendale.

Studi empirici sul *default* mostrano che le imprese dotate di sistemi di allerta anticipata riducono significativamente la probabilità di insolvenza, proprio

---

<sup>40</sup> Tra gli indicatori maggiormente utilizzati nella prassi rientrano, ad esempio, il DSCR prospettico (Debt Service Coverage Ratio), quale misura della sostenibilità del servizio del debito nei dodici mesi successivi; gli indici di liquidità (current ratio, quick ratio); l'andamento del capitale circolante netto; il rapporto PFN/EBITDA; nonché indicatori di tensione nei flussi di cassa operativi.

perché riescono a intervenire in una fase in cui le opzioni di riequilibrio sono ancora praticabili<sup>41</sup>.

Tuttavia, il legislatore non cade nell'illusione che l'*early warning* possa essere ridotto a una mera tecnica numerica. Infatti, gli strumenti di allerta funzionano realmente solo se inseriti all'interno di un contesto organizzativo capace di interpretare i segnali. Qui assumono rilevanza i concetti di *sense-making*<sup>42</sup> e di *collective mindfulness*<sup>43</sup>, sviluppati negli studi sulle *High Reliability Organizations* (HRO).

Il Codice della crisi appare ispirato a una logica simile quando distribuisce la responsabilità dell'*early warning* tra più soggetti, l'imprenditore e l'organo amministrativo, quali primi responsabili della continuità e destinatari degli obblighi di organizzazione e attivazione; gli organi di controllo (collegio sindacale, sindaco unico, revisore), chiamati a vigilare sull'adeguatezza

---

<sup>41</sup> E. I. Altman, *Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy* (1968), in *Journal of Finance*, Hoboken 1968, vol. 23, n. 4, pp. 589-609; E. I. Altman, *Corporate Financial Distress and Bankruptcy* (1983), John Wiley & Sons, New York 1983, pp. 1-34; M. Beaver, *Financial Ratios as Predictors of Failure* (1966), in *Journal of Accounting Research*, Chicago 1966, vol. 4, pp. 71-111.

<sup>42</sup> Il *sensemaking* descrive il processo attraverso il quale i membri di un'organizzazione attribuiscono significato agli eventi, soprattutto quando sono ambigui o inattesi e in molte crisi aziendali, il problema non è la mancanza di dati, ma l'incapacità di collegarli, di leggerne il significato, di inserirli in una narrazione che renda evidente la gravità della situazione. I segnali esistono, ma vengono frammentati tra funzioni, minimizzati per ragioni culturali, respinti perché non rispecchiano le aspettative. Cfr. K. E. Weick, *The Collapse of Sensemaking in Organizations* (1993), in *Administrative Science Quarterly*, Ithaca 1993, vol. 38, n. 4, pp. 628-652.

<sup>43</sup> La *collective mindfulness*, a sua volta, indica uno stato organizzativo in cui l'attenzione ai dettagli, alle deviazioni minime, alle anomalie è diffusa e condivisa. Le HRO non evitano gli incidenti perché non commettono errori, ma perché sviluppano sistemi di vigilanza ridondanti, in cui più attori osservano lo stesso fenomeno da prospettive diverse, questa ridondanza informativa non è considerata inefficienza, bensì una risposta razionale ai limiti cognitivi individuali. Cfr. Weick et al, 1999, 2001.

degli assetti e sulla correttezza dell'interpretazione dei segnali, con obblighi di segnalazione rafforzata in caso di inerzia degli amministratori; e in alcune fasi, organismi esterni (ad esempio, l'esperto nella composizione negoziata), che intervengono come ulteriori presìdi interpretativi e negoziali. Questa pluralità di osservatori rafforza la capacità del sistema di vedere la crisi prima che si manifesti nei suoi aspetti più drammatici. In tal modo, il legislatore introduce, in forma giuridica, un principio tipico delle HRO: quando tutti osservano, l'organizzazione è maggiormente efficace e, di conseguenza, l'errore non viene eliminato, ma viene reso meno probabile che maturi senza essere esaminato.

L'efficacia degli strumenti dipende dalla capacità dell'impresa di integrare dimensioni quantitative e qualitative. Gli indicatori economico-finanziari sono indispensabili, ma non esauriscono il campo in quanto la crisi, spesso, si annuncia attraverso segnali più sottili, come la crescente rotazione del personale qualificato, la perdita di clienti storici, la comparsa di nuovi concorrenti con modelli di business radicalmente diversi, il deterioramento del clima interno, la riduzione degli investimenti in innovazione, o ancora la tendenza del management a confidare eccessivamente nelle performance passate. Una cultura del rischio matura permette di dare rilievo anche a questi segnali deboli, evitando che vengano liquidati come episodi isolati. La vigilanza organizzativa diventa, così, una componente essenziale dell'*early warning*, indicando quella condizione in cui soggetti collocati in posizioni differenti, dai vertici agli addetti operativi, sono in grado di riconoscere e far emergere le connessioni tra eventi apparentemente scollegati. Quando questa vigilanza è presente, gli indicatori di crisi diventano strumenti preziosi; quando è assente, anche i migliori modelli di scoring rischiano di trasformarsi in semplici *check-list* compilate *ex post*. Da questa prospettiva, gli strumenti di rilevazione tempestiva rappresentano il tassello finale di un sistema che parte dall'obbligo di assetti adeguati, passa

attraverso la cultura del rischio e giunge alla responsabilità dell'imprenditore di assumere decisioni tempestive.

Gli assetti costituiscono la struttura, la prevenzione è la finalità, l'*early warning* è la dinamica quotidiana: se questi tre elementi dialogano tra loro, il modello normativo delineato dal Codice della crisi può realmente contribuire a ridurre la frequenza e la gravità delle crisi d'impresa, non eliminandole - poiché sono fisiologiche in sistemi complessi - ma rendendole più gestibili, trasparenti e governabili.

In questa ottica, la logica dell'*early warning* introdotta dal legislatore invita l'impresa a spostare il proprio sguardo dal passato al futuro, non limitandosi a registrare ciò che è accaduto, ma attrezzandosi per comprendere ciò che potrebbe accadere, costruendo un sistema di segnali, di interpretazioni e di decisioni che renda la crisi non solo un rischio da evitare, ma anche un'occasione per ripensare criticamente il proprio modello di funzionamento e rafforzare la propria capacità di continuità nel lungo periodo.

### 1.5 Il ruolo della corporate governance nella resilienza

Dalla letteratura esaminata emerge con chiarezza un nesso sempre più stretto tra qualità della governance, gestione del rischio, sostenibilità delle performance e resilienza organizzativa, nesso che si è progressivamente consolidato sia negli studi di corporate governance, sia nelle ricerche sulla risk management capability, sia nei contributi dedicati alla *business continuity* e alla sostenibilità di lungo periodo<sup>44</sup>. Numerosi lavori teorici ed empirici mostrano come board diversificati per competenze, genere, età e background professionale, dotati di una significativa presenza di amministratori indipendenti, sostenuti da sistemi informativi evoluti e da assetti

<sup>44</sup> R. G. Eccles, I. Ioannou, G. Serafeim, *The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance* (2014), in *Management Science*, Catonsville (MD) 2014; G. Hamel, L. Välikangas, *The Quest for Resilience* (2003), in *Harvard Business Review*, Boston 2003.

organizzativi coerenti con la complessità dei rischi affrontati, siano maggiormente in grado di anticipare le discontinuità, reagire con prontezza agli shock, preservare la reputazione e la fiducia degli stakeholder e, in ultima analisi, mantenere la continuità aziendale durante le crisi<sup>45</sup>.

In queste condizioni, la governance smette di essere una mera struttura di vertice e si configura come una vera e propria infrastruttura cognitiva e decisionale dell'impresa, all'interno della quale si costruiscono le interpretazioni degli eventi, si integrano i diversi punti di vista, si valuta la sostenibilità delle strategie e si definiscono le risposte organizzative alle turbolenze ambientali.

L'analisi condotta nei paragrafi precedenti ha permesso di mettere in luce come la crisi d'impresa non possa più essere interpretata secondo un paradigma lineare e riduzionistico, non costituendo un episodio isolato, né un semplice incidente lungo il percorso organizzativo, ma il risultato di una complessa interazione tra fattori interni ed esterni, tra vulnerabilità strutturali e mutamenti ambientali, tra errori cognitivi e deficit organizzativi, in un quadro che le teorie sulla complessità, sulla resilienza e sul *sensemaking* descrivono come un processo dinamico e cumulativo, piuttosto che come un singolo evento puntuale.

Cosicché, la crisi matura nel tempo, attraverso segnali deboli, squilibri progressivi, scelte rinviate o non compiute, e può essere intercettata e governata in modo efficace solo da una governance sensibile, informata, capace di apprendere e di rimettere costantemente in discussione le proprie categorie interpretative. Il quadro normativo introdotto dal Codice della crisi e dall'art. 2086 c.c. ha tradotto questa visione in un sistema giuridico in cui la prevenzione assume un ruolo centrale e in cui la responsabilità

---

<sup>45</sup> R. G. Eccles, I. Ioannou, G. Serafeim, *The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance* (2014), in *Management Science*, Catonsville (MD) 2014, vol. 60, n. 11, pp. 2835–2857; S. Duchek, *Organizational Resilience: A Capability-Based Conceptualization* (2020), in *Business Research*, Heidelberg 2020, vol. 13, n. 1, pp. 215–246.

dell'imprenditore e degli amministratori viene definita non solo in relazione alle decisioni adottate, ma anche in relazione agli assetti predisposti, ai sistemi di monitoraggio, alla capacità di attivarsi tempestivamente a fronte di segnali di squilibrio. La disciplina chiede all'impresa di dotarsi di assetti adeguati, di garantire la qualità e l'integrazione delle informazioni, di monitorare la continuità aziendale con strumenti prospettici e non meramente consuntivi, di ricorrere per tempo agli strumenti di composizione negoziale e di ristrutturazione quando la sostenibilità del debito o del modello di business appare compromessa. Allo stesso tempo, attribuisce agli organi di controllo un ruolo complementare, riconoscendo che nessun attore, preso singolarmente, è in grado di leggere appieno la complessità organizzativa. L'intero impianto normativo, così come le riflessioni teoriche richiamate, convergono nel porre al centro la corporate governance come ambito privilegiato di osservazione e come leva decisiva nella costruzione della resilienza organizzativa.

Se la crisi emerge spesso da deficit interpretativi, da errori nel coordinamento o da mancanza di confronto tra prospettive differenti, allora la governance non può essere considerata un semplice meccanismo di indirizzo formale o di vigilanza *ex post*, ma diventa il luogo in cui si definiscono le priorità strategiche, si selezionano e si ponderano le informazioni rilevanti, si gestiscono le tensioni tra breve e lungo periodo, si costruiscono, o si impediscono, le condizioni per la resilienza.

È la governance a determinare, in larga misura, la qualità dei flussi informativi, il grado di trasparenza interna, la possibilità di integrare punti di vista diversi (manageriali, tecnici, finanziari, legali, ESG), la velocità e la robustezza dei processi decisionali, la presenza o meno di una cultura del rischio che consenta all'impresa di leggere i segnali deboli e di rimuovere le anomalie emergenti; ed è sempre la governance a decidere se il consiglio di amministrazione sarà un luogo di autentico confronto critico o un organo puramente ratificatorio, se la diversità di competenze verrà utilizzata come

risorsa o neutralizzata da logiche di conformismo e se le relazioni con gli stakeholder saranno gestite in chiave strategica o ridotte a mero adempimento comunicativo.

Gli studi sulla resilienza organizzativa forniscono, in questo senso, una chiave interpretativa particolarmente feconda: l'impresa resiliente non è quella che evita ogni crisi, ma quella che è in grado di anticiparla, assorbitarne gli impatti e trasformarla, ricostruendo i propri equilibri su basi più solide e coerenti con il contesto.<sup>46</sup> Le dimensioni cognitive (intese come il modo in cui l'organizzazione interpreta la realtà) culturali (relative ai valori, norme e atteggiamenti verso il rischio e il cambiamento) e relazionali (la qualità delle interazioni interne ed esterne della resilienza) sono strettamente connesse alle pratiche di governance: dalla composizione degli organi decisionali alla qualità dei controlli, dalla capacità di instaurare una dialettica informata tra amministratori esecutivi e indipendenti alla maturità del rapporto con gli organi di controllo, dall'integrazione delle competenze tecniche e finanziarie alla capacità di riflettere criticamente sulle scelte compiute e sugli esiti generati.

In questa prospettiva, la governance non è un elemento esterno alla resilienza, ma la piattaforma che consente alla resilienza di emergere come competenza organizzativa. Attraverso la governance si decidono le priorità di investimento, si stabilisce lo spazio riconosciuto al risk management, si valuta se dotarsi di sistemi informativi avanzati, si sceglie se presidiare in modo strutturato i rischi ESG o considerarli accessori, si definiscono gli incentivi e le metriche di performance in grado di favorire (o inibire) comportamenti orientati al lungo termine.

---

<sup>46</sup> C. S. Holling, *Resilience and Stability of Ecological Systems* (1973), in *Annual Review of Ecology and Systematics*, Palo Alto 1973, vol. 4, pp. 1-23; K. E. Weick, K. M. Sutcliffe, *Managing the Unexpected: Resilient Performance in an Age of Uncertainty* (2001), 2<sup>a</sup> ed., Jossey-Bass, San Francisco 2007, pp. 71-96; S. Duchek, *Organizational Resilience: A Capability-Based Conceptualization* (2020), in *Business Research*, Heidelberg 2020, vol. 13, n. 1, pp. 215-246.

Dalla convergenza tra disciplina giuridica e letteratura organizzativa nasce in modo quasi naturale la *domanda di ricerca* che orienta questo lavoro.

Se il legislatore attribuisce alla governance un ruolo centrale nella prevenzione della crisi e nella tutela della continuità, e se la letteratura manageriale le riconosce un valore determinante nel sostenere i processi di adattamento, di apprendimento e di gestione del rischio, allora diventa cruciale comprendere come e a quali condizioni la governance possa funzionare come leva di resilienza. Da ciò deriva la seguente domanda di ricerca:

*In che modo la corporate governance contribuisce alla resilienza dell'impresa nei contesti di crisi?*

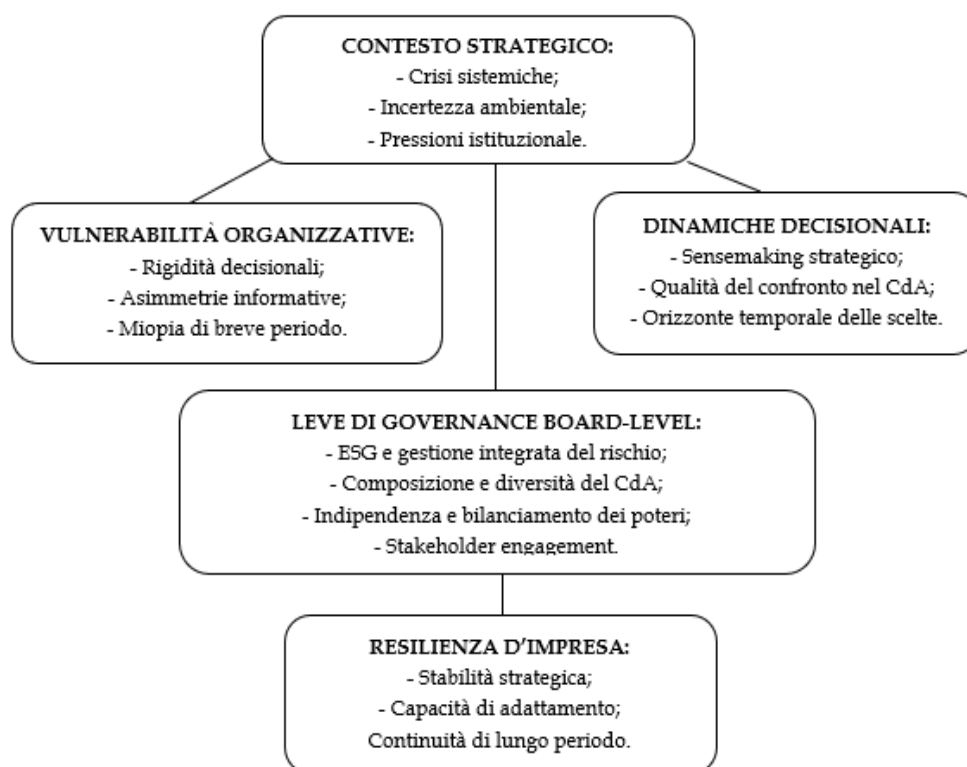
Questa domanda rappresenta il cuore teorico dell'intero progetto di ricerca e costituisce il ponte naturale verso il secondo capitolo, dedicato alla rassegna della letteratura, in cui verranno approfonditi i filoni che indagano il rapporto tra caratteristiche dei board, sistemi di controllo interno, gestione del rischio, sostenibilità delle performance e capacità dell'impresa di mantenere e ricostruire la propria continuità in presenza di shock<sup>47</sup>. In altri termini, la domanda di ricerca invita a interrogarsi su come la governance possa diventare, concretamente, il luogo in cui crisi e complessità vengono gestite e trasformate in decisioni, piuttosto che subite. Il collegamento logico tra il concetto di crisi e la domanda di ricerca consiste proprio nel riconoscere che il cuore del fenomeno non risiede soltanto nelle dinamiche economico-finanziarie, ma nella capacità dell'impresa di pensare, interpretare e decidere in condizioni di incertezza. In un contesto in cui la discontinuità è

---

<sup>47</sup> Essa non si limita a considerare l'efficacia degli assetti organizzativi o degli strumenti tecnici di controllo, ma tocca aspetti più profondi, relative alle dinamiche decisionali, la qualità delle relazioni interne tra amministratori, manager e organi di controllo, la distribuzione del potere cognitivo all'interno dei board, la capacità dell'impresa di costruire significati condivisi in momenti di incertezza, di aprirsi al dissenso informato, di valorizzare la pluralità di competenze come fattore di protezione contro i rischi di miopia strategica.

divenuta strutturale, la corporate governance assume un ruolo cruciale nella costruzione della resilienza organizzativa e diventa, per ciò stesso, l'oggetto privilegiato dell'indagine che verrà sviluppata nei capitoli successivi.

Figura 1 – *Framework teorico della resilienza d'impresa e leve di governance board-level*



## CAPITOLO 2 -GOVERNANCE, RISCHIO E RESILIENZA: UNA LITERATURE REVIEW

In questo capitolo l'attenzione si sposta sul piano teorico-interpretativo, interrogandosi su quali categorie concettuali consentano di comprendere il ruolo che la corporate governance svolge nella gestione del rischio e nella costruzione della resilienza organizzativa. L'obiettivo non è semplicemente passare in rassegna contributi eterogenei, ma ricomporre, in un quadro coerente, i principali filoni di studio che nel tempo hanno ridefinito la governance, trasformandola da meccanismo di controllo dell'agenzia manageriale a infrastruttura cognitiva, relazionale e istituzionale attraverso cui l'impresa interpreta la complessità, dialoga con i propri stakeholder e orienta le proprie scelte nei contesti di crisi.

In questa prospettiva, si analizzerà l'evoluzione del concetto di corporate governance, ricostruendo il passaggio da una visione centrata sulla tutela degli azionisti, ad una prospettiva più ampia, in cui il Consiglio di amministrazione diviene al tempo stesso luogo di controllo, dispositivo di accesso alle risorse critiche e arena di bilanciamento tra interessi molteplici. La governance viene così osservata non più solo nelle sue dimensioni formali (struttura proprietaria, composizione del board, meccanismi di controllo), ma anche nelle sue dimensioni processuali e cognitive, attraverso la modalità di assunzione delle decisioni, qualità dei flussi informativi, capacità del board di comprendere i rischi sistemici e di orientare strategicamente l'organizzazione in scenari incerti.

L'attenzione si focalizzerà, di conseguenza, sulla resilienza organizzativa, considerata, dalla letteratura degli ultimi anni, una categoria chiave per interpretare il comportamento delle imprese nei contesti di turbolenza: non più semplice capacità di tenuta di fronte agli shock, ma attitudine a

anticiparli, assorbirne gli effetti, adattare processi e strutture, fino a trasformare il modello di business quando le condizioni ambientali lo richiedono<sup>48</sup>.

Si guarderà, infine, alle evidenze empiriche sul rapporto tra crisi, vulnerabilità e sistemi di governance. Attraverso il confronto tra studi condotti in contesti e periodi differenti (dalle crisi finanziarie globali agli shock pandemici, dalle discontinuità tecnologiche alle tensioni geopolitiche) si esplorano i modi in cui specifiche caratteristiche della governance (indipendenza e diversità del board, integrazione dei fattori ESG, qualità della disclosure, intensità dello stakeholder engagement) influenzano la capacità delle imprese di contenere le perdite, preservare la reputazione, mantenere l'accesso alle risorse critiche e recuperare più rapidamente rispetto ai concorrenti.

Infine, si riassumono i principali filoni teorici e le evidenze empiriche esaminate, individuando alcuni punti di convergenza e, al tempo stesso, i principali gap conoscitivi ancora aperti. È in questo spazio che si colloca il contributo specifico della tesi, che vuole collegare in modo integrato fattori di governance tradizionali (indipendenza, composizione, struttura dei

---

<sup>48</sup> In quest'ottica si considereranno i principali approcci interpretativi: adattivo, trasformativo, antifragile e le loro implicazioni sul piano organizzativo e di governance, mettendo in luce come la resilienza sia il risultato di un intreccio tra leadership, cultura del rischio, capitale sociale, sistemi informativi e processi decisionali. In questa chiave, la resilienza cessa di essere una proprietà naturale di alcune organizzazioni e diventa il prodotto di scelte di governo, di configurazioni di potere, di pratiche di apprendimento e di meccanismi di coinvolgimento degli stakeholder. Cfr. G. Hamel, L. Välikangas, *The Quest for Resilience* (2003), in *Harvard Business Review*, Boston 2003, vol. 81, n. 9, pp. 52–63; N. N. Taleb, *Antifragile: Things That Gain from Disorder* (2012), Random House, New York 2012, pp. 3–52; S. Duchek, *Organizational Resilience: A Capability-Based Conceptualization* (2020), in *Business Research*, Heidelberg 2020, vol. 13, n. 1, pp. 215–246; A. Zattoni, A. Pugliese, *Corporate Governance Research: Theories and Evidence* (2021), Routledge, London 2021, pp. 141–188.

controlli) e dimensioni più recenti (ESG, *diversity*, *stakeholder engagement*) alla resilienza d'impresa nei contesti di crisi.

Le ipotesi di ricerca formulate al termine del capitolo rappresentano, in questa prospettiva, la traduzione analitica di un interrogativo di fondo: in che misura, e attraverso quali meccanismi, la corporate governance può diventare una leva effettiva di resilienza, consentendo alle imprese non solo di sopravvivere alla crisi, ma di apprendere da essa e di creare valore?

## 2.1 Evoluzione del concetto di Corporate Governance

Il concetto di corporate governance ha attraversato, negli ultimi sessant'anni, una trasformazione profonda che ne ha ridefinito natura, finalità e campo di applicazione, passando da una prospettiva essenzialmente contrattuale e finanziaria a una visione complessa, multilivello e orientata alla sostenibilità nel lungo periodo<sup>49</sup>. Tale evoluzione non rappresenta soltanto un arricchimento teorico, ma costituisce una lente fondamentale attraverso cui leggere il ruolo che la governance svolge oggi nella gestione del rischio, nella costruzione della resilienza organizzativa e nella capacità dell'impresa di affrontare contesti caratterizzati da discontinuità e instabilità. Comprendere questo percorso significa quindi delineare lo sfondo teorico entro cui collocare l'assunto centrale della presente tesi: la governance non è semplicemente un meccanismo di controllo, ma una vera e propria architettura cognitiva e istituzionale che condiziona la capacità dell'impresa di prevenire, interpretare e gestire le crisi.

---

<sup>49</sup> E. F. Fama, M. C. Jensen, *Separation of Ownership and Control* (1983), in *Journal of Law and Economics*, Chicago 1983, vol. 26, n. 2, pp. 301-325; M. C. Jensen, W. H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure* (1976), in *Journal of Financial Economics*, Amsterdam 1976, vol. 3, n. 4, pp. 305-360; T. Donaldson, L. E. Preston, *The Stakeholder Theory of the Corporation* (1995), in *Academy of Management Review*, New York 1995, vol. 20, n. 1, pp. 65-91; G. L. Clark, A. Feiner, M. Viehs, *From the Stockholder to the Stakeholder* (2015), Oxford University Press, Oxford 2015, pp. 1-36.

Le radici del concetto moderno di corporate governance affondano nei primi studi sulla grande impresa manageriale che, analizzando la struttura proprietaria delle grandi corporation statunitensi degli anni Trenta, misero in evidenza il fenomeno della separazione tra proprietà e controllo<sup>50</sup>. La crescita dimensionale delle imprese e la diffusione della proprietà azionaria determinarono, secondo gli studiosi, la perdita di controllo diretto da parte degli azionisti e l'affermazione di un management professionale dotato di un potere discrezionale crescente. Si è così generato il rischio di comportamenti opportunistici da parte dei manager, potendo questi ultimi perseguire obiettivi personali, di prestigio, remunerazione, espansione dimensionale, anziché massimizzare il valore per i proprietari.

Con l'emersione della separazione tra proprietà e controllo, la governance inizia a configurarsi come risposta a un problema strutturale: come assicurare che i manager operino nell'interesse della proprietà<sup>51</sup>. Negli anni Settanta e Ottanta questa intuizione viene formalizzata nella teoria dell'agenzia, che rappresenta il primo grande paradigma esplicativo della governance in chiave moderna<sup>52</sup>. In tale prospettiva, l'impresa viene interpretata come un *nexus of contracts*, una rete di rapporti contrattuali in cui il nodo cruciale è quello tra *principal* (gli azionisti) e *agent* (il management). In tale relazione si annida un conflitto di interessi inevitabile, poiché il manager dispone di informazioni superiori (asimmetria informativa) e può compiere scelte che massimizzano il proprio benessere a discapito degli azionisti. La governance, in questo quadro, ha la funzione di ridurre i costi di agenzia,

---

<sup>50</sup> A. A. Berle, G. C. Means, *The Modern Corporation and Private Property* (1932), Harcourt, Brace & World, New York 1968<sup>2</sup>, pp. 1-44.

<sup>51</sup> A. A. Berle, G. C. Means, *The Modern Corporation and Private Property* (1932), Harcourt, Brace & World, New York 1968<sup>2</sup>, pp. 119-136.

<sup>52</sup> M. C. Jensen, W. H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure* (1976), in *Journal of Financial Economics*, Amsterdam 1976, vol. 3, n. 4, pp. 305-360.

mediante un insieme coordinato di meccanismi contrattuali, sistemi di incentivazione, regole di vigilanza e strumenti di controllo interno ed esterno. La teoria dell'agenzia, integrata dai successivi contributi sulla struttura delle decisioni e sui meccanismi di disciplina esterna del management, consolida un modello di governance essenzialmente difensivo, finalizzato a contenere l'opportunismo manageriale, garantire la trasparenza informativa e promuovere la massimizzazione del valore per gli azionisti nel breve e medio periodo<sup>53</sup>.

Si tratta di un impianto teorico e normativo destinato a incidere profondamente sulle riforme statunitensi e britanniche degli anni Ottanta e Novanta, orientate al rafforzamento dei meccanismi di controllo esterno e ispirate a una concezione della governance prevalentemente intesa come sistema di tutela degli *shareholder*<sup>54</sup>.

A partire dagli anni Novanta, l'orizzonte teorico si amplia, contaminandosi con contributi provenienti dalle scienze organizzative e dal management strategico.

Un primo cambiamento di prospettiva è introdotto dalla *resource dependence theory*, che propone una visione radicalmente differente del ruolo del Consiglio di amministrazione<sup>55</sup>. Il board non è soltanto un organo deputato al controllo del management, ma un attore strategico che consente all'impresa

---

<sup>53</sup> E. F. Fama, M. C. Jensen, *Separation of Ownership and Control* (1983), in *Journal of Law and Economics*, Chicago 1983, vol. 26, n. 2, pp. 301-325; H. G. Manne, *Mergers and the Market for Corporate Control* (1965), in *Journal of Political Economy*, Chicago 1965, vol. 73, n. 2, pp. 110-120.

<sup>54</sup> O. E. Williamson, *Corporate Governance* (1984), in *Yale Law Journal*, New Haven 1984, vol. 93, n. 7, pp. 1197-1230; A. Cadbury, *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance* (1992), Gee & Co., London 1992; M. C. Jensen, *The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems* (1993), in *Journal of Finance*, Hoboken 1993, vol. 48, n. 3, pp. 831-880.

<sup>55</sup> J. Pfeffer, G. R. Salancik, *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective* (1978), Harper & Row, New York 1978, pp. 1-39.

di governare le interdipendenze con l'ambiente esterno, permettendo all'impresa di assicurarsi l'accesso a risorse critiche, nonché informazioni, legittimazione istituzionale, network relazionali, competenze specialistiche, necessarie alla sopravvivenza e alla competitività aziendale. La governance assume, dunque, una dimensione funzionale e proattiva, in cui la capacità del board di fornire risorse e connessioni diventa elemento fondamentale nei processi decisionali strategici.

Successivamente si afferma la *stakeholder theory*, che riformula in modo ancora più radicale la governance, superando la centralità esclusiva degli azionisti e riconoscendo la pluralità degli interessi coinvolti nell'attività dell'impresa.<sup>56</sup> Secondo tale prospettiva, l'impresa non può più essere interpretata come meccanismo di massimizzazione del valore per gli shareholder, ma come un nodo di relazioni che coinvolge stakeholder, lavoratori, fornitori, clienti, istituzioni, comunità locali, investitori, società civile, i cui diritti, interessi e aspettative devono essere considerati nel processo decisionale. La governance diviene, dunque, un meccanismo di bilanciamento tra interessi plurimi, riconoscendo agli stakeholder una legittimità non solo strumentale, ma normativa. L'impresa è così ricollocata all'interno del tessuto sociale ed economico in cui opera e la governance assume un ruolo centrale nel garantire equità, trasparenza, responsabilità e sostenibilità.

La crisi determinata dai grandi scandali finanziari di inizio anni Duemila contribuisce a far emergere con forza le fragilità dei sistemi di controllo tradizionali, rafforzando l'attenzione verso la trasparenza informativa, la qualità dei Consigli di amministrazione e la supervisione dei rischi<sup>57</sup>. Tutto ciò

---

<sup>56</sup> R. E. Freeman, *Strategic Management: A Stakeholder Approach* (1984), Pitman, Boston 1984, pp. 1-38; T. Donaldson, L. E. Preston, *The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications* (1995), in *Academy of Management Review*, New York 1995, vol. 20, n. 1, pp. 65-91.

<sup>57</sup> U.S. Congress, *Sarbanes-Oxley Act of 2002*, Washington, DC 2002; J. C. Coffee Jr., *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance* (2006), Oxford

ha rafforzato l'importanza dei Principi di Corporate Governance dell'OECD (1999; 2004; 2015) e dei codici di autodisciplina nazionali, che promuovono standard minimi in materia di indipendenza degli amministratori, funzionamento dei comitati interni, disclosure finanziaria e non finanziaria, separazione dei ruoli tra CEO e chairman, *diversity* e valutazione periodica del board<sup>58</sup>.

Dagli anni Duemila si è progressivamente assistito ad una evoluzione del concetto di corporate governance, con un'integrazione dei contributi provenienti dalla *stewardship theory*<sup>59</sup>, dalla *behavioural governance* e dagli studi di comparazione istituzionale<sup>60</sup> che mettono in discussione l'universalità

---

University Press, Oxford 2006, pp. 1-52; A. Zattoni, *Corporate Governance after the Financial Crisis* (2012), in *Corporate Governance: An International Review*, Hoboken 2012, vol. 20, n. 3, pp. 205-210.

<sup>58</sup> Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), *Principles of Corporate Governance* (1999), OECD Publishing, Paris 1999; Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), *Principles of Corporate Governance* (2004), OECD Publishing, Paris 2004; Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), *G20/OECD Principles of Corporate Governance* (2015), OECD Publishing, Paris 2015; Comitato per la Corporate Governance, *Codice di Autodisciplina delle società quotate*, Borsa Italiana, Milano 2015 (e successive revisioni).

<sup>59</sup> La *stewardship theory* propone una lettura meno conflittuale del rapporto tra *principal* e *agent*, sostenendo che, in molte organizzazioni, i manager agiscono come *stewards*, mossi da un forte orientamento fiduciario verso la missione aziendale. In questa prospettiva, il focus della governance non è la disciplina, ma la creazione di un contesto organizzativo che consenta ai manager di esprimere capacità professionali e senso di responsabilità verso l'impresa.

<sup>60</sup> Gli studi di comparative corporate governance mettono in luce le differenze tra sistemi anglosassoni, basati su mercati dei capitali liquidi e proprietà dispersa, e sistemi europei e asiatici, caratterizzati da proprietà concentrata, partecipazioni incrociate e relazioni di lungo periodo con banche e istituzioni pubbliche. Questa dimensione comparativa contribuisce a superare una lettura universalistica della governance, mostrando che il modo in cui essa incide sulla performance e sulla resilienza dipende fortemente dai contesti istituzionali e culturali.

dei modelli anglosassoni e valorizzano il ruolo dei contesti istituzionali e culturali<sup>61</sup>.

La crisi finanziaria globale del 2008 ha rappresentato un nuovo momento di svolta, poiché con essa emerge con forza il fallimento dei sistemi di controllo di rischio nelle istituzioni finanziarie e, più in generale, nei board incapaci di comprendere la complessità dei prodotti finanziari e l'interconnessione dei rischi sistemici. Le istituzioni internazionali insistono sempre più sulla necessità che i Consigli di amministrazione svolgano un ruolo attivo nella supervisione dei rischi, integrando l'*Enterprise Risk Management* nei processi decisionali strategici e definendo in modo consapevole il *risk appetite* dell'impresa<sup>62</sup>.

Negli ultimi anni, la governance si integra con la sostenibilità, i principi ESG e l'agenda della resilienza di lungo periodo, attraverso la diffusione degli standard UN PRI, degli *ESG Ratings* e degli orientamenti dei *proxy advisors* consolida una visione della governance come meccanismo che garantisce non solo performance economiche, ma anche impatti ambientali e sociali coerenti con la creazione di valore sostenibile<sup>63</sup>. I *board* diventano

---

<sup>61</sup> J. H. Davis, F. D. Schoorman, L. Donaldson, *Toward a Stewardship Theory of Management* (1997), in *Academy of Management Review*, New York 1997, vol. 22, n. 1, pp. 20-47; A. M. Aguilera, G. Jackson, *The Cross-National Diversity of Corporate Governance: Dimensions and Determinants* (2003), in *Academy of Management Review*, New York 2003, vol. 28, n. 3, pp. 447-465; L. Donaldson, *The Ethereal Hand: Organizational Economics and Management Theory* (2001), Academy of Management, Briarcliff Manor (NY) 2001, pp. 1-35.

<sup>62</sup> Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), *Risk Management and Corporate Governance* (2014), OECD Publishing, Paris 2014; Financial Stability Board, *Principles for an Effective Risk Appetite Framework* (2013), Basel 2013; Basel Committee on Banking Supervision, *Principles for Enhancing Corporate Governance* (2015), Bank for International Settlements, Basel 2015.

<sup>63</sup> United Nations Principles for Responsible Investment (UN PRI), *Principles for Responsible Investment* (2006), United Nations, New York 2006; F. Berg, J. F. Kölbl, R. Rigobon, *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings* (2022), in *Review of Finance*, Oxford 2022, vol.

responsabili della gestione dei rischi non finanziari, della transizione ecologica, degli impatti climatici e dell'adozione di modelli di reporting integrato; la governance, in questa prospettiva, è chiamata a garantire una resilienza strategica, intesa come capacità dell'impresa di adattarsi a shock esterni, preservare risorse critiche, innovare e mantenere continuità in contesti di instabilità.

Questa evoluzione porta a un cambiamento radicale nella concezione stessa della corporate governance che, da meccanismo essenzialmente difensivo, orientato a ridurre l'opportunismo manageriale, si trasforma in un sistema complesso di istituzioni, strutture e processi che definisce la capacità dell'impresa di interpretare l'ambiente, gestire rischi sistemici, coordinare risorse e costruire resilienza<sup>64</sup>.

Ed è proprio lungo questa traiettoria evolutiva che si inserisce la domanda centrale della tesi: *se la governance è sempre più chiamata a gestire la complessità, quale contributo specifico offre alla resilienza dell'impresa nei contesti di crisi?*

La risposta richiede di considerare la governance non solo come sistema di regole, ma come capitale cognitivo e relazionale che permette all'impresa di anticipare, assorbire e trasformare le discontinuità, ponendosi al cuore dei processi di prevenzione e gestione della crisi.

---

26, n. 6, pp. 1315-1344; R. G. Eccles, I. Ioannou, G. Serafeim, *The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance* (2014), in *Management Science*, Catonsville (MD) 2014, vol. 60, n. 11, pp. 2835-2857; ISS Governance, *Global Proxy Voting Guidelines*, Rockville (MD), edizioni più recenti.

<sup>64</sup> O. E. Williamson, *The Economic Institutions of Capitalism*, Free Press, New York 1985; M. Power, *Organized Uncertainty: Designing a World of Risk Management*, Oxford University Press, Oxford 2007; K. E. Weick, K. M. Sutcliffe, *Managing the Unexpected*, Jossey-Bass, San Francisco 2001.

### 2.1.1 Governance come leva di fiducia nei contesti di crisi

Nel dibattito contemporaneo sulla corporate governance, il tema della fiducia ha assunto un ruolo centrale, soprattutto quando ci si confronta con i contesti di crisi e di incertezza permanente che caratterizzano gli attuali sistemi economici. La fiducia non rappresenta soltanto un elemento psicologico o relazionale, ma costituisce una risorsa strategica indispensabile per la continuità aziendale, la stabilità dei mercati e la resilienza delle organizzazioni. In questa prospettiva, la governance assume la funzione di architettura istituzionale attraverso cui la fiducia viene generata, preservata e ricostruita<sup>65</sup>.

Fin dagli studi pionieristici, la letteratura ha evidenziato la natura fiduciaria della governance. In questa prospettiva, i meccanismi di governo societario sono concepiti come strumenti volti a garantire agli investitori che i capitali conferiti siano gestiti in modo corretto e che quest'ultimi potranno conseguire un ritorno adeguato<sup>66</sup>.

Questa affermazione implica che i meccanismi di governance operino come dispositivi di tutela dal rischio di espropriazione da parte del management, suggerendo anche che questi rappresentino un sistema istituzionale volto a

---

<sup>65</sup> Tale funzione emerge con particolare intensità nei momenti di discontinuità, quando gli attori economici si trovano ad affrontare deficit informativi, volatilità improvvisa, compressione delle risorse e perdita di riferimenti stabili. È in questi scenari che la governance diventa il principale meccanismo di riduzione dell'incertezza, fornendo agli stakeholder segnali credibili circa l'affidabilità dell'impresa e la capacità del management di governare la complessità. K. E. Weick, *Sensemaking in Organizations* (1995), Sage Publications, Thousand Oaks 1995, pp. 154-181; K. V. Lins, H. Servaes, A. Tamayo, *Social Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility During the Financial Crisis* (2017), in *Journal of Finance*, Hoboken 2017, vol. 72, n. 4, pp. 1785-1824; M. Power, *Organized Uncertainty: Designing a World of Risk Management* (2007), Oxford University Press, Oxford 2007, pp. 69-98.

<sup>66</sup> A. Shleifer, R. W. Vishny, *A Survey of Corporate Governance* (1997), in *Journal of Finance*, Hoboken 1997, vol. 52, n. 2, pp. 737-783.

costruire fiducia ex ante, riducendo le incertezze legate alla delega e alla discrezionalità manageriale. Tale funzione fiduciaria viene amplificata in condizioni di crisi, quando la percezione del rischio aumenta e gli attori esterni richiedono maggiori garanzie circa la capacità dell'impresa di mantenere la continuità e di promuovere comportamenti responsabili<sup>67</sup>. In altri termini, la fiducia si manifesta come un bisogno cognitivo degli stakeholder i quali, in assenza di informazioni credibili, tendono a ritirare capitale, ridurre l'esposizione creditizia, rivedere contratti e rivalutare il rischio dell'impresa. La governance interviene come meccanismo di risposta a questa domanda, regolando la produzione, la qualità e la tempestività dell'informazione e garantendo che i processi decisionali siano coerenti, monitorati e tracciabili.

L'importanza della fiducia non riguarda soltanto il rapporto tra impresa e investitori finanziari: anche gli altri stakeholder, tra cui dipendenti, fornitori, clienti, istituzioni pubbliche e comunità locali, adattano le proprie decisioni sulla base della credibilità percepita dell'organizzazione.

Nei contesti di crisi, i dipendenti valutano la capacità del management di proteggere l'occupazione e di mantenere un clima interno stabile; i fornitori osservano la puntualità nei pagamenti e la coerenza delle comunicazioni contrattuali; le istituzioni finanziarie e i regolatori monitorano l'adempimento agli obblighi informativi e la coerenza dei piani di ristrutturazione; i

---

<sup>67</sup> La fiducia svolge un ruolo particolarmente critico nei momenti di turbolenza, poiché investitori, creditori e mercati necessitano di informazioni aggiuntive per valutare la solidità dell'impresa. In tali fasi, la domanda di *disclosure* cresce in modo significativo e la trasparenza informativa diventa un indicatore osservabile di affidabilità, nonché un segnale della qualità della governance e del grado di responsabilità del management. P. M. Healy, K. G. Palepu, *Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature* (2001), in *Journal of Accounting and Economics*, Amsterdam 2001, vol. 31, n. 1-3, pp. 405-440.

clienti giudicano l'affidabilità dell'impresa nella continuità dei servizi e nella gestione delle problematiche emergenti.<sup>68</sup>

La governance influenza direttamente la forza e la resilienza della reputazione, perché definisce la struttura decisionale, la coerenza delle comunicazioni, la qualità delle relazioni con gli stakeholder e la capacità del board di assumere responsabilità in modo trasparente.

Le imprese dotate di board più indipendenti, diversificati e competenti mostrano una maggiore capacità di proteggere il valore reputazionale nei contesti critici, evitando comportamenti opportunistici, adottando strategie responsabili e comunicando con chiarezza le decisioni prese. La reputazione, nei periodi di turbolenza, diventa un buffer strategico che consente di mantenere la fiducia degli stakeholder anche in presenza di risultati negativi o di performance temporaneamente deteriorate<sup>69</sup>.

Gli studi empirici hanno confermato l'esistenza di un legame significativo tra qualità della governance e livelli di fiducia nei periodi di crisi. Zattoni e Cuomo (2008) analizzano alcune imprese europee attraversate da crisi finanziarie e operative e rilevano come Consigli di amministrazione

---

<sup>68</sup> In questo scenario complesso, la governance si configura come interprete istituzionale della crisi, fungendo da interfaccia tra l'organizzazione e l'ambiente esterno e regolando le aspettative reciproche, proprio perché la crisi genera incertezza, la governance diventa un punto di riferimento essenziale per la costruzione di significati condivisi riguardo alla direzione strategica dell'impresa e alla sua capacità di resistere agli shock. La reputazione rappresenta uno dei principali asset intangibili che determinano la fiducia degli stakeholder e costituisce un bene particolarmente vulnerabile nei periodi di crisi.

C. J. Fombrun, *Reputation: Realizing Value from the Corporate Image* (1996), Harvard Business School Press, Boston 1996, pp. 1-36.

<sup>69</sup> T. Donaldson, L. E. Preston, *The Stakeholder Theory of the Corporation* (1995), in *Academy of Management Review*, New York 1995; M. C. Suchman, *Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches* (1995), in *Academy of Management Review*, New York 1995; R. G. Eccles, I. Ioannou, G. Serafeim, *The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance* (2014), in *Management Science*, Catonsville (MD) 2014;

caratterizzati da un'elevata presenza di amministratori indipendenti, da competenze tecniche differenziate e da una forte attenzione alla trasparenza informativa, siano in grado di garantire una maggiore stabilità delle performance, una più efficace capacità di coordinamento delle risposte organizzative e una migliore protezione della reputazione sul mercato<sup>70</sup>.

A questi contributi si affianca una crescente mole di studi che evidenziano come la governance non sia semplicemente un insieme di regole o un apparato gerarchico, ma una vera e propria infrastruttura fiduciaria, capace di produrre credibilità attraverso la qualità dei processi decisionali, il funzionamento dei comitati interni, la gestione del rischio, la tempestività delle reazioni agli shock e l'affidabilità dei flussi informativi<sup>71</sup>.

In questa prospettiva, la fiducia emerge non solo dall'adeguatezza strutturale del Consiglio di amministrazione, ma anche dalle dinamiche relazionali e cognitive che caratterizzano l'interazione tra amministratori e management<sup>72</sup>.

La connessione tra governance e fiducia diventa ancora più rilevante se la si analizza nel quadro della resilienza organizzativa. La fiducia, infatti, costituisce il principale collante che consente a un'organizzazione di mobilitare risorse, ottenere supporto, coordinarsi con gli stakeholder e affrontare

---

<sup>70</sup> A. Zattoni, F. Cuomo, *Why Adopt Codes of Good Governance? A Comparison of Institutional and Efficiency Perspectives* (2008), in *Corporate Governance: An International Review*, Hoboken 2008, vol. 16, n. 1, pp. 1-15.

<sup>71</sup> M. C. Suchman, *Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches* (1995), in *Academy of Management Review*, New York 1995; M. Power, *Organized Uncertainty: Designing a World of Risk Management*, Oxford University Press, Oxford 2007; K. E. Weick, K. M. Sutcliffe, *Managing the Unexpected*, Jossey-Bass, San Francisco 2001

<sup>72</sup> La fiducia, secondo questi autori, non è semplicemente un risultato, ma una dimensione intrinseca della governance stessa, alimentata dalla coerenza dei comportamenti e dalla capacità di incorporare visioni eterogenee nelle decisioni strategiche. R. V. Aguilera, W. Q. Judge, S. Terjesen, *Corporate Governance Deviance* (2018), in *Academy of Management Review*, New York 2018, vol. 43, n. 1, pp. 87-109.

lunghe fasi di incertezza senza disgregarsi. Le imprese che godono di un capitale fiduciario elevato sono in grado di negoziare condizioni migliori con i creditori, di mantenere relazioni collaborative con i fornitori, di evitare conflitti interni, di preservare la motivazione dei dipendenti e di attrarre talenti anche durante la crisi. Tutto ciò incide direttamente sulla capacità dell'organizzazione di assorbire gli shock, adattarsi alle nuove condizioni e ripristinare gli equilibri strategici. In tale prospettiva, la governance non è solo un presupposto tecnico della resilienza, ma la condizione fondamentale che rende possibile l'emergere di comportamenti resilienti da parte dell'intera organizzazione.

In definitiva, la governance rappresenta la leva fiduciaria primaria nei contesti di crisi, attraverso i suoi meccanismi formali e informali, creando l'ambiente istituzionale entro cui la fiducia viene costruita, negoziata e rinnovata.<sup>73</sup> La qualità della governance diventa così la variabile critica che determina la qualità della fiducia e, di conseguenza, la capacità dell'impresa di superare o meno le fasi di crisi. Una governance debole produce sfiducia, frammentazione informativa, comportamenti opportunistici e perdita di legittimità; una governance solida, invece, genera continuità interpretativa, coerenza decisionale, responsabilità diffusa e supporto da parte degli stakeholder. Cosicché, il fondamentale nesso logico tra governance, fiducia e resilienza assume particolare rilievo nella presente tesi, in cui si sottolinea il ruolo della corporate governance nell'abilitare l'impresa ad affrontare la complessità, prevenire il deterioramento degli equilibri e reagire in modo efficace e tempestivo alle crisi.

---

<sup>73</sup> M. C. Suchman, *Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches* (1995),

## 2.2 Resilienza organizzativa: concetti, dimensioni e determinanti

Nel contesto contemporaneo, la resilienza organizzativa rappresenta una delle categorie analitiche più rilevanti e trasversali nelle scienze del management, della governance e dell'organizzazione<sup>74</sup>.

La crescente instabilità dei mercati, l'intensificazione dei rischi globali, l'emergere di shock sistemici e la densificazione delle interdipendenze economiche e tecnologiche rendono la resilienza un prerequisito strategico per la sopravvivenza e la competitività delle imprese<sup>75</sup>.

La resilienza organizzativa, pertanto, si configura come un costrutto multidimensionale che integra aspetti operativi, strategici, cognitivi, culturali e strutturali. Non si tratta di un concetto univoco o unidirezionale, ma di una capacità emergente che dipende sia dalla dotazione di risorse e competenze, sia dalla qualità dei processi decisionali, dalla cultura del rischio e dalla visione della governance. In questo senso, la resilienza è molto più di una capacità di resistere agli shock, rappresentando un modo di essere dell'organizzazione, una forma di intelligenza collettiva, una configurazione di

---

<sup>74</sup> C. S. Holling, *Resilience and Stability of Ecological Systems* (1973), in *Annual Review of Ecology and Systematics*, Palo Alto 1973, vol. 4, pp. 1-23; G. Hamel, L. Välikangas, *The Quest for Resilience* (2003), in *Harvard Business Review*, Boston 2003, vol. 81, n. 9, pp. 52-63; S. Duchek, *Organizational Resilience: A Capability-Based Conceptualization* (2020), in *Business Research*, Heidelberg 2020, vol. 13, n. 1, pp. 215-246.

<sup>75</sup> Infatti, crisi finanziarie, pandemie, guerre commerciali, conflitti geopolitici, variazioni normative, *disruption* tecnologiche, attacchi cyber e transizioni energetiche hanno dimostrato che le imprese non operano più in contesti relativamente stabili, ma in scenari dove volatilità, incertezza, complessità ed ambiguità costituiscono una condizione permanente. Cfr. B. Bennis, T. Nanus, *Leaders: The Strategies for Taking Charge* (1985), Harper & Row, New York 1985, pp. 1-15; G. S. Day, P. J. H. Schoemaker, *Peripheral Vision: Detecting the Weak Signals That Will Make or Break Your Company* (2006), Harvard Business School Press, Boston 2006, pp. 1-28; R. Bennett, J. Lemoine, *What VUCA Really Means for You* (2014), in *Harvard Business Review*, Boston 2014, vol. 92, n. 1-2, pp. 27-30.

sistemi e processi che consente di affrontare la discontinuità senza perdere continuità di significato, identità e direzione.

La letteratura scientifica ha progressivamente dimostrato che la resilienza non costituisce un attributo naturale delle organizzazioni, bensì un risultato che si costruisce nel tempo attraverso pratiche, routine, processi di apprendimento e scelte di governance. Le organizzazioni, in altri termini, non nascono resilienti, ma diventano resilienti mediante un lavoro continuo di interpretazione dell'ambiente, adattamento organizzativo e trasformazione strategica<sup>76</sup>.

In letteratura, la resilienza viene comunemente articolata lungo quattro dimensioni fondamentali, anticipazione, assorbimento, adattamento e trasformazione, che molte correnti teoriche interpretano come le fasi attraverso cui un sistema complesso risponde a una perturbazione. In particolare, l'anticipazione riguarda la capacità di riconoscere segnali deboli, interpretare anomalie e identificare pattern emergenti che possono preludere a scenari di crisi<sup>77</sup>. Mentre, l'assorbimento rappresenta la tenuta del sistema nel momento in cui l'impatto dello shock si manifesta; l'adattamento invece, riguarda la capacità dell'organizzazione di riorganizzarsi, modificare processi, riallocare risorse, riformulare decisioni operative. Infine, la trasformazione (o rinnovamento) rappresenta la dimensione più avanzata della resilienza, è la

---

<sup>76</sup> In questa prospettiva, la resilienza si avvicina al concetto di *dynamic capability*, secondo cui la competitività delle imprese in contesti turbolenti dipende dalla capacità di rinnovare costantemente processi, risorse e competenze. Tale parallelismo emerge con chiarezza anche nella letteratura sulla crisi, se la crisi non è un evento improvviso ma un processo evolutivo, allo stesso modo la resilienza non rappresenta una risposta episodica, bensì una competenza dinamica che consente all'impresa di riconoscere, anticipare e governare tale processo. D. J. Teece, G. Pisano, A. Shuen, *Dynamic Capabilities and Strategic Management* (1997), in *Strategic Management Journal*, Hoboken 1997, vol. 18, n. 7, pp. 509-533; C. A. Lengnick-Hall, T. E. Beck, M. L. Lengnick-Hall, *Developing a Capacity for Organizational Resilience* (2011), in *Human Resource Management Review*, Amsterdam 2011, vol. 21, n. 3, pp. 243-255; S. Ducheck, *Organizational Resilience: A Capability-Based Conceptualization* (2020), in *Business Research*, Heidelberg 2020, vol. 13, n. 1, pp. 215-246.

<sup>77</sup> S. Ducheck, *Organizational Resilience: A Capability-Based Conceptualization* (2020), in *Business Research*, Heidelberg 2020, vol. 13, n. 1, pp. 215-246.

capacità dell'impresa di modificare profondamente il proprio assetto strategico o identitario, ripensando il proprio modello di business alla luce dei cambiamenti ambientali. Questa articolazione evidenzia come la resilienza sia intimamente connessa alla capacità dell'organizzazione di apprendere e di interpretare il proprio contesto. Non a caso, una parte significativa della letteratura collega la resilienza ai processi di *sensemaking*, sottolineando come molte crisi non derivino da una carenza di informazioni, bensì da un fallimento interpretativo nella loro lettura e integrazione.<sup>78</sup> La resilienza, allora, richiede una governance che favorisca la circolazione delle informazioni, il confronto tra prospettive diverse, la capacità di costruire senso collettivo attorno agli eventi inattesi, in altri termini, la resilienza è un costrutto cognitivo prima ancora che operativo.

La resilienza non può svilupparsi in assenza di una cultura del rischio, poiché le organizzazioni che reprimono il conflitto, che riducono al minimo la comunicazione interfunzionale o che non permettono l'emersione dei problemi tendono a essere meno resilienti, perché prive di quella vigilanza diffusa che consente di cogliere gli indizi premonitori delle crisi. Al contrario, le organizzazioni dotate di una cultura aperta, partecipativa e orientata all'apprendimento mostrano una maggiore facilità nel riconoscere gli squilibri e attivare processi correttivi tempestivi.

A tal proposito, la letteratura sulle *High Reliability Organizations* individua nella *collective mindfulness* un riferimento interpretativo centrale per comprendere la resilienza organizzativa. Le organizzazioni ad alta affidabilità risultano resilienti perché mantengono un'attenzione costante ai dettagli, mostrano sensibilità verso le anomalie e sono in grado di mobilitare rapidamente risorse e competenze in risposta agli eventi inattesi. Tali qualità non derivano esclusivamente dall'adozione di procedure tecniche formalizzate, ma affondano le proprie radici in una cultura organizzativa orientata alla

---

<sup>78</sup> K. E. Weick, *The Collapse of Sensemaking in Organizations: The Mann Gulch Disaster* (1993), in *Administrative Science Quarterly*, Ithaca 1993, vol. 38, n. 4, pp. 628-652.

vigilanza continua, alla preoccupazione per il fallimento e alla flessibilità cognitiva.<sup>79</sup>

Un'ulteriore dimensione cruciale della resilienza è rappresentata dalle interdipendenze sociali e cognitive, derivanti dalla natura collettiva di tale fenomeno, che si esplicita, infatti, attraverso relazioni organizzative, fiducia reciproca, capitale sociale e processi di condivisione della conoscenza<sup>80</sup>.

Le organizzazioni più resilienti sono quelle in cui il *problem solving* è distribuito, le competenze sono diffuse, il potere decisionale non è eccessivamente centralizzato e le persone sono incoraggiate a contribuire con il proprio punto di vista. La presenza di capitale sociale, inoltre, facilita la circolazione delle informazioni, riduce le asimmetrie cognitive, incrementa la velocità di risposta e consente di evitare le rigidità decisionali tipiche delle organizzazioni orientate al controllo.

Inoltre, la resilienza dipende in misura significativa dalla qualità degli assetti informativi e dei processi decisionali. La letteratura evidenzia come le organizzazioni resilienti dispongano di sistemi informativi integrati, flussi comunicativi accurati, tempestivi e completi, nonché di processi decisionali capaci di favorire il confronto critico e la valutazione sistematica dei rischi. In assenza di assetti informativi adeguati, anche le competenze più elevate rischiano di risultare inefficaci, poiché il limite non risiede nella mancanza di volontà o di responsabilità, ma nell'assenza di rappresentazioni affidabili della realtà.<sup>81</sup>

---

<sup>79</sup> K. E. Weick, K. M. Sutcliffe, *Managing the Unexpected: Resilient Performance in an Age of Uncertainty* (2001), Jossey-Bass, San Francisco 2001 (2<sup>a</sup> ed. 2007), pp. 1-25.

<sup>80</sup> C. A. Lengnick-Hall, T. E. Beck, *Adaptive Fit versus Robust Transformation: How Organizations Respond to Environmental Change* (2005), in *Journal of Management*, Thousand Oaks 2005, vol. 31, n. 5, pp. 738-757.

<sup>81</sup> S. Ducheck, *Organizational Resilience: A Capability-Based Conceptualization* (2020), in *Business Research*, Heidelberg 2020, vol. 13, n. 1, pp. 215-246; K. E. Weick, K. M. Sutcliffe,

Da questa prospettiva, si comprende come la resilienza rappresenti una sorta di capacità organizzativa, un attributo dinamico che emerge dall'intersezione tra processi cognitivi, strutture organizzative, cultura, leadership, sistemi informativi e governance. Quest'ultima, poi, costituisce l'elemento centrale di collegamento con la domanda di ricerca di questo lavoro, per cui la resilienza non può essere compresa in modo compiuto senza considerare la governance, che rappresenta la piattaforma attraverso cui tutte le dimensioni descritte si integrano, si orientano e si traducono in azione.

### 2.2.1 - Definizioni e approcci interpretativi

Per comprendere appieno la rilevanza della resilienza, è necessario approfondirne le diverse interpretazioni teoriche. La letteratura non fornisce una definizione univoca del concetto: la resilienza può essere considerata un cosiddetto *umbrella concept*, un meta-costrutto che assume significati differenti a seconda della disciplina di riferimento, del livello di analisi e dell'approccio metodologico adottato.<sup>82</sup> Nell'ambito delle scienze organizzative, si

---

*Managing the Unexpected: Resilient Performance in an Age of Uncertainty* (2001), Jossey-Bass, San Francisco 2001 (2<sup>a</sup> ed. 2007), pp. 31-55.

<sup>82</sup> In letteratura la resilienza è comunemente qualificata come *umbrella concept* o meta-costrutto, in quanto non riconducibile a una definizione univoca e stabile, ma declinabile in modo differente a seconda della disciplina di riferimento, del livello di analisi e dell'approccio metodologico adottato. Nelle scienze ecologiche il termine indica la capacità di un sistema di assorbire perturbazioni mantenendo invariata la propria struttura funzionale (C. S. Holling, *Resilience and Stability of Ecological Systems* (1973), in *Annual Review of Ecology and Systematics*, Palo Alto 1973, vol. 4, pp. 1-23); nelle scienze organizzative e manageriali la resilienza viene invece interpretata come un processo dinamico che combina anticipazione, adattamento e trasformazione, fondato su pratiche di apprendimento e su meccanismi di interpretazione dell'incertezza (S. Duchek, *Organizational Resilience: A Capability-Based Conceptualization* (2020), in *Business Research*, Heidelberg 2020, vol. 13, n. 1, pp. 215-246); in ambito decisionale e strategico, infine, essa è collegata ai processi di *sensemaking* e alla capacità delle organizzazioni di attribuire significato a eventi ambigui e inattesi in contesti

possono individuare tre approcci interpretativi della resilienza, che si declinano come<sup>83</sup>:

- adattivo;
- trasformativo;
- antifragile<sup>84</sup>.

La *resilienza adattiva* affonda le proprie radici negli studi di ecologia dei sistemi complessi. In questa prospettiva, un sistema può dirsi resiliente nella misura in cui è in grado di assorbire perturbazioni anche significative senza perdere la propria identità funzionale e la capacità di svolgere le funzioni essenziali<sup>85</sup>. Ciò può essere trasposto al contesto aziendale, per cui le imprese resilienti in senso adattivo sono quelle che dispongono di ridondanze strategiche – scorte di sicurezza, capacità produttiva flessibile, relazioni con fornitori alternativi, sistemi di backup informatici – e che, al contempo, possiedono un alto grado di flessibilità operativa. Cosicché i sistemi resilienti non sono quelli che mirano a eliminare il rischio in modo assoluto, ma quelli che sviluppano la capacità di convivere e assorbirne gli effetti. Tale

---

complessi (K. E. Weick, *The Collapse of Sensemaking in Organizations* (1993), in *Administrative Science Quarterly*, Ithaca 1993, vol. 38, n. 4, pp. 628–652).

<sup>83</sup> G. Hamel, L. Välikangas, *The Quest for Resilience* (2003), in *Harvard Business Review*, Boston 2003, vol. 81, n. 9, pp. 52–63;

N. N. Taleb, *Antifragile: Things That Gain from Disorder* (2012), Random House, New York 2012.

<sup>84</sup> C. S. Holling, *Resilience and Stability of Ecological Systems* (1973), in *Annual Review of Ecology and Systematics*, Palo Alto 1973, vol. 4, pp. 1–23; G. Hamel, L. Välikangas, *The Quest for Resilience* (2003), in *Harvard Business Review*, Boston 2003, vol. 81, n. 9, pp. 52–63; N. N. Taleb, *Antifragile: Things That Gain from Disorder* (2012), Random House, New York 2012, pp. 1–40.

S. Duchek, *Organizational Resilience: A Capability-Based Conceptualization* (2020), in *Business Research*, Heidelberg 2020, vol. 13, n. 1, pp. 215–246.

<sup>85</sup> C. S. Holling, *Resilience and Stability of Ecological Systems* (1973), in *Annual Review of Ecology and Systematics*, Palo Alto 1973, vol. 4, pp. 1–23.

approccio risulta particolarmente utile per analizzare la resilienza nei settori ad elevata affidabilità operativa, quali l'energia, i trasporti e le telecomunicazioni, in cui la continuità del funzionamento rappresenta la variabile critica.<sup>86</sup>

La *resilienza trasformativa* rappresenta un'evoluzione significativa rispetto alla concezione classica di resilienza. In questa ottica, la resilienza non coincide con il semplice ritorno alla condizione precedente la crisi, ma con la capacità dell'organizzazione di utilizzare la discontinuità come occasione per una reinvenzione profonda dei propri assetti, dei processi e del modello di business.

La crisi, pertanto, non è interpretata come un evento da contenere o mitigare, bensì come un vero e proprio catalizzatore di innovazione e cambiamento strategico<sup>87</sup>. Le imprese trasformative non cercano di ripristinare gli equilibri preesistenti, ma utilizzano lo shock per modificare modelli di business, competenze, tecnologie e strutture. Si tratta di un approccio strettamente legato alla letteratura sulle capacità dinamiche, sull'abilità di percepire nuove opportunità, coglierle e riconfigurare le risorse interne. Ciò distingue le imprese trasformative da quelle che si limitano a sopravvivere, e mostra come la resilienza richieda flessibilità cognitiva, apertura al cambiamento e capacità di apprendere rapidamente.

Il terzo approccio, quello dell'*antifragilità*, rappresenta un ampliamento teorico radicale rispetto alle definizioni precedenti di resilienza. Un sistema antifragile non si limita a resistere agli shock, né semplicemente a trasformarsi in risposta a quest'ultimi, ma trae beneficio dal disordine e dall'incertezza. Partendo da tale impostazione, la volatilità diventa fonte di apprendimento, gli errori occasioni per eliminare fragilità latenti e le perturbazioni

---

<sup>86</sup> A. Wildavsky, *Searching for Safety* (1988), Transaction Books, New Brunswick (NJ) 1988, pp. 77-99.

<sup>87</sup> G. Hamel, L. Välikangas, *The Quest for Resilience* (2003), in *Harvard Business Review*, Boston 2003, vol. 81, n. 9, pp. 52-63.

agiscono come meccanismi selettivi che favoriscono l'evoluzione del sistema.<sup>88</sup> Applicato al contesto organizzativo, questo approccio suggerisce che l'impresa anti-fragile è quella che non basa la propria strategia sulla stabilità, ma sulla capacità di operare in contesti instabili senza compromettere la propria identità. L'antifragilità richiede decentralizzazione decisionale, sperimentazione continua, riduzione delle dipendenze critiche e costruzione di portafogli strategici diversificati, essa, inoltre, integra un elemento fondamentale: l'apprendimento dai fallimenti. In un'organizzazione anti-fragile, la crisi non è un'anomalia, ma un'occasione per ridurre la complessità interna attraverso processi di adattamento e rinnovamento.

Al di là delle differenze teoriche, questi tre approcci presentano un elemento di forte convergenza, poiché considerano tutti la resilienza come un processo evolutivo e non come una condizione statica.

In particolare, la letteratura individua una serie di determinanti che rendono possibile tale processo.

Il primo riguarda la leadership, che influenza profondamente la cultura organizzativa e i comportamenti collettivi in momenti di incertezza. La letteratura evidenzia come le organizzazioni resilienti siano caratterizzate da forme di leadership capaci di gestire l'ambiguità, distribuire l'attenzione, stimolare il confronto critico, evitare il pensiero unico e valorizzare la comunicazione interfunzionale. D'altra parte, la resilienza non si esaurisce in una competenza tecnica, ma assume soprattutto la forma di una qualità della leadership.

Un secondo driver fondamentale è rappresentato dalle capacità dinamiche, ossia di percepire le minacce, cogliere le opportunità e riconfigurare continuamente risorse e competenze. Queste costituiscono una vera e propria infrastruttura cognitiva della resilienza; in loro assenza, la resilienza tende

---

<sup>88</sup> N. N. Taleb, *Antifragile: Things That Gain from Disorder* (2012), Random House, New York 2012, pp. 1-75.

a ridursi a mera sopravvivenza; al contrario, quando sono presenti, la resilienza si traduce in trasformazione strategica<sup>89</sup>.

Una terza determinante riguarda il capitale cognitivo e sociale, inteso come insieme di relazioni, fiducia, conoscenze condivise e coesione interna. La letteratura evidenzia come la resilienza organizzativa sia favorita dalla presenza di reti sociali interne robuste, da processi di collaborazione interfunzionale e da un clima culturale orientato all'apprendimento continuo. Tutto ciò, infatti, richiede la capacità di affrontare problemi complessi attraverso la mobilitazione di conoscenze diffuse e complementarità cognitive presenti all'interno dell'organizzazione.<sup>90</sup> Infine, un driver decisivo riguarda gli assetti informativi e i processi decisionali, poiché senza informazioni tempestive, integrate e affidabili, la resilienza non può emergere. Questo conferma quanto discusso nel primo capitolo, dove si è più volte ribadito come la capacità di rilevare segnali deboli è il prerequisito essenziale per attivare processi di risposta efficaci. Infatti, la resilienza, in assenza di un sistema informativo evoluto, è cieca.

Il concetto di resilienza organizzativa rappresenta, quindi, un punto di incontro tra molteplici discipline e prospettive teoriche, e costituisce un elemento chiave per comprendere come le imprese affrontino e superino le crisi. La governance, come verrà discusso nei paragrafi successivi, assume un ruolo determinante nell'attivare e coordinare i processi che rendono possibile la resilienza, fornendo la struttura cognitiva, il linguaggio decisionale,

---

<sup>89</sup> K. E. Weick, K. M. Sutcliffe, *Managing the Unexpected: Resilient Performance in an Age of Uncertainty* (2001), Jossey-Bass, San Francisco 2001 (2<sup>a</sup> ed. 2007), pp. 89-123; D. J. Teece, *Explicating Dynamic Capabilities: The Nature and Microfoundations of (Sustainable) Enterprise Performance* (2007), in *Strategic Management Journal*, Hoboken 2007, vol. 28, n. 13, pp. 1319-1350.

<sup>90</sup> C. A. Lengnick-Hall, T. E. Beck, *Adaptive Fit versus Robust Transformation: How Organizations Respond to Environmental Change* (2005), in *Journal of Management*, Thousand Oaks 2005, vol. 31, n. 5, pp. 738-757.

il sistema di responsabilità e l'orientamento strategico necessari affinché le organizzazioni possano non solo resistere alle crisi, ma evolversi attraverso di esse. In termini operativi, ciò pone il problema di come misurare empiricamente tale costrutto, la resilienza risulta un concetto ampio e non univocamente misurabile, poiché molte sue dimensioni (apprendimento, qualità decisionale, riconfigurazione strategica, cultura del rischio) non appaiono direttamente osservabili attraverso indicatori standardizzati. Coerentemente con gli obiettivi della presente ricerca e con la necessità di lavorare su un campione ampio e comparabile, la resilienza viene assunta in prevalenza in chiave *outcome-based*, ossia come capacità dell'impresa di preservare continuità economico-operativa e sostenibilità finanziaria in contesti di elevata incertezza. In tale prospettiva, nel capitolo 3 essa viene approssimata attraverso l'impiego congiunto di indicatori di redditività (ROA, ROE), di valutazione prospettica (Tobin's Q) e di struttura finanziaria (Debt-Equity), interpretati non solo come misure di performance, ma come segnali osservabili della capacità di assorbire shock e mantenere la continuità operativa.

### 2.3 - Crisi, vulnerabilità e sistemi di governance: evidenze dalla letteratura

La relazione tra crisi, vulnerabilità e sistemi di governance ha rappresentato, negli ultimi due decenni, uno dei temi centrali della ricerca internazionale nel campo del management e delle organizzazioni. La letteratura ha messo in luce come le crisi, più che manifestarsi come eventi esclusivamente esogeni e imprevedibili, siano, invece, da leggere quali processi che rivelano fragilità organizzative, deficit decisionali, limiti cognitivi e carenze nei flussi informativi<sup>91</sup>.

<sup>91</sup> B. A. Turner, *The Organizational Development of Disasters* (1976), in *Administrative Science Quarterly*, Ithaca 1976, vol. 21, n. 3, pp. 378-397; W. T. Coombs, *Ongoing Crisis Communication* (2007), Sage Publications, Thousand Oaks 2007, pp. 1-28; J. Bundy, M. D. Pfarrer, C. E.

In questo senso, la governance non deve essere interpretata come un semplice meccanismo di controllo o come un dispositivo di conformità normativa, ma come una vera e propria infrastruttura cognitiva e relazionale che influisce sulla capacità dell'impresa di anticipare i segnali di deterioramento, di interpretare correttamente la complessità ambientale e di attivare risposte tempestive ed efficaci nei contesti di discontinuità.

Le ricerche empiriche hanno evidenziato come le crisi economico-finanziarie, le pandemie, le interruzioni delle supply chain, le tensioni geopolitiche e gli shock sistemici non colpiscono in modo uniforme le imprese. A determinare l'ampiezza dell'impatto non è tanto la natura dell'evento, quanto il modo in cui l'impresa è governata. Così le differenze nelle performance, durante e dopo le crisi, derivano dalla qualità della supervisione strategica, dalla composizione del board, dalla robustezza dei processi informativi, dall'integrazione delle competenze e, più in generale, dalla capacità dell'impresa di costituire una piattaforma di *decision making* aperta, trasparente e orientata alla gestione dei rischi<sup>92</sup>. Non sorprende, quindi, che la letteratura abbia progressivamente spostato il proprio focus dalla mera analisi dei meccanismi di controllo ad una prospettiva più ampia, in cui viene interpretata come il principale determinante della resilienza organizzativa<sup>93</sup>.

Numerosi studi hanno mostrato che la governance opera alla stregua di un sistema immunitario dell'organizzazione, in grado di aumentare o ridurre la vulnerabilità in funzione della sua configurazione e delle sue

---

Short, W. T. Coombs, *Crises and Crisis Management: Integration, Interpretation, and Research Development* (2017), in *Journal of Management*, Thousand Oaks 2017, vol. 43, n. 6, pp. 1661-1692.

<sup>92</sup> K. V. Lins, H. Servaes, A. Tamayo, *Social Capital, Trust, and Firm Performance: The Value of Corporate Social Responsibility During the Financial Crisis* (2017), in *Journal of Finance*, Hoboken 2017, vol. 72, n. 4, pp. 1785-1824

<sup>93</sup> A. Zattoni, A. Pugliese, *Corporate Governance Research: Theories and Evidence* (2021), Routledge, London 2021, pp. 1-28.

caratteristiche. Le imprese caratterizzate da scarsa trasparenza, processi decisionali opachi, concentrati, conflitti di interesse o strutture di controllo deboli, presentano una maggiore probabilità di ritardi interpretativi, di errori strategici e di inerzia organizzativa<sup>94</sup>. La crisi, in questi casi, non è tanto un evento esterno che irrompe improvvisamente, quanto un fenomeno che si amplifica e si radica all'interno di configurazioni di governance non adeguatamente progettate. Al contrario, imprese dotate di una governance solida riescono a riconoscere con maggiore tempestività i segnali di deterioramento, a mobilitare risorse e competenze mantenendo la fiducia degli stakeholder e preservando la continuità operativa anche in condizioni di elevata instabilità.

L'importanza della governance emerge chiaramente nelle analisi dell'impatto della crisi sulle performance. I risultati di questi studi indicano che, anche a parità di condizioni settoriali, imprese con assetti di governance più evoluti subiscono perdite più contenute e recuperano più rapidamente (Lins et al, 2022; Berkman et al., 2021)<sup>95</sup>. Questo fenomeno è stato osservato in molteplici contesti: dalla crisi finanziaria globale del 2008 agli shock sanitari del 2020, dalle crisi valutarie agli shock geopolitici degli ultimi anni. La governance, dunque, non svolge una funzione meramente reattiva, ma costituisce un fattore abilitante della resilienza, in grado di influire sia sulla fase di anticipazione, sia su quella di gestione e riorientamento.

---

<sup>94</sup> K. E. Weick, *The Collapse of Sensemaking in Organizations* (1993), in *Administrative Science Quarterly*, Ithaca 1993, vol. 38, n. 4, pp. 628–652; A. Zattoni, F. Cuomo, *Why Adopt Codes of Good Governance?* (2008), in *Corporate Governance: An International Review*, Hoboken 2008, vol. 16, n. 1, pp. 1–15.

<sup>95</sup> K. V. Lins, H. Servaes, A. Tamayo, *Trust, Social Capital, and the Stock Market Response to the COVID-19 Crisis* (2022), in *Review of Financial Studies*, Oxford 2022, vol. 35, n. 1, pp. 435–476; H. Berkman, J. Jona, N. Soderstrom, *Board Independence and Firm Resilience* (2021), in *Contemporary Accounting Research*, Hoboken 2021, vol. 38, n. 4, pp. 2730–2763;

## 2.4 La formulazione delle ipotesi di ricerca

La revisione della letteratura ha mostrato con chiarezza come il tema della governance aziendale sia ormai al centro di una trasformazione profonda del modo in cui le imprese affrontano la complessità, il rischio e le crisi. L'evidenza teorica ed empirica converge nell'indicare che la corporate governance non rappresenta più un mero insieme di regole di controllo o di meccanismi di mitigazione dell'opportunismo manageriale, come delineato in origine dalla *agency theory*, né può essere ridotta alla sola capacità del board di fornire risorse critiche e legittimazione, secondo le intuizioni della *resource dependence theory*<sup>96</sup>. Al contrario, appare come una vera e propria infrastruttura cognitiva dell'impresa, un elemento che incide direttamente sulla capacità organizzativa di leggere i segnali di discontinuità, anticipare gli shock e trasformare la crisi in un processo di apprendimento e rinnovamento. In questo senso, la governance non è solo un meccanismo di controllo, ma un dispositivo strategico in grado di influenzare la resilienza, intesa come capacità dell'impresa di assorbire, adattarsi e riorganizzarsi in risposta alle perturbazioni<sup>97</sup>.

Le crisi recenti (dalla grande recessione finanziaria ai lockdown pandemici, fino alla crisi energetica e geopolitica) hanno ulteriormente rafforzato questa visione, mostrando come le imprese dotate di strutture di governance solide, trasparenti e inclusive siano state maggiormente in grado di mantenere continuità operativa, reputazione e capacità competitiva<sup>98</sup>. La

---

<sup>96</sup> M. C. Jensen, W. H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure* (1976), in *Journal of Financial Economics*, Amsterdam 1976, vol. 3, n. 4, pp. 305-360; J. Pfeffer, G. R. Salancik, *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective* (1978), Harper & Row, New York 1978, pp. 1-35.

<sup>97</sup> S. Duchek, *Organizational Resilience: A Capability-Based Conceptualization* (2020), in *Business Research*, Heidelberg 2020, vol. 13, n. 1, pp. 215-246.

<sup>98</sup> A. Zattoni, F. Cuomo, *Why Adopt Codes of Good Governance? A Comparison of Institutional Pressures in the UK and Italy* (2008), in *Corporate Governance: An International Review*,

governance, infatti, influenza in modo determinante la qualità delle informazioni che circolano all'interno dell'organizzazione, la capacità di integrare competenze e prospettive diverse, la rapidità delle decisioni critiche e il grado di apertura culturale nei confronti dei rischi emergenti. La letteratura sulla resilience e sulle *high reliability organizations* ha più volte evidenziato come la capacità di prevenire e gestire crisi complesse derivi non tanto da strutture rigide, quanto da sistemi di governo capaci di ascolto organizzativo diffuso, vigilanza collettiva e apprendimento continuo.<sup>99</sup>

In questo quadro risulta particolarmente rilevante il ruolo dei fattori ESG che, nelle analisi più recenti, emergono come determinanti non solo del valore economico, ma anche della stabilità e dell'affidabilità dell'impresa nel lungo periodo. In dettaglio, la qualità delle politiche ambientali, la solidità del capitale umano e sociale, la trasparenza informativa e la reputazione etica incidono direttamente sulla capacità di un'organizzazione di affrontare contesti turbolenti, riducendo rischi operativi, legali e reputazionali e rafforzando la fiducia degli investitori<sup>100</sup>. Ciò conferma l'idea che la resilience non sia un attributo puramente operativo, ma un fenomeno multidimensionale che integra elementi strategici, culturali e relazionali.

All'interno dei sistemi di governance, due dimensioni risultano particolarmente significative: la diversità di genere e l'indipendenza del Consiglio di amministrazione. La diversità, migliora la qualità del processo decisionale,

---

Hoboken 2008, vol. 16, n. 1, pp. 1-15. S. Kaczmarek, A. Kimino, R. Pye, *Board Task-Related Faultlines and Firm Performance During a Crisis* (2021), in *British Journal of Management*, Hoboken 2021, vol. 32, n. 2, pp. 329-347.

<sup>99</sup> K. E. Weick, K. M. Sutcliffe, *Managing the Unexpected: Resilient Performance in an Age of Uncertainty* (2001), Jossey-Bass, San Francisco 2001 (2<sup>a</sup> ed. 2007), pp. 3-35.

<sup>100</sup> G. Friede, T. Busch, A. Bassen, *ESG and Financial Performance: Aggregated Evidence from More than 2000 Empirical Studies* (2015), in *Journal of Sustainable Finance & Investment*, London 2015, vol. 5, n. 4, pp. 210-233; G. Ortiz-de-Mandojana, P. Bansal, *The Long-Term Benefits of Organizational Resilience through Sustainable Business Practices* (2016), in *Strategic Management Journal*, Hoboken 2016, vol. 37, n. 8, pp. 1615-1631.

perché amplia lo spettro interpretativo, riduce fenomeni di *groupthink* e favorisce un approccio più prudente e strutturato alla gestione del rischio<sup>101</sup>. La presenza femminile nei board, oltre a essere associata a migliori pratiche ESG e a una maggiore attenzione agli stakeholder, introduce forme di leadership più collaborative, inclusive e orientate alla prevenzione. L'indipendenza del CdA, invece, rappresenta un presidio fondamentale contro i conflitti di interesse e le distorsioni percettive del management. In condizioni di crisi, la capacità degli amministratori indipendenti di adottare valutazioni oggettive e di esercitare un controllo effettivo contribuisce a evitare scelte azzardate, ritardi decisionali o comportamenti opportunistici<sup>102</sup>.

Un ulteriore elemento evidenziato dalla letteratura riguarda il ruolo dello *stakeholder engagement*, secondo la prospettiva della *stakeholder theory*, un'impresa resiliente non è quella che si chiude in sé stessa durante la crisi, ma quella che mantiene relazioni solide, trasparenti e orientate al dialogo con il proprio ecosistema sociale ed economico<sup>103</sup>. La fiducia degli stakeholder (dai dipendenti ai fornitori, alle comunità locali, agli investitori) diventa un capitale fondamentale nei momenti di incertezza, poiché consente di preservare la legittimazione, ottenere risorse critiche e attivare risposte rapide e coordinate. La crisi, in questo senso, non è solo una perturbazione dei flussi economici, ma una prova della qualità delle relazioni che l'impresa ha costruito nel tempo.

---

<sup>101</sup> R. B. Adams, D. Ferreira, *Women in the Boardroom and Their Impact on Governance and Performance* (2009), in *Journal of Financial Economics*, Amsterdam 2009, vol. 94, n. 2, pp. 291–309.

<sup>102</sup> M. S. Beasley, *An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud* (1996), in *The Accounting Review*, Sarasota 1996, vol. 71, n. 4, pp. 443–465

<sup>103</sup> R. E. Freeman, *Strategic Management: A Stakeholder Approach* (1984), Pitman, Boston 1984, pp. 25–52; J. S. Harrison, A. C. Wicks, *Stakeholder Theory, Value, and Firm Performance* (2013), in *Business Ethics Quarterly*, Cambridge 2013, vol. 23, n. 1, pp. 97–124.

Nonostante la ricchezza di contributi teorici, la letteratura presenta ancora alcuni vuoti rilevanti. Mancano studi che integrino simultaneamente fattori ESG, diversità, indipendenza e stakeholder engagement; sono relativamente pochi gli studi longitudinali che esaminano gli effetti delle crisi più recenti e vi è ancora carenza di modelli predittivi capaci di rappresentare in maniera sistemica il ruolo della governance nella gestione dell'incertezza. È in questo contesto che si colloca il contributo del presente lavoro, il quale mira a sviluppare una comprensione più integrata e multidimensionale della governance come leva di resilienza.

Sulla base di quanto emerso dalla letteratura, è possibile formulare un insieme di ipotesi di ricerca che orientano la successiva indagine empirica. Queste riflettono la convergenza teorica sui fattori chiave della governance e traducono in proposizioni verificabili l'intuizione centrale secondo cui la qualità della governance influenza in modo significativo la resilienza dell'impresa nei contesti di crisi. Alla luce dei contributi teorici ed empirici analizzati, la letteratura converge nell'individuare alcuni fattori chiave della governance come determinanti della resilienza aziendale nei contesti di crisi. In particolare, l'integrazione dei criteri ESG viene intesa come leva di stabilità e di gestione del rischio di lungo periodo; la diversità di genere nei vertici può essere associata a una maggiore qualità decisionale e sensibilità al rischio; l'indipendenza del Consiglio di amministrazione rafforza il controllo e la razionalità strategica; infine, relazioni strutturate con gli stakeholder e una rendicontazione trasparente contribuiscono a preservare fiducia, reputazione e continuità operativa<sup>104</sup>. Su queste basi, vengono formulate le seguenti ipotesi di ricerca, sintetizzate nella Tabella 1.

---

<sup>104</sup> Sul ruolo dei fattori ESG come strumenti di mitigazione del rischio e di rafforzamento della resilienza aziendale si vedano R. G. Eccles, I. Ioannou, G. Serafeim, *The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance* (2014), in *Management Science*, Catonsville (MD) 2014, vol. 60, n. 11, pp. 2835-2857; G. Friede, T. Busch, A. Bassen,

## Tab. 1 - Ipotesi formulate

---

*ESG and Financial Performance* (2015), in *Journal of Sustainable Finance & Investment*, London 2015, vol. 5, n. 4, pp. 210-233.

Con riferimento alla diversità di genere nei vertici e ai suoi effetti sui processi decisionali e sulla gestione del rischio si vedano R. B. Adams, D. Ferreira, *Women in the Boardroom and Their Impact on Governance and Performance* (2009), in *Journal of Financial Economics*, Amsterdam 2009, vol. 94, n. 2, pp. 291-309; S. Terjesen, R. V. Aguilera, *Instituting Board Gender Quotas* (2015), in *Journal of Business Ethics*, Dordrecht 2015, vol. 128, n. 2, pp. 233-251. Sull'indipendenza del Consiglio di amministrazione come presidio di controllo e qualità strategica si vedano A. J. Hillman, T. Dalziel, *Boards of Directors and Firm Performance* (2003), in *Academy of Management Review*, New York 2003, vol. 28, n. 3, pp. 383-396; H. Berkman, J. Jona, N. Soderstrom, *Board Independence and Firm Resilience* (2021), in *Contemporary Accounting Research*, Hoboken 2021, vol. 38, n. 2, pp. 1193-1231.

Infine, sul ruolo delle relazioni con gli stakeholder, della trasparenza informativa e della rendicontazione non finanziaria nella costruzione di fiducia e resilienza si vedano R. E. Freeman, *Strategic Management: A Stakeholder Approach* (1984), Pitman, Boston 1984; K. V. Lins, H. Servaes, A. Tamayo, *Trust, Social Capital, and Firm Performance* (2017), in *Journal of Finance*, Hoboken 2017, vol. 72, n. 4, pp. 1785-1824; H. B. Christensen, L. Hail, C. Leuz, *Mandatory CSR and Sustainability Reporting* (2021), in *Review of Accounting Studies*, New York 2021, vol. 26, n. 3, pp. 1176-1248.

Hp	Contenuto dell'ipotesi
Hp1	Un elevato grado di integrazione dei fattori ESG contribuisce a rafforzare la resilienza aziendale durante le fasi di crisi.
Hp2	La diversità di genere nei vertici aziendali rappresenta un fattore abilitante della resilienza d'impresa nei contesti di crisi, in particolare in presenza di una governance improntata a inclusione e consapevolezza del ruolo socio-istituzionale dell'impresa.
Hp3	Un elevato grado di indipendenza del Consiglio di amministrazione incide positivamente sulla resilienza aziendale e sulle performance nei contesti di crisi, favorendo un controllo più imparziale e decisioni strategiche più bilanciate.
Hp4	Relazioni strutturate e di qualità con gli stakeholder, unite a elevata trasparenza decisionale e a una rendicontazione non finanziaria evoluta, contribuiscono a rafforzare la resilienza aziendale, sostenendo fiducia, reputazione e performance nel lungo periodo.

## CAPITOLO 3 - DISEGNO DELLA RICERCA E COSTRUZIONE DEL MODELLO EMPIRICO

### 3.1 Corporate Governance e resilienza: dal quadro teorico alle ipotesi di ricerca

L'indagine empirica è stata condotta su un campione costituito dalle imprese appartenenti all'indice S&P 500, che include le 500 società statunitensi a maggiore capitalizzazione di mercato, selezionate secondo criteri di dimensione, liquidità e rappresentatività settoriale<sup>105</sup>. Si tratta di un universo

<sup>105</sup> S&P Dow Jones Indices, *S&P 500 Index Methodology*, New York, ultima edizione disponibile.

particolarmente adatto allo scopo della ricerca, per almeno due ordini di motivi: da un lato, queste imprese rappresentano una componente cruciale dell'economia globale, incidendo in modo rilevante sulla capitalizzazione dei mercati, sulla dinamica dell'innovazione tecnologica e sulla struttura delle filiere internazionali, nonché fungendo da snodi attraverso cui si trasmettono shock sistemici e cambiamenti strutturali; dall'altro lato, le società incluse nello S&P 500 sono caratterizzate da livelli elevati di disclosure informativa, tanto sul piano contabile e finanziario quanto su quello non finanziario (punteggi ESG, caratteristiche dei board, indicatori di diversità di genere, politiche verso gli stakeholder). Questa ricchezza informativa consente di costruire un set di variabili omogeneo e comparabile, condizione essenziale per un'analisi statistica quantitativa che voglia mettere in relazione configurazioni di governance e misure di performance e di resilienza. Il periodo di osservazione considerato copre il quadriennio 2021-2024. La scelta temporale non è neutrale, ma risponde all'esigenza di collocare l'analisi in una fase storica caratterizzata da un livello di complessità e discontinuità senza precedenti recenti<sup>106</sup>.

Sul piano sanitario ed economico, il periodo coincide con la fase conclusiva della pandemia da Covid-19. Gli effetti sulla produzione, sulle catene globali del valore, sulla fiducia degli investitori e sulla liquidità internazionale hanno continuato a manifestarsi ben oltre il 2020, generando ritardi nella logistica, riallocazioni improvvise della domanda, aumenti dei costi di trasporto e forti oscillazioni nei mercati finanziari. Molte imprese hanno dovuto rivedere il proprio modello operativo, rafforzare sistemi di gestione del rischio e ripensare le modalità di coordinamento interno, elementi che si collocano al centro del concetto di resilienza analizzato in questo studio.

---

<sup>106</sup> Il quadriennio selezionato rappresenta infatti un laboratorio naturale straordinariamente rilevante per lo studio della resilienza organizzativa, poiché combina una serie di shock esogeni di natura sanitaria, geopolitica, economica e ambientale che hanno posto le imprese di fronte a pressioni simultanee e interdipendenti.

Sul versante geopolitico, il 2022 segna un punto di svolta con l'invasione russa dell'Ucraina, che ha avuto ripercussioni immediate sulla stabilità dei mercati energetici, sulla sicurezza delle forniture e sulle condizioni macroeconomiche globali. L'aumento improvviso dei prezzi di gas, petrolio e commodity strategiche ha inciso sulla redditività e sulla competitività delle imprese, costringendole a confrontarsi con shock di costo e con rischi operativi elevati. Questa dinamica ha anche sottolineato la centralità della governance nella gestione della dipendenza da risorse critiche e nella capacità di riorientare strategie e investimenti.

Parallelamente, il quadriennio è stato caratterizzato da un intensificarsi delle tensioni commerciali e da politiche protezionistiche: si pensi all'inasprimento dei dazi, alle restrizioni sull'export tecnologico, alle nuove norme sulla sicurezza delle catene di approvvigionamento e ai tentativi dei diversi blocchi economici di assicurarsi autonomia strategica in settori chiave. Questi eventi hanno contribuito a rendere l'ambiente competitivo più volatile, facendo emergere l'importanza di assetti di governance capaci di guidare scelte complesse in un contesto di incertezza globale. A ciò si aggiunga il tema, sempre più rilevante, delle transizioni energetiche e ambientali.

L'aumento della pressione normativa, la crescente attenzione degli investitori ai temi ESG, l'esigenza di ridurre emissioni e rischi climatici hanno inciso sulle strategie aziendali, introducendo nuove forme di rischio (fisico e di transizione) che le imprese hanno dovuto integrare nei propri sistemi di governance<sup>107</sup>. Nel periodo 2021–2024, tali sfide si intrecciano con condizioni economiche non favorevoli, amplificando la necessità di strutture decisionali robuste e capaci di operare in ottica preventiva.

---

<sup>107</sup> P. Pankratz, *Climate Change, Firm Performance, and Investor Expectations* (2021), in *Journal of Environmental Economics and Management*, Amsterdam 2021, vol. 104, art. 102358.

In questo quadro, le imprese sono state sottoposte a veri e propri *stress test* naturali, che hanno permesso di osservare come differenti configurazioni di governance influenzino la capacità di reagire a shock multipli e ravvicinati. Ciò rende particolarmente significativo verificare in che misura determinate caratteristiche di governance si associno a performance più stabili, a strutture finanziarie più equilibrate, a una migliore gestione del rischio e, più in generale, a una valutazione di mercato più favorevole anche in condizioni avverse. Il quadriennio considerato offre, dunque, un contesto empirico ideale per analizzare il ruolo della governance nella resilienza aziendale, grazie alla combinazione simultanea di crisi globali, trasformazioni strutturali e dinamiche di mercato fortemente non lineari.

Da questo contesto fenomenico sono stati estratti i dati, avvalendosi del database Refinitiv Eikon (oggi integrato nella piattaforma LSEG Workspace). Si tratta di una delle fonti più accreditate a livello internazionale per la ricerca accademica e professionale in ambito finanziario, economico e di corporate governance.<sup>108</sup> L'utilizzo di questa piattaforma consente, da un lato, di disporre di informazioni di bilancio, di mercato e di struttura finanziaria coerenti e aggiornate; dall'altro, di accedere a indicatori di governance e punteggi ESG costruiti secondo metodologie standardizzate, condizione necessaria per testare in modo sistematico la prima ipotesi di ricerca e, più in generale, per agganciare il piano concettuale della sostenibilità a quello delle misure quantitative.

Coerentemente con l'obiettivo di collegare governance e resilienza, sono state selezionate quattro variabili dipendenti che intercettano congiuntamente performance economico-finanziaria e solidità aziendale:

---

<sup>108</sup> Refinitiv, *Refinitiv ESG Scores Methodology*, London, ultima edizione disponibile; London Stock Exchange Group (LSEG), *LSEG Workspace: Data, Analytics and Research Platform*, London.

1) il ROA (*Return on Assets*), definito come:

$$ROA = \frac{\text{Utile operativo}}{\text{Totale attivo}}$$

che misura la capacità dell'impresa di generare redditività rispetto al complesso degli asset impiegati e consente di cogliere l'efficienza con cui le risorse aziendali vengono utilizzate<sup>109</sup>;

2) il ROE (*Return on Equity*), dato da:

$$ROE = \frac{\text{Utile netto}}{\text{Patrimonio netto}}$$

che esprime il rendimento del capitale proprio degli azionisti e rappresenta una misura classica della performance dal punto di vista degli shareholder;

3) il Tobin's Q, calcolato nella forma:

$$TOBIN'S Q = \frac{\text{Market Cap} + \text{Total Debt}}{\text{Total Assets}}$$

in cui la *Market Cap* rappresenta la capitalizzazione di borsa e il *Total Debt* il debito complessivo<sup>110</sup>. Il rapporto consente di confrontare il valore di mercato dell'impresa con il valore contabile dei suoi asset: valori superiori a 1 indicano che il mercato attribuisce all'azienda un valore superiore a quello registrato in bilancio e costituiscono una proxy della capacità dell'impresa di generare aspettative positive di crescita e di redditività futura;

<sup>109</sup> E. F. Brigham, J. F. Houston, *Fundamentals of Financial Management* (1979), Cengage Learning, Boston 1979, pp. 90-92; S. A. Ross, R. W. Westerfield, J. Jaffe, *Corporate Finance* (1988), McGraw-Hill, New York 1988, pp. 53-55.

<sup>110</sup> K. Chung, S. Pruitt, *A Simple Approximation of Tobin's Q* (1994), in *Financial Management*, Hoboken 1994, vol. 23, n. 3, pp. 70-74.

4) il *Debt/Equity* (nella declinazione utilizzata in questo lavoro *Debt-to-Market Cap ratio*), definito come:

$$DEBT/EQUITY = \frac{\text{Total Liabilities}}{\text{Market Capitalization}}$$

che esprime il peso complessivo dell'indebitamento sul valore di mercato dell'impresa, fornendo un'indicazione della leva finanziaria vista dal mercato e, indirettamente, del grado di vulnerabilità finanziaria<sup>111</sup>.

Le stesse variabili dipendenti vengono utilizzate per testare le ipotesi, in modo da garantire comparabilità tra i diversi modelli e permettere una lettura integrata degli effetti delle varie dimensioni di governance sulla performance e sulla resilienza. Come variabile di controllo strutturale è stata inserita la dimensione aziendale (*Size*), misurata come logaritmo naturale del totale attivo, allo scopo di tenere conto del fatto che imprese di diversa scala possono presentare dinamiche di performance, di accesso al credito e di gestione del rischio differenti. Per alcune ipotesi sono state introdotte variabili di controllo specifiche, coerenti con la letteratura di riferimento (ad esempio il *Board Size* nella terza ipotesi, incentrata sull'indipendenza del CdA), così da isolare il più possibile l'effetto delle variabili principali di governance.

Dal punto di vista statistico, l'analisi empirica è stata condotta mediante modelli di regressione lineare per dati panel (*panel linear models*, PLM), sfruttando la natura longitudinale del dataset, che prevede l'osservazione delle stesse imprese su più anni. L'impiego di modelli panel consente di cogliere la dimensione dinamica dei fenomeni analizzati, controllando al

---

<sup>111</sup> J. R. Graham, C. R. Harvey, *The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field* (2001), in *Journal of Financial Economics*, Amsterdam 2001, vol. 60, n. 2-3, pp. 187-243; F. Modigliani, M. H. Miller, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment* (1958), in *American Economic Review*, Nashville 1958, vol. 48, n. 3, pp. 261-297.

tempo stesso l'eterogeneità non osservata tra le imprese e riducendo il rischio che differenze strutturali fisse distorcano le stime dei coefficienti. Per ciascun modello sono stati calcolati i coefficienti stimati, gli errori standard, i *t-value* e i *p-value*, al fine di valutare la significatività statistica delle relazioni ipotizzate e la robustezza dei risultati; ove opportuno, sono stati inoltre considerati gli indici  $R^2$  e  $R^2$  corretti come misura sintetica della capacità esplicativa dei modelli nel loro complesso<sup>112</sup>.

Questo impianto metodologico è stato poi declinato sulle quattro dimensioni centrali di analisi: sostenibilità ESG, diversità di genere, indipendenza del CdA e stakeholder engagement/trasparenza istituzionale, illustrando per ciascuna di esse le variabili esplicative utilizzate, i modelli stimati e i risultati ottenuti, per poi ricondurre il tutto, nel paragrafo conclusivo, ad un quadro sinottico unitario che consenta di valutare in modo integrato il contributo delle diverse componenti della governance alla resilienza aziendale.

### 3.2 Sostenibilità e performance: indicatori ESG nella resilienza

La prima ipotesi di ricerca si focalizza sul ruolo della sostenibilità nella costruzione della resilienza aziendale, assumendo che un maggiore livello di integrazione dei fattori ESG all'interno delle strategie e dei processi decisionali sia positivamente associato alla capacità dell'impresa di mantenere performance stabili, assorbire gli shock e adattarsi in modo efficace ai contesti di crisi. Tale ipotesi trova fondamento in letteratura negli studi che interpretano la sostenibilità non come un insieme di pratiche accessorie o reputazionali, ma come una componente strutturale dei moderni sistemi di governance. Come emerso dalla letteratura analizzata nel secondo capitolo,

---

<sup>112</sup> J. M. Wooldridge, *Econometric Analysis of Cross Section and Panel Data* (2002), MIT Press, Cambridge (MA) 2002, pp. 35–42; G. S. Maddala, *Introduction to Econometrics* (1992), Macmillan, New York 1992, pp. 137–142.

l'adozione di pratiche ESG può contribuire alla resilienza attraverso diversi meccanismi<sup>113</sup>.

In primo luogo, un miglioramento dei punteggi ambientali, sociali e di governance tende a ridurre il rischio idiosincratico, ovvero quella parte di rischio specifico dell'impresa che non è spiegata dalle variazioni del mercato nel suo complesso. Le organizzazioni che gestiscono in modo più consapevole i rischi ambientali e sociali, infatti, risultano generalmente meno esposte a eventi discontinui come incidenti operativi, controversie reputazionali, sanzioni normative, interruzioni della *supply chain* o *turnover* critico del personale.

In secondo luogo, imprese con profili ESG più elevati godono spesso di un accesso al credito più agevole e a condizioni più favorevoli. Ciò deriva dal crescente interesse di banche, investitori istituzionali e fondi di private equity verso modelli di business sostenibili, percepiti come meno rischiosi nel medio-lungo periodo. Diversi studi empirici hanno evidenziato che un buon rating ESG può tradursi in un costo del capitale più basso, facilitando l'allocazione di risorse utili per affrontare momenti di crisi.<sup>114</sup>

Un ulteriore elemento riguarda la legittimazione presso gli stakeholder. Le imprese impegnate in pratiche socialmente responsabili sono in grado di costruire relazioni più solide con dipendenti, clienti, comunità locali e

---

<sup>113</sup> Cfr. R. G. Eccles, I. Ioannou, G. Serafeim, *The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance* (2014), in *Management Science*, Catonsville (MD) 2014, vol. 60, n. 11, pp. 2835–2857; G. Friede, T. Busch, A. Bassen, *ESG and Financial Performance* (2015), in *Journal of Sustainable Finance & Investment*, London 2015, vol. 5, n. 4, pp. 210–233.

<sup>114</sup> M. Khan, G. Serafeim, A. Yoon, *Corporate Sustainability: First Evidence on Materiality* (2016), in *The Accounting Review*, Sarasota 2016, vol. 91, n. 6, pp. 1697–1724; R. Albuquerque, Y. Koskinen, S. Yang, C. Zhang, *Resiliency of Environmental and Social Stocks* (2020), in *Review of Corporate Finance Studies*, Oxford 2020, vol. 9, n. 3, pp. 593–621; A. El Ghouli, O. Guedhami, C. C. Y. Kwok, D. Mishra, *Does Corporate Social Responsibility Affect the Cost of Capital?* (2011), in *Journal of Banking & Finance*, Amsterdam 2011, vol. 35, n. 9, pp. 2388–2406.

istituzioni, riducendo il rischio di conflitti, boicottaggi, perdita di consenso o incremento del turnover, ovvero, in situazioni di instabilità, questa legittimazione si traduce in una maggiore coesione interna, in un capitale sociale più solido e in una minore probabilità di shock reputazionali che possono aggravare una condizione di vulnerabilità.

Infine, l'integrazione dei fattori ESG implica una crescente attenzione ai rischi non finanziari, spesso invisibili nei tradizionali sistemi di governance ma determinanti quando si verificano shock sistemici, rischi climatici, rischi legati alla sicurezza dei lavoratori, all'etica del business, alla protezione dei dati o alla qualità delle relazioni di filiera. Organizzazioni che monitorano e gestiscono in modo proattivo tali dimensioni sviluppano più facilmente capacità di adattamento e di apprendimento, fondamentali nei contesti caratterizzati da discontinuità.

In questo quadro, la prima ipotesi si pone l'obiettivo di verificare empiricamente se questi meccanismi teorici trovano riscontro nei dati osservati, analizzando se e in quale misura i punteggi ESG complessivi e le singole componenti ambientali, sociali e di governance risultino effettivamente associate alle principali variabili di performance e resilienza prese in considerazione (ROA, ROE, Tobin's Q e Debt/Equity). L'esame empirico diventa, quindi, essenziale per valutare la capacità dei fattori ESG non solo di generare valore reputazionale, ma anche di incidere concretamente sulle performance delle imprese in uno dei periodi più complessi degli ultimi decenni. Per testare empiricamente questa ipotesi sono state adottate due strategie complementari, con l'obiettivo di cogliere sia l'effetto complessivo della sostenibilità sulla resilienza, sia l'eventuale incidenza differenziata delle singole dimensioni ambientale, sociale e di governance.

In primo luogo, è stato utilizzato l'ESG score complessivo fornito da Refinitiv, espresso su una scala da 0 a 100, quale variabile indipendente principale. Questo indicatore sintetizza il livello di impegno dell'impresa rispetto

ai tre pilastri della sostenibilità, offrendo una misura aggregata del grado di esposizione ai rischi non finanziari e della qualità delle pratiche adottate. In secondo luogo, poiché la sostenibilità è un costrutto multidimensionale e non necessariamente omogeneo nei suoi effetti, si è proceduto a scomporre l'indicatore complessivo nelle tre componenti E (*Environmental*), S (*Social*) e G (*Governance*). Tale scelta consente di verificare se ciascuna dimensione influenzi in modo diverso la performance e la resilienza, permettendo di comprendere quali aspetti della sostenibilità risultino maggiormente rilevanti nei contesti di crisi. L'analisi descrittiva preliminare del campione mostra che il punteggio ESG medio delle 500 imprese incluse nell'indice S&P 500 si attesta a 65,69. La dispersione tra minimo 17,36 e massimo 91,25 indica un'ampia eterogeneità nei comportamenti aziendali, per cui alcune imprese presentano livelli elevati di integrazione della sostenibilità nelle strategie operative e nei meccanismi di governance, mentre altre mostrano approcci più limitati o focalizzati su specifiche aree di intervento. Questa variabilità rappresenta un elemento particolarmente utile ai fini dell'analisi statistica, in quanto permette di osservare con maggiore chiarezza se e come le differenti configurazioni ESG si traducano in risultati economici e finanziari diversi.

La struttura dell'ESG score di Refinitiv, ampiamente utilizzata nella ricerca accademica internazionale, fornisce un quadro articolato delle componenti che concorrono alla valutazione complessiva<sup>115</sup>.

La dimensione E (Environment) aggrega tre blocchi fondamentali: l'innovazione ambientale (che include investimenti in tecnologie pulite, efficienza energetica e soluzioni low-carbon), l'uso responsabile delle risorse (con particolare attenzione all'utilizzo di energia, acqua e materiali rinnovabili) e la

---

<sup>115</sup> Refinitiv, *Refinitiv ESG Scores Methodology*, London, ultima edizione disponibile; F. Berg, J. F. Kölbl, R. Rigobon, *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings* (2022), in *Review of Finance*, Oxford 2022, vol. 26, n. 6, pp. 1315-1344.

gestione delle emissioni (sia dirette che indirette). Questa parte dell'indicatore offre una misura della capacità dell'impresa di mitigare rischi ambientali, di ridurre l'impatto climatico delle proprie attività e di anticipare le pressioni normative in materia di sostenibilità.

La componente S (Social) è articolata su tre ambiti: il rispetto dei diritti umani lungo l'intera catena del valore, il contributo alla comunità incluse iniziative filantropiche e programmi di sviluppo locale e il benessere della forza lavoro, misurato attraverso politiche di welfare, sicurezza, formazione e gestione del capitale umano. Questa componente riflette la crescente importanza delle relazioni sociali nel determinare la stabilità organizzativa, contesti interni coesi, pratiche inclusive e relazioni solide con le comunità, nonché nel contribuire a ridurre conflitti, turnover e rischi reputazionali. Infine, la dimensione G (Governance) integra una serie di elementi cruciali per il funzionamento dei processi decisionali aziendali: la struttura e la composizione del board, inclusa la presenza di membri indipendenti e la diversità di genere, l'esistenza di politiche strutturate di *Corporate Social Responsibility*, il grado di tutela degli azionisti, la trasparenza delle procedure decisionali e la qualità complessiva del sistema di governo societario. Questa componente sintetizza il modo in cui l'impresa organizza il proprio assetto decisionale, gestisce i rischi ed esercita la supervisione strategica. L'utilizzo congiunto dell'indicatore ESG complessivo e delle singole componenti permette di costruire un quadro più granulare dell'impatto della sostenibilità sulla resilienza aziendale. La strategia adottata consente di cogliere non solo l'effetto aggregato della sostenibilità, ma anche di valutare se dimensioni specifiche (ad esempio la gestione dei rischi ambientali o la qualità del governo societario) risultano maggiormente correlate alla capacità dell'impresa di performare e di resistere in contesti caratterizzati da incertezza e discontinuità.

La Tabella 2 riporta i risultati dei modelli di regressione panel che impiegano il punteggio ESG complessivo come variabile esplicativa principale,

mantenendo ROA, ROE, Tobin's Q e Debt/Equity come variabili dipendenti, con la Size come controllo.

Tabella 2 – Risultati analisi di regressione panel con ESG score complessivo

Variabile dipendente	Coeff. ESG	p-value ESG	Coeff. Size	p-value Size
ROA	-0.000759	0.00399 **	-0.000352	0.9617
ROE	-0.012576	0.7341	0.251451	0.7965
Tobin's Q	-0.037087	0.000537 ***	-1.225845	1.33e-05 ***
Debt/Equity	-0.003295	0.2883	0.840544	2e-16 ***

L'impianto dei risultati restituisce un quadro non pienamente allineato alle attese teoriche. Per il ROA, il coefficiente associato all'ESG score è negativo e statisticamente significativo, indicando che, nel periodo considerato, le imprese con punteggi ESG più elevati hanno conseguito, in media, una redditività operativa leggermente inferiore. Anche per il Tobin's Q si osserva un coefficiente negativo e fortemente significativo, ciò suggerisce che il mercato, nel quadriennio 2021-2024, tende a valutare con maggiore prudenza le imprese con alto punteggio ESG, forse a causa di un contesto in cui le tensioni geopolitiche, le crisi energetiche e le priorità di breve periodo possono aver temporaneamente attenuato l'attenzione degli investitori verso i temi di sostenibilità.

Per ROE e Debt/Equity, al contrario, i coefficienti dell'ESG non risultano statisticamente significativi, la redditività per gli azionisti e la leva finanziaria di mercato non appaiono influenzate in modo robusto dall'intensità degli impegni ESG nel periodo osservato.

Per approfondire la natura di queste relazioni, la Tabella 3 presenta i risultati dei modelli in cui le componenti E, S e G sono considerate separatamente come regressori.

Tabella 3 – Risultati regressioni panel con componenti E, S e G

Variabili dipendenti	Coeff. E	P-value E	Coeff. S	P-value S	Coeff. G	P-value G	R <sup>2</sup> / Adj. R <sup>2</sup>
ROA	-0.005	0.003**	-0.005	0.0228*	0.000440	0.7075	0.0316 / -0.331
ROE	-0.004	0.8695	0.0023	0.9448	-0.00760	0.6625	0.00019 / -0.348
Tobin's Q	-0.012	0.1177	-0.015	0.1154	-0.00887	0.0815	0.3199 / -0.316
Debt/Equity	-0.002	0.2988	0.0011	0.6803	-0.00130	0.3727	0.0703 / -0.250

Per il ROA sia la componente ambientale (E) sia quella sociale (S) presentano coefficienti negativi e significativi, mentre la dimensione G non risulta statisticamente rilevante. Ne deriva che gli investimenti e gli impegni di natura ambientale e sociale possono, nel breve periodo considerato, comprimere la redditività operativa, verosimilmente a causa di costi immediati non ancora compensati da benefici di lungo periodo. Per il ROE, nessuna delle tre componenti mostra effetti significativi, in linea con quanto già osservato per l'ESG complessivo. Per il Tobin's Q, tutte le dimensioni presentano coefficienti negativi, con valori più marcati per la componente sociale, ma senza raggiungere la significatività statistica; il segnale resta tuttavia

coerente con l'idea di una valutazione di mercato prudente, rispetto agli investimenti ESG. Anche sul Debt/Equity non emergono relazioni robuste. Nel complesso, i risultati relativi all'ESG sembrano indicare che, nel quadriennio considerato, gli impegni in materia di sostenibilità non si siano tradotti in un premio evidente né in termini di redditività né in termini di valutazione di mercato, e anzi possano aver generato effetti di breve periodo moderatamente penalizzanti. Ciò non esclude che, su orizzonti temporali più lunghi, i benefici della sostenibilità possano emergere in modo più chiaro, ma nel periodo e nel contesto analizzati l'ipotesi di una relazione univocamente positiva tra ESG e resilienza trova riscontro solo parziale.

### 3.3 Governance inclusiva e diversità di genere

La seconda ipotesi presuppone l'esistenza di una certa influenza svolta dalla diversità di genere nei vertici aziendali nel favorire la resilienza e le performance dell'impresa. Tale ipotesi si fonda su un filone consolidato di studi, che attribuisce alla presenza femminile nei ruoli apicali una serie di effetti positivi sul funzionamento del board e dei team manageriali. Numerose ricerche suggeriscono che una maggiore rappresentanza femminile favorisca una più ampia diversità cognitiva, incrementi la qualità dei processi di monitoraggio, riduca il rischio di fenomeni di *groupthink* e introduca nel processo decisionale un'attenzione più marcata alla gestione del rischio, al rispetto degli stakeholder e alla sostenibilità di lungo periodo.<sup>116</sup>

In altre parole, la presenza femminile nei centri decisionali non costituisce soltanto un fattore di equità, ma anche come un elemento in grado di

---

<sup>116</sup> R. B. Adams, D. Ferreira, *Women in the Boardroom and Their Impact on Governance and Performance* (2009), in *Journal of Financial Economics*, Amsterdam 2009, vol. 94, n. 2, pp. 291–309; M. Torchia, A. Calabrò, M. Huse, *Women Directors and Critical Mass* (2011), in *Journal of Business Ethics*, Dordrecht 2011, vol. 102, n. 2, pp. 299–317; S. Terjesen, R. V. Aguilera, R. Lorenz, *Legislating a Woman's Seat on the Board* (2015), in *Journal of Business Ethics*, Dordrecht 2015, vol. 128, n. 2, pp. 233–251.

influenzare in modo concreto i comportamenti organizzativi e la capacità dell'impresa di affrontare scenari turbolenti. Per verificare empiricamente se tali evidenze teoriche trovino riscontro nel campione oggetto di analisi, sono state introdotte due variabili indipendenti specificamente costruite per catturare diverse forme di presenza femminile all'interno della struttura di governo societario.

La prima variabile, *Board Gender Diversity*, misura la percentuale di donne presenti nel Consiglio di amministrazione, con l'obiettivo di valutare se la composizione del board influisca sulla performance aziendale e sulla sua valutazione di mercato.

La seconda variabile, *Women Managers*, rileva invece la percentuale di donne che ricoprono posizioni manageriali, ruoli esecutivi o operativi con responsabilità di gestione. Tale distinzione permette di cogliere se gli eventuali effetti della diversità di genere si manifestino prevalentemente nel livello strategico-decisionale (CdA), nel livello manageriale oppure in entrambi. Le variabili sono espresse in punti percentuali; ciò implica che i coefficienti stimati dai modelli di regressione rappresentano l'effetto associato a un incremento di un singolo punto percentuale nella quota femminile, consentendo una lettura immediata dell'intensità e della direzione dei risultati empirici. Le variabili dipendenti utilizzate sono le stesse impiegate per la prima ipotesi - ROA, ROE, Tobin's Q e Debt/Equity - così da garantire coerenza e comparabilità tra i modelli.

Come nei casi precedenti, è stato inoltre introdotto il controllo **Size**, espresso come logaritmo naturale del totale attivo, al fine di tenere conto delle differenze strutturali tra imprese di dimensioni diverse. Questa impostazione consente di indagare in maniera articolata se e in quale misura la diversità di genere influisca sulla capacità dell'impresa di generare redditività, sulla percezione del mercato, sulla solidità finanziaria e, più in generale, sulla sua resilienza nei contesti caratterizzati da forte discontinuità.

Tabella 4 - Risultati regressioni panel per la seconda ipotesi (diversità di genere).

Var. dip.	Coeff. Board Gender	p-value Board Gender	Coeff. Women Manager	p-value Women Manager	Coeff. Size	p-value Size	R <sup>2</sup> / Adj. R <sup>2</sup>
ROA	-0.00011	0.7271	-0.000379	0.3784	-0.020	0.068	0.0063 / - 0.5957
ROE	0.17672	0.3342	-0.0093636	0.6459	0.303672	0.6674	0.0703 / 0.0063
Tobin's Q	0.02354	0.052484	-0.0040051	0.725984	3.437643	0.001749**	0.1451 / 0.1415
Debt/Equity	-0.00481	0.1846	0.0047027	0.4234	0.209148	0.1138	0.0703 / 0.0633

I risultati mostrano come, nel campione e nel periodo considerati, la diversità di genere non produca effetti statisticamente significativi sulla redditività operativa (ROA) né sul ROE. I coefficienti, pur presentando talvolta segni diversi, risultano sempre associati a p-value superiori alla soglia convenzionale di significatività, segnalando l'assenza di una relazione robusta tra presenza femminile nei vertici e redditività di breve periodo.

Più interessante è il caso del Tobin's Q, per il quale il coefficiente associato alla *Board Gender Diversity* assume valore positivo (0.0235) e un p-value pari a 0.052, molto vicino alla soglia del 5%. Questo dato può essere interpretato come una debole evidenza di relazione positiva tra maggiore presenza femminile nel CdA e valutazione di mercato dell'impresa, suggerendo che gli investitori possano riconoscere, almeno in parte, un valore aggiunto ai

board più inclusivi in termini di genere. Nessun effetto significativo emerge invece per la presenza femminile nel management.

Sul fronte del Debt/Equity, né la diversità di genere nel board, né quella nel management, risultano statisticamente rilevanti. I valori di  $R^2$  e  $R^2$  corretta indicano, complessivamente, una capacità esplicativa limitata dei modelli, più elevata solo nel caso del Tobin's Q. Nel complesso, la seconda ipotesi trova un sostegno empirico solo molto parziale, la diversità di genere non sembra costituire, di per sé, un driver sufficiente per spiegare variazioni di performance e struttura finanziaria, pur emergendo segnali deboli di un impatto positivo sulla valutazione di mercato.

### 3.4 Indipendenza del CdA e solidità organizzativa

La terza ipotesi approfondisce il nesso tra indipendenza del Consiglio di amministrazione, struttura dei vertici aziendali e resilienza organizzativa. Tale ipotesi si fonda su un corpus teorico ampio e consolidato che mette in luce come specifiche configurazioni della governance - una maggiore autonomia del board rispetto al management e una chiara separazione dei poteri decisionali - possano incidere significativamente sulla qualità del processo decisionale, sulla capacità di monitoraggio e sulla gestione dei rischi<sup>117</sup>. Numerosi studi hanno, infatti, evidenziato che la presenza di amministratori indipendenti favorisca l'autonomia di giudizio del CdA contribuendo a ridurre il rischio di comportamenti opportunistici, limitando le asimmetrie informative, rafforzando la funzione di controllo e promuovendo decisioni più equilibrate e orientate al lungo periodo. Parallelamente, la separazione

---

<sup>117</sup> F. Fama, M. C. Jensen, *Separation of Ownership and Control* (1983), in *Journal of Law and Economics*, Chicago 1983, vol. 26, n. 2, pp. 301-325; A. J. Hillman, T. Dalziel, *Boards of Directors and Firm Performance: Integrating Agency and Resource Dependence Perspectives* (2003), in *Academy of Management Review*, New York 2003, vol. 28, n. 3, pp. 383-396; J. R. Beasley, *An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud* (1996), in *The Accounting Review*, Sarasota 1996, vol. 71, n. 4, pp. 443-465.

dei ruoli di CEO e Presidente del CdA (*separation of roles*), che impedisce la concentrazione di potere in un'unica figura apicale, viene spesso associata a una maggiore trasparenza, a un miglior bilanciamento delle responsabilità e ad un incremento della capacità critica interna.

Per verificare empiricamente questa ipotesi, sono stati introdotti due regressori principali, ciascuno volto a catturare una dimensione distinta della struttura di governance.

Il primo, *CEO Duality*, è una variabile binaria che assume valore *TRUE* quando le cariche di *Chief Executive Officer* e *Chairman* del Consiglio di amministrazione coincidono nella stessa persona, e *FALSE* quando tali ruoli sono attribuiti a individui differenti. La *CEO duality* è frequentemente utilizzata in letteratura per misurare il grado di concentrazione del potere decisionale e per valutare se tale concentrazione rappresenti un ostacolo o un vantaggio nei momenti di crisi.

Il secondo regressore, *Independent Board Members*, esprime in termini percentuali la quota di amministratori indipendenti presenti nel CdA. Questa variabile permette di misurare concretamente quanto il board sia effettivamente separato dalle influenze del management e delle proprietà, e quanto possa svolgere un ruolo di supervisione oggettivo e privo di conflitti di interesse. Accanto a queste due variabili principali, l'analisi ha previsto l'introduzione di ulteriori controlli per evitare distorsioni interpretative e isolare il più possibile l'effetto delle configurazioni di governance. Tra questi, un ruolo particolarmente importante è svolto dal *Board Size*, cioè la dimensione del consiglio, inserita in questa sezione come variabile di controllo aggiuntiva. La letteratura, infatti, riconosce che Consigli troppo piccoli rischiano di non possedere un ventaglio sufficiente di competenze, mentre quelli eccessivamente ampi possono favorire inefficienze decisionali o

rallentamenti nei processi di supervisione<sup>118</sup>. Mantenere sotto controllo questa variabile consente di interpretare in modo più accurato l'effetto indipendente delle due dimensioni principali studiate: indipendenza e separazione dei ruoli.

Il set delle variabili dipendenti è rimasto invariato rispetto alle ipotesi precedenti – ROA, ROE, Tobin's Q e Debt/Equity – al fine di garantire piena comparabilità dei risultati e coerenza metodologica tra i diversi modelli stimati. L'inclusione di questi indicatori permette di cogliere simultaneamente l'impatto delle configurazioni di governance sia sulle performance operative, sia sulla struttura finanziaria, sia sulla valutazione di mercato, offrendo una visione completa degli effetti legati all'indipendenza del board. Questa impostazione consente di analizzare in modo rigoroso se la presenza di amministratori indipendenti e la separazione dei ruoli apicali costituiscano effettivamente una leva di resilienza organizzativa nel contesto dinamico e complesso considerato.

Tabella 5 – *Risultati regressioni panel per la terza ipotesi (indipendenza del board).*

---

<sup>118</sup> Y. Yermack, *Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors* (1996), in *Journal of Financial Economics*, Amsterdam 1996, vol. 40, n. 2, pp. 185–211; J. L. Coles, N. D. Daniel, L. Naveen, *Boards: Does One Size Fit All?* (2008), in *Journal of Financial Economics*, Amsterdam 2008, vol. 87, n. 2, pp. 329–356.

Variabili dipendenti	Coeff. CEO Duality	p-value CEO Duality	Coeff. Independent Board Member	p-value Independent Board Member	Board Size	p-value Board Size
ROA	-0.0036	0.514	-0.03308	0.2458	0.0001557	0.5422
ROE	0.1722	0.3259	-4.24354	0.0665	0.01446	0.4579
Tobin's Q	-0.1079	0.71767	0.71066	0.5664	0.0052479	0.4578
Debt/Equity	-0.0440	0.38165	-0.44366	0.1176	-0.00061	0.72800

I risultati mostrano come né la *CEO Duality*, né la percentuale di amministratori indipendenti, esercitino un impatto statisticamente significativo sulle misure di performance o sulla struttura finanziaria nel periodo considerato. Per il ROA, i coefficienti sono di segno negativo ma con p-value ben superiori alla soglia di significatività. Analogo discorso vale per il ROE, dove solo la variabile relativa agli amministratori indipendenti mostra un p-value (0.0665) prossimo al 10%, ma non sufficiente per considerare la relazione robusta.

Per il Tobin's Q e per il Debt/Equity non emergono segnali di rilievo: i coefficienti non risultano significativi e il Board Size non presenta effetti sistematici. In sintesi, la configurazione formale del potere apicale (dualità o separazione delle cariche e quota di indipendenti nel board) non sembra, in questo campione e in questo arco temporale, costituire una determinante rilevante di performance e resilienza. Ciò suggerisce che la qualità effettiva

dei processi decisionali e di controllo non possa essere colta, almeno in questo caso, da indicatori puramente strutturali, o che gli effetti si manifestino su orizzonti più lunghi o in combinazione con altri fattori di governance non considerati nei modelli.

### 3.5 Stakeholder engagement e trasparenza istituzionale

La quarta ipotesi analizza in profondità il nesso tra qualità delle relazioni con gli stakeholder, trasparenza dei processi decisionali, rendicontazione non finanziaria e resilienza aziendale. L'idea sottostante è che le imprese capaci di instaurare rapporti solidi, continuativi e credibili con i propri stakeholder, interni ed esterni, dispongano di un capitale relazionale in grado di attenuare l'impatto degli shock, sostenere la legittimazione sociale dell'impresa e facilitare l'accesso a risorse critiche nei momenti di crisi<sup>119</sup>. Parallelamente, un sistema di comunicazione trasparente e una rendicontazione non finanziaria avanzata possono migliorare la capacità dell'impresa di costruire fiducia, ridurre l'incertezza informativa e rafforzare la reputazione nei confronti di investitori, consumatori, istituzioni e comunità locali.

Alla luce della complessità di questa dimensione, che intreccia aspetti relazionali, reputazionali, informativi e istituzionali, l'ipotesi è stata suddivisa in due sub-ipotesi autonome, in modo da cogliere distintamente:

- l'effetto delle pratiche di stakeholder engagement sulla performance e sulla resilienza;

---

<sup>119</sup> R. E. Freeman, *Strategic Management: A Stakeholder Approach* (1984), Pitman, Boston 1984; T. Donaldson, L. E. Preston, *The Stakeholder Theory of the Corporation* (1995), in *Academy of Management Review*, New York 1995, vol. 20, n. 1, pp. 65-91; K. V. Lins, H. Servaes, A. Tamayo, *Trust, Social Capital, and the Stock Market Response to COVID-19* (2022), in *Review of Financial Studies*, Oxford 2022, vol. 35, n. 3, pp. 1401-1440; H. B. Christensen, L. Hail, C. Leuz, *Mandatory CSR and Sustainability Reporting* (2021), in *Review of Accounting Studies*, New York 2021, vol. 26, n. 3, pp. 1176-1248.

- l'impatto della disclosure non finanziaria, interpretata come indice della capacità dell'impresa di comunicare responsabilità sociale, orientamento etico e sostenibilità.

Per la prima sub-ipotesi, la variabile indipendente principale è rappresentata dallo *Stakeholder Engagement Score*, un indicatore ESG elaborato da Refinitiv che assume valori compresi tra 1 e 100 e che riflette il grado di impegno dell'impresa verso i propri stakeholder. Tale punteggio sintetizza diverse informazioni rilevanti: la trasparenza sulle pratiche di interazione, l'esistenza di processi strutturati per includere gli stakeholder nella definizione delle strategie aziendali, la disponibilità di politiche formali di ascolto e dialogo, nonché la presenza di canali comunicativi bidirezionali che facilitino lo scambio di feedback. Si tratta, quindi, di un indicatore non meramente descrittivo, ma potenzialmente capace di catturare la profondità e l'effettiva qualità del rapporto tra impresa e portatori di interesse.

Nel campione analizzato, la media dello *Stakeholder Engagement Score* è pari a 60,11, un valore che evidenzia un livello complessivamente elevato ma comunque eterogeneo di attenzione al dialogo con gli stakeholder, da parte delle società dello S&P 500.

Coerentemente con le ipotesi precedenti, le variabili dipendenti utilizzate per testare la relazione sono ROA, ROE, Tobin's Q e Debt/Equity, permettendo di cogliere simultaneamente l'impatto dell'engagement sulle performance operative, sulla redditività del capitale proprio, sulla valutazione di mercato e sulla struttura finanziaria dell'impresa.

La formulazione della sub-ipotesi consente di verificare empiricamente se un maggiore coinvolgimento degli stakeholder, interpretato come indicatore di qualità relazionale, apertura organizzativa e responsabilità sociale, si associ a una maggiore stabilità e resilienza nei contesti turbolenti analizzati.

Tabella 6 – Risultati regressioni panel con Stakeholder Engagement Score.

Variabili dipendenti	Coeff. Stakeholder Engagement Score	p-value	R <sup>2</sup> / Adj. R <sup>2</sup>	F-statistic
ROA	-0.00064	0.00588	0.1178 / 0.1125	22.04
ROE	0.002303	0.229	0.004495 / 0.001491	0.7508
Tobin's Q	-0.01448	0.0000726	0.1191 / 0.1138	22.48
Debt/Equity	0.004364	0.031362	0.4057 / 0.4022	113.6

I risultati dell'analisi mostrano un quadro complesso e non lineare, che riflette la natura multidimensionale del rapporto tra *stakeholder engagement*, performance e resilienza aziendale.

Per quanto riguarda il ROA, il coefficiente associato allo *Stakeholder Engagement Score* è negativo e statisticamente significativo: questo indica che, nel periodo considerato, le imprese che investono maggiormente nel dialogo e nel coinvolgimento degli stakeholder tendono a registrare una lieve contrazione della redditività operativa. Si tratta di un risultato coerente con l'idea che iniziative di engagement, spesso costose in termini organizzativi, gestionali e reputazionali, possano generare benefici più visibili sul lungo periodo (laddove nel breve periodo vengono percepite solo in termini di deterioramento/consumo di risorse).

Un andamento analogo emerge per il Tobin's Q, dove il coefficiente risulta nuovamente negativo e altamente significativo. Questa evidenza suggerisce che il mercato, almeno nel breve orizzonte temporale analizzato, attribuisca un valore relativo inferiore alle imprese che intensificano le attività di

coinvolgimento degli stakeholder. È possibile che tali attività, pur rappresentando strumenti di costruzione della legittimazione e della resilienza nel medio-lungo termine, non vengano immediatamente valorizzate dagli investitori, soprattutto in fasi caratterizzate da elevata incertezza macroeconomica.

Diversamente, per il ROE non emergono evidenze statisticamente significative: la redditività del capitale non sembra risentire in maniera diretta o immediata dei livelli di stakeholder engagement. Il risultato più interessante riguarda il Debt/Equity, che presenta un coefficiente positivo e significativo associato al modello con la maggiore capacità esplicativa ( $R^2$  superiore al 40%). Ciò indica che le imprese maggiormente impegnate nel dialogo con gli stakeholder fanno più frequentemente ricorso al debito. Una possibile interpretazione è che strategie di engagement strutturato richiedano investimenti rilevanti (ad esempio in processi partecipativi, sistemi di comunicazione, politiche sociali ed ambientali), che possono determinare un aumento dell'esposizione finanziaria, soprattutto quando le imprese intendono mantenere liquidità interna per far fronte a shock esogeni.

Nel loro insieme, i risultati mostrano che, nel contesto specifico del quadriennio analizzato, l'impegno verso gli stakeholder non produce benefici immediati in termini di redditività operativa o valutazione di mercato, e può essere associato a un maggiore indebitamento. Ciò non implica necessariamente un effetto negativo nel lungo periodo, ma evidenzia un disallineamento temporale tra investimenti relazionali e ritorni economici percepiti.

La seconda sub-ipotesi esplora in modo più diretto il ruolo della trasparenza istituzionale e della rendicontazione non finanziaria, assumendo che pratiche di reporting avanzato possano contribuire alla resilienza organizzativa migliorando la fiducia degli stakeholder e riducendo l'incertezza informativa. A tal fine, sono state introdotte due variabili indipendenti: community score e CSR Strategy score.

Il *Community Score* consiste in un punteggio da 1 a 100 che misura l'impegno dell'impresa nei confronti della comunità e il suo grado di cittadinanza responsabile, includendo elementi quali il sostegno a iniziative locali, il comportamento etico e la coerenza tra attività economiche e benessere del territorio; il *CSR Strategy Score*, anch'esso compreso tra 1 e 100, valuta la solidità e la maturità delle politiche di responsabilità sociale e della comunicazione non finanziaria, interpretata in questa sede come proxy della trasparenza e della strutturazione dei processi decisionali.

Questi due indicatori permettono di distinguere tra l'impegno dell'impresa verso la comunità (dimensione relazionale-sociale), e la qualità della disclosure non finanziaria (dimensione informativa-istituzionale), offrendo una lettura più sfumata del rapporto tra sostenibilità, reputazione e resilienza. La Tabella 6 presenta i risultati dei modelli panel che includono tali variabili, affiancate dalla consueta variabile di controllo Size, per le quattro misure di performance e solidità finanziaria (ROA, ROE, Tobin's Q, Debt/Equity).

Il quadro che emerge dall'analisi è articolato e conferma la natura non lineare del rapporto tra impegno socio-istituzionale, rendicontazione non finanziaria e performance aziendale. Per il ROA, né il *Community Score*, né il *CSR Strategy Score*, mostrano coefficienti statisticamente significativi. Ciò indica che, nel breve periodo considerato, né l'impegno verso la comunità, né la strutturazione delle politiche di CSR, producono effetti direttamente misurabili sulla redditività operativa.

Tabella 7 – Risultati regressioni panel con Community Score e CSR Strategy Score.

Variabile dipendente	<u>CommunityScore</u> (p-value)	<u>CSRscore</u> (p-value)	Size (p-value)	R <sup>2</sup>	<u>Adj. R<sup>2</sup></u>
ROA	-0.0004627 (0.1687)	-0.000148 (0.1867)	0.000046 (0.9822)	0.0087	-0.3371
ROE	-0.0108599 (0.0429)	0.0060552 (0.3308)	0.2485567 (0.1621)	0.00028	-0.3470
<u>Tobin's Q</u>	-0.0043946 (0.4888)	-0.023162 (0.0582)	-1.192359 (0.0408)	0.0302	-0.3014
<u>Debt/Equity</u>	0.0006553 (0.6268)	-0.00048 (0.6295)	0.8404283 (0.0128)	0.0604	-0.2510

Inoltre, la capacità esplicativa complessiva del modello è molto ridotta, suggerendo che tali dimensioni non rappresentano driver immediati dell'efficienza economica nel campione osservato, oppure che i loro effetti potrebbero manifestarsi con un ritardo temporale non catturato dalla finestra di analisi.

Per il ROE, il *Community Score* presenta un coefficiente negativo e statisticamente significativo, evidenziando che un maggiore orientamento alla comunità può associarsi, almeno nel breve periodo, a una minore redditività del capitale proprio. Una possibile interpretazione di questo risultato è che le iniziative rivolte alla comunità (donazioni, programmi educativi, investimenti territoriali, partnership non profit) implicano costi certi e immediati, mentre i benefici reputazionali e competitivi tendono a materializzarsi sul lungo orizzonte. Tuttavia, il valore estremamente contenuto della R<sup>2</sup> rivela che il modello spiega una quota minima della variabilità del ROE, invitando quindi a leggere questo risultato con cautela e a limitarne la portata interpretativa.

La situazione diventa più interessante nel caso del Tobin's Q, dove il *CSR Strategy Score* presenta un coefficiente negativo e un p-value prossimo alla soglia della significatività statistica (0.0582). Questo esito suggerisce l'esistenza di un possibile legame tra intensità delle strategie di CSR e una valutazione di mercato relativamente più contenuta. Tale dinamica potrebbe riflettere una percezione degli investitori ancora mista o prudente rispetto agli investimenti in sostenibilità, specialmente in contesti segnati da forte incertezza macroeconomica e da priorità finanziarie orientate al breve termine. In altri termini, il mercato potrebbe non riconoscere immediatamente il valore strategico delle pratiche di CSR, interpretandole talvolta come costi aggiuntivi, anziché come leve di vantaggio competitivo futuro. Da notare che, all'interno del medesimo modello, la variabile Size presenta un coefficiente negativo e statisticamente significativo, indicando che, a parità delle altre condizioni, le imprese di maggiori dimensioni tendono a mostrare un rapporto di valutazione più contenuto.

Per quanto riguarda il Debt/Equity, né il *Community Score*, né il *CSR Strategy Score* risultano statisticamente significativi, suggerendo che le politiche di responsabilità sociale e le iniziative rivolte alla comunità non influenzano, nel periodo analizzato, la struttura finanziaria delle imprese in termini di leva. Al contrario, la variabile Size risulta positiva e significativa, indicando che le imprese di dimensioni maggiori tendono più frequentemente a ricorrere all'indebitamento come leva finanziaria, dinamica coerente con l'ampiezza del loro fabbisogno di capitale e con la maggiore capacità di accesso ai mercati del credito.

Nel complesso, questa sezione mostra che le pratiche di trasparenza e rendicontazione non finanziaria, pur essendo riconosciute dalla letteratura come pilastri della resilienza organizzativa nel lungo periodo, non producono, nel breve orizzonte temporale osservato, effetti univoci e positivi sulle misure di performance e valutazione di mercato. Al contrario, alcune evidenze suggeriscono la presenza di costi di transizione, o comunque di

ritardi nella capitalizzazione dei benefici reputazionali e relazionali associati alla sostenibilità. Ciò conferma una delle intuizioni centrali della letteratura contemporanea, ossia che molte pratiche ESG e molte iniziative di responsabilità sociale operano su un orizzonte temporale più lungo di quello usualmente incorporato nelle metriche di performance e nelle reazioni di mercato, determinando potenziali scostamenti tra valore creato nel lungo periodo e performance percepite nel breve.

Tabella 8 – Sintesi delle ipotesi e degli effetti stimati

Ipotesi	ROA	ROE	Tobin's Q	Debt/Equity	Esito complessivo
H1 - ESG	- sig.	n.s.	- sig.	n.s.	Evidenza robusta ma in direzione opposta (breve periodo)
H2 - Gender diversity	n.s.	n.s.	+ ~ (p=0,052)	n.s.	Supporto molto parziale (solo Q)
H3 - Indipendenza / CEO duality	n.s.	~ (p=0,0665)	n.s.	n.s.	Non supportata (segnale debole solo su ROE)
H4 - Stakeholder/trasparenza	Engagement: - sig. / Community-CSR: n.s.	Engagement: n.s. / Community: - sig.	Engagement: - sig. / CSR: - ~ (p=0,0582)	Engagement: + sig. / Community-CSR: n.s.	Effetti eterogenei e non lineari

### 3.6 Quadro sinottico e raccordo metodologico

Il percorso sviluppato nei paragrafi precedenti consente, al termine di questo capitolo, di disporre di un quadro sufficientemente organico sia sotto il profilo metodologico, sia sotto quello delle prime evidenze empiriche relative alle quattro ipotesi di ricerca. L'impianto metodologico è stato

volutamente costruito in modo coerente e comparabile ed è stato utilizzato un unico campione appartenente alle imprese dello S&P 500 nel quadriennio 2021–2024, mantenendo costante l'insieme delle variabili dipendenti (ROA, ROE, Tobin's Q e Debt/Equity) per tutte le ipotesi e ricorrendo, in modo sistematico, a modelli di regressione lineare per dati panel, così da sfruttare la dimensione longitudinale del dataset e controllare l'eterogeneità non osservata tra le imprese. La presenza di una variabile di controllo strutturale comune appartenente alla dimensione, eventualmente affiancata da controlli specifici per singoli modelli (come il *Board Size*), ha reso possibile una lettura integrata degli effetti delle diverse dimensioni di governance sulla performance e sulla resilienza.

Sul piano dei risultati, il quadro che emerge è articolato e non sempre allineato alle aspettative teoriche. L'analisi relativa agli indicatori ESG mostra come, nel periodo considerato, livelli più elevati di punteggio complessivo e, in particolare, di componente ambientale e sociale, tendano ad associarsi a una lieve riduzione della redditività operativa e ad una valutazione di mercato più prudente, mentre non si osservano effetti robusti su ROE e sulla leva finanziaria. Ne deriva l'idea che gli investimenti in sostenibilità, nel contesto di crisi e incertezza del quadriennio considerato, possano aver generato soprattutto costi di breve periodo, con benefici potenziali che si collocano su un orizzonte temporale più lungo rispetto a quello analizzato.

Anche l'esame della diversità di genere nei vertici aziendali restituisce un quadro tendenzialmente debole dal punto di vista statistico: né la percentuale di donne nel CdA, né la quota di donne nel management risultano significativamente collegate alle misure di redditività o di struttura finanziaria, mentre solo nel caso del Tobin's Q compare un segnale, ancora fragile, di relazione positiva tra Board Gender Diversity e valutazione di mercato. Ciò suggerisce che la presenza femminile, misurata in termini puramente quantitativi, non sia di per sé sufficiente a spiegare differenze di performance e resilienza, pur lasciando aperta la possibilità di effetti più

profondi quando la diversità di genere si accompagna a cambiamenti culturali e organizzativi non direttamente osservabili nelle metriche utilizzate.

La terza ipotesi, dedicata all'indipendenza del CdA e alla struttura dei poteri apicali, evidenzia come né la dualità delle cariche di CEO e *Chairman*, né la percentuale di amministratori indipendenti, né la dimensione del board producano effetti statisticamente significativi sulle variabili considerate. In questo campione e in questo arco temporale, gli indicatori formali di indipendenza e di separazione dei ruoli non sembrano costituire fattori determinanti di performance o di solidità finanziaria. Questo esito può essere letto come segnale dei limiti di indicatori strutturali nel catturare la qualità effettiva dei processi decisionali, delle dinamiche relazionali e della cultura del board, elementi che la letteratura considera cruciali per la resilienza ma che difficilmente si lasciano ridurre a semplici percentuali o variabili binarie.

La quarta ipotesi, infine, mette in luce la natura particolarmente complessa del rapporto tra stakeholder engagement, trasparenza, rendicontazione non finanziaria e resilienza. Lo *Stakeholder Engagement Score* risulta negativamente associato a ROA e Tobin's Q e positivamente al Debt/Equity, indicando che le imprese più impegnate nel dialogo con gli stakeholder tendono, nel periodo osservato, a sopportare una minore redditività operativa, una valutazione di mercato relativamente più contenuta e un maggiore ricorso al debito, verosimilmente per finanziare politiche sociali e ambientali. Analogamente, gli indicatori di impegno verso la comunità e di maturità delle strategie di CSR non mostrano effetti positivi chiari sulle misure di performance; anzi, emergono alcuni segnali di possibili penalizzazioni di breve periodo, mentre la capacità esplicativa complessiva dei modelli rimane limitata. Anche in questo caso, la spiegazione più plausibile risiede nel disallineamento tra l'orizzonte temporale delle pratiche di responsabilità sociale, per loro natura di medio-lungo periodo, e l'orizzonte delle metriche economico-finanziarie considerate.

In sintesi, il quadro sinottico mostra come il legame tra corporate governance e resilienza sia tutt'altro che lineare e immediatamente osservabile nelle misure standard di performance. Molte delle dimensioni analizzate (ESG, diversità di genere, indipendenza del board, relazioni con gli stakeholder, trasparenza e *reporting*), appaiono agire su orizzonti temporali più lunghi, oppure in combinazione tra loro, producendo effetti che i modelli panel, centrati su indicatori principalmente strutturali e su un arco di quattro anni di forte turbolenza, colgono solo in parte.

Il raccordo metodologico, tuttavia, è chiaro. L'impianto empirico definito in questo capitolo fornisce una base solida e coerente per il successivo lavoro di interpretazione, consentendo di sviluppare una lettura critica dei risultati, di confrontarli con il quadro teorico iniziale e di discutere le implicazioni per la ricerca e per la pratica manageriale, nonché di delineare limiti e possibili estensioni future del modello adottato.

## CAPITOLO 4 - RISULTATI EMPIRICI

### 4.1 Quadro generale delle evidenze empiriche

Nel presente capitolo si discutono in modo sistematico i risultati empirici, ponendoli in relazione con il quadro teorico elaborato nei capitoli precedenti e con le aspettative formulate nell'ambito della letteratura sulla corporate governance e sulla resilienza organizzativa.

L'analisi è organizzata attorno alle quattro ipotesi di ricerca, ciascuna delle quali indaga un diverso aspetto della resilienza dell'impresa, in termini di capacità di mantenere stabilità, adattarsi agli shock e preservare la propria solidità economico-finanziaria<sup>120</sup>.

---

<sup>120</sup> A tal proposito, si ricorda che la prima ipotesi riguarda il grado di integrazione dei fattori ESG nelle strategie e nei processi decisionali aziendali; la seconda si concentra sulla

In tutti i modelli, le variabili dipendenti sono state mantenute costanti relative al ROA, ROE, Tobin's Q e Debt/Equity, per garantire piena confrontabilità tra le diverse ipotesi e consentire una lettura integrata degli effetti esercitati dalle differenti dimensioni della governance.

Prima di esaminare i risultati specifici di ciascun filone di analisi, è utile fissare alcuni elementi descrittivi del campione, che fungono da cornice interpretativa. Le imprese analizzate presentano mediamente punteggi ESG relativamente elevati, ma con un'ampia variabilità interna che testimonia la presenza di strategie di sostenibilità molto eterogenee. Anche la diversità di genere nei board, pur mostrando segnali di crescita, non è ancora pienamente consolidata. Solo una minoranza delle imprese supera la soglia considerata critica nella letteratura, per l'emergere di effetti strutturali sulla qualità del processo decisionale. Per quanto riguarda l'indipendenza dei Consigli, i dati evidenziano livelli molto elevati e sostanzialmente omogenei tra le imprese dello S&P 500, riflesso di un processo di istituzionalizzazione delle best practice avviato ormai da due decenni. Infine, gli indicatori che misurano lo stakeholder engagement, il coinvolgimento nella comunità e la maturità delle strategie di CSR confermano un contesto caratterizzato da una crescente attenzione verso il dialogo con i portatori di interesse e verso forme più strutturate di disclosure non finanziaria.

Questo scenario, apparentemente favorevole all'emergere di relazioni positive tra governance e resilienza, si accompagna tuttavia a risultati empirici meno lineari di quanto la teoria suggerirebbe. Le regressioni panel presentate nel capitolo precedente mostrano, infatti, un quadro articolato, in cui molte delle variabili di governance considerate non producono effetti

---

diversità di genere ai vertici, intesa come potenziale leva di qualità decisionale e di gestione del rischio; la terza esplora il ruolo dell'indipendenza del Consiglio di amministrazione e della struttura dei poteri apicali; la quarta, infine, analizza la qualità del rapporto tra imprese e stakeholder e la trasparenza istituzionale come condizioni abilitanti della resilienza.

statisticamente significativi o presentano associazioni di segno diverso rispetto alle aspettative consolidate. In questo capitolo si cercherà di interpretare tali esiti, distinguendo ciò che sembra confermare la letteratura da ciò che, invece, la mette in discussione, e valutando in che misura il contesto specifico osservato - un mercato altamente maturo come quello statunitense e un quadriennio caratterizzato da crisi simultanee e profonde - possa aver inciso sulla natura delle relazioni rilevate.

Successivamente si svilupperà una discussione critica dei risultati. Per ogni dimensione analizzata, si restituiranno i risultati dei modelli quantitativi, confrontandoli con le teorie principali sulla governance e sulla resilienza e proponendo possibili spiegazioni delle discrepanze osservate, con particolare attenzione al peso dei costi di transizione, al diverso orizzonte temporale delle variabili considerate e all'effetto di standardizzazione delle pratiche di governance nelle grandi imprese quotate. Nel verificare le ipotesi, quindi, si cercherà di comprendere in che modo tali evidenze contribuiscano a delineare un quadro più realistico e meno lineare del rapporto tra governance e resilienza aziendale.

#### **4.2 Ipotesi 1: fattori ESG, performance e resilienza**

La prima ipotesi parte dall'assunto teorico, ampiamente discusso nel Capitolo 2, secondo cui una maggiore integrazione dei fattori ESG, all'interno dei processi decisionali aziendali, dovrebbe contribuire a rafforzare la resilienza delle imprese, migliorando la capacità di mantenere performance stabili, assorbire gli shock e preservare la solidità finanziaria. Per verificare empiricamente questa relazione, i modelli di regressione panel sono stati stimati dapprima considerando l'indicatore ESG complessivo fornito da Refinitiv e, successivamente, scomponendo il punteggio nelle sue tre componenti fondamentali - ambientale, sociale e di governance - con l'obiettivo di cogliere eventuali effetti differenziati.

#### 4.2.1 Punteggio ESG complessivo: costi nel breve periodo e benefici rinviati

I risultati associati al punteggio ESG complessivo restituiscono un quadro articolato e, per certi versi, inatteso, rispetto alle attese teoriche. Il coefficiente relativo al ROA risulta negativo e statisticamente significativo, indicando che le imprese con valori ESG più elevati hanno mostrato, in media, una redditività operativa leggermente inferiore. Analogamente, il coefficiente stimato per il Tobin's Q è negativo e altamente significativo, segnalando che il mercato, nel quadriennio analizzato, tende a valutare con una certa prudenza le imprese più impegnate sul fronte della sostenibilità. Diversamente, non emergono effetti statisticamente rilevanti, né sulla redditività del capitale proprio (ROE), né sulla leva finanziaria di mercato (Debt/Equity).

La presenza di questi risultati richiede una riflessione più approfondita, poiché sembrano discostarsi da una parte consistente della letteratura, che associa punteggi ESG elevati a una riduzione del rischio idiosincratco, a migliori condizioni di accesso al credito e a un più rapido recupero in seguito a eventi di crisi. La discrepanza non implica necessariamente una contraddizione con il quadro teorico; piuttosto evidenzia la necessità di contestualizzare l'interpretazione del dato empirico.

Un primo elemento da considerare riguarda la natura eccezionalmente complessa del periodo 2021–2024, caratterizzato da eventi straordinari quali l'uscita dalla pandemia da Covid-19, l'invasione russa dell'Ucraina, l'impennata dei prezzi energetici, l'aumento dell'inflazione globale e l'instabilità dei mercati finanziari. Si tratta di un contesto in cui molte imprese hanno adottato strategie orientate alla sopravvivenza e alla difesa dei margini, privilegiando politiche di breve periodo. In uno scenario dominato dall'urgenza, gli investitori possono aver momentaneamente ridotto l'attenzione verso la sostenibilità, preferendo valutare con maggiore cautela

iniziative percepite come onerose, complesse da implementare e capaci di generare risultati solo differiti nel tempo.

Un secondo elemento riguarda la natura intrinseca degli investimenti ESG, che comportano spesso costi immediati e benefici differiti. Gli interventi in campo ambientale, la riduzione delle emissioni, l'adozione di tecnologie più efficienti e le iniziative sociali richiedono ingenti capitali, modifiche organizzative e investimenti in capitale umano, i cui effetti positivi tendono a manifestarsi sul medio-lungo periodo. Il quadriennio analizzato è plausibilmente catturato in una fase di "costo di transizione", nella quale gli impatti economici immediati degli investimenti risultano più evidenti rispetto ai benefici attesi.

Un terzo fattore, invece, attiene alla specificità del campione: le imprese dello S&P 500 operano in un contesto avanzato dal punto di vista normativo, reputazionale e delle aspettative sociali. La sostenibilità, per molte di esse, rappresenta un requisito quasi obbligato per mantenere legittimità e accesso ai capitali, più che una strategia differenziata in senso competitivo. Il fatto che l'ESG sia ormai ampiamente istituzionalizzato può contribuire a ridurre la capacità dell'indicatore di generare variazioni significative di performance nel breve periodo, soprattutto se i mercati considerano l'adozione di pratiche sostenibili come un elemento "dato", piuttosto che come un fattore di valore aggiunto.

Nel complesso, la prima parte dei risultati suggerisce che la relazione tra ESG e resilienza, almeno nel quadriennio osservato, non sia lineare e non produca effetti immediatamente positivi sulle misure di performance tradizionali, pur rimanendo coerente con l'interpretazione dell'ESG come investimento strategico di lungo periodo.

#### **4.2.2 Le componenti ESG: effetti eterogenei e dinamiche non lineari**

La scomposizione dell'indicatore ESG nelle sue componenti ambientale, sociale e di governance consente di affinare ulteriormente l'analisi, rivelando

dinamiche più sfumate. I risultati mostrano che, per quanto riguarda il ROA, sia la componente ambientale sia quella sociale presentano coefficienti negativi e statisticamente significativi, mentre la componente G non risulta rilevante. Questa evidenza è coerente con l'idea che gli impegni ambientali e sociali generino oneri immediati, in termini di investimenti infrastrutturali, adeguamenti tecnologici, programmi di welfare o iniziative per la comunità, che possono ridurre la redditività operativa nel breve termine. La componente di governance, invece, non presenta alcuna relazione significativa con la redditività, né con le altre misure di performance analizzate. Ciò potrebbe dipendere dal fatto che, nel campione osservato, la governance è già altamente standardizzata, rendendo limitata la capacità di questa variabile di generare differenziali visibili nei risultati economici.

Per quanto riguarda il ROE, nessuna delle tre componenti ESG produce effetti statisticamente significativi, confermando che la redditività del capitale proprio degli azionisti non sembra risentire in modo diretto del livello di integrazione delle politiche ESG nel breve periodo. Nei modelli relativi al Tobin's Q, tutte le componenti presentano coefficienti negativi ma privi di significatività robusta, suggerendo un atteggiamento prudentiale del mercato nei confronti di investimenti in sostenibilità effettuati in contesti altamente turbolenti.

Nel loro complesso, queste evidenze confermano solo in parte l'ipotesi 1: la sostenibilità appare come un investimento necessario ma non immediatamente remunerativo nelle condizioni analizzate, un asset strategico i cui effetti più rilevanti sembrano emergere solo nel lungo periodo e attraverso canali indiretti, quali la mitigazione dei rischi regolatori, la valorizzazione della reputazione, il miglioramento della capacità di attrarre capitale umano qualificato o di accedere a capitali pazienti.

Il contesto di shock multipli e ravvicinati che caratterizza il periodo potrebbe aver temporaneamente oscurato tali benefici, mettendo in evidenza

soprattutto gli oneri iniziali e attenuando la capacità delle variabili ESG di generare differenziali positivi nelle misure di performance tradizionali.

In sintesi, i risultati confermano l'importanza dell'ESG come driver di resilienza, ma solo su orizzonti temporali più lunghi rispetto a quelli catturati in questa analisi, suggerendo che la sostenibilità agisce principalmente come meccanismo strategico e istituzionale piuttosto che come leva immediata di performance economica.

### 4.3 Ipotesi 2: diversità di genere nei vertici e resilienza

La seconda ipotesi di ricerca esplora il ruolo della diversità di genere all'interno dei vertici aziendali come possibile determinante della resilienza organizzativa. L'assunto di partenza, radicato in un filone ormai consolidato della corporate governance, è che una maggiore presenza femminile nei luoghi del potere decisionale possa favorire dinamiche cognitive più articolate, migliorare la qualità del monitoraggio, contenere il rischio di omogeneità di pensiero e introdurre una sensibilità più accentuata alla gestione del rischio e alle relazioni con gli stakeholder.

Per verificare empiricamente tali dinamiche, si è svolta un'analisi di regressione utilizzando due indicatori distinti: la percentuale di donne presenti nel Consiglio di amministrazione e la percentuale di donne che ricoprono ruoli manageriali. Si è così distinto tra la dimensione strategica (*board-level*) e quella esecutiva (*management-level*) della diversità di genere.

#### 4.3.1 Risultati sulle performance e sulla valutazione di mercato

I risultati empirici mostrano un quadro composito e, per certi versi, meno lineare rispetto alle attese teoriche. Per quanto riguarda le misure di performance contabile, ROA e ROE, né la presenza femminile nel CdA, né quella nel management evidenziano un impatto statisticamente significativo. Ciò suggerisce che, nel periodo, la diversità di genere non abbia inciso in modo apprezzabile sulla redditività operativa, né sul rendimento del capitale

proprio. Una possibile interpretazione è che gli effetti della diversità richiedano tempi di maturazione più lunghi rispetto all'orizzonte analizzato, oppure che la struttura dei board statunitensi, già fortemente normata e professionalizzata, limiti la possibilità di osservare differenziali sensibili nelle performance contabili.

L'unico segnale di interesse emerge dal modello relativo al Tobin's Q, dove il coefficiente, associato alla diversità di genere nel CdA, è positivo e prossimo alla soglia di significatività statistica. Ciò può indicare che il mercato, pur con cautela, tende a valorizzare i board più inclusivi, forse interpretando la presenza femminile come segnale di apertura culturale, di attenzione ai rischi e di impegno verso forme di governance più moderne e trasparenti. Si tratta tuttavia di un'indicazione ancora fragile, che richiede prudenza nell'interpretazione, ma che sembra allinearsi a studi che evidenziano come gli investitori tendano a premiare le imprese percepite come maggiormente inclusive e capaci di rappresentare con maggiore ampiezza la pluralità degli stakeholder.

Per quanto riguarda la leva finanziaria, nessuna relazione statisticamente rilevante emerge tra diversità di genere e ricorso al debito, né in senso positivo, né in senso negativo. Anche la presenza di donne nel management non risulta significativamente associata ai quattro indicatori considerati, suggerendo che la diversità di genere ai livelli esecutivi non abbia ancora raggiunto massa critica sufficiente per influenzare le performance o la struttura finanziaria nel breve periodo.

Nel complesso, questi risultati indicano che la diversità di genere, nel contesto e nell'arco temporale analizzato, non si traduce in cambiamenti immediatamente osservabili nelle performance operative o finanziarie, pur mostrando un timido segnale di apprezzamento da parte del mercato. Ciò non implica l'assenza di un valore sostanziale della diversità, ma piuttosto suggerisce che gli effetti positivi ipotizzati dalla teoria possano richiedere condizioni più mature o orizzonti temporali più estesi per manifestarsi.

### 4.3.2 Il ruolo della massa critica e del contesto istituzionale

Per comprendere in modo più approfondito le ragioni alla base dei risultati, è utile richiamare la prospettiva della *critical mass theory*, secondo cui gli effetti positivi della diversità emergono solo quando la presenza femminile raggiunge soglie sufficientemente elevate da modificare le dinamiche decisionali interne. Nel campione analizzato, sebbene la presenza femminile nei board sia in crescita rispetto al passato, essa rimane ancora contenuta: meno della metà delle imprese supera la soglia del 30% e soltanto una quota marginale raggiunge la parità di genere. In un contesto in cui la rappresentanza femminile è più simbolica che sostanziale, è plausibile che la diversità non sia ancora in grado di produrre quei cambiamenti strutturali nel processo decisionale che la letteratura associa ad un aumento della resilienza.

Un ulteriore elemento interpretativo riguarda il contesto statunitense, caratterizzato da una cultura aziendale estremamente competitiva e orientata alla performance di breve periodo. In tali ambienti, gli investitori e i manager possono attribuire maggiore rilevanza ad altri fattori – dimensione, innovazione, efficienza operativa, posizione competitiva – relegando la diversità a un ruolo importante sul piano simbolico e reputazionale, ma meno incisivo sulle scelte strategiche immediate. In altre parole, le imprese statunitensi potrebbero non aver ancora integrato appieno la dimensione di genere nei processi *core* di governance, rendendo la variabile meno visibile nelle metriche economico-finanziarie.

L'insieme di queste considerazioni permette di confermare solo marginalmente la seconda ipotesi. La diversità di genere emerge come una componente certamente rilevante di un modello di governance evoluto, capace di accrescere la legittimità dell'impresa e di contribuire, nel lungo periodo, a un miglioramento delle pratiche decisionali. Tuttavia, nel periodo considerato e nel perimetro dello S&P 500, tali effetti non sembrano ancora tradursi in un vantaggio misurabile nelle performance o nella resilienza, salvo una lieve e non univoca apertura del mercato verso i board più inclusivi. La

*gender diversity* appare, quindi, come una leva di resilienza di lungo periodo, che necessita di condizioni istituzionali più mature, livelli di rappresentanza più elevati e trasformazioni culturali più profonde, per manifestare pienamente il proprio potenziale.

#### **4.4 Ipotesi 3: indipendenza del CdA, struttura dei poteri e resilienza**

La terza ipotesi aveva l'obiettivo di approfondire il nesso tra configurazione dei poteri apicali, grado di indipendenza del Consiglio di amministrazione e capacità dell'impresa di fronteggiare scenari turbolenti. L'assunto teorico è che un board dotato di autonomia effettiva rispetto al management, con una chiara separazione tra le figure di CEO e *Chairman*, contribuisca a rafforzare la qualità del monitoraggio, a ridurre i rischi di comportamenti opportunistici e a migliorare la capacità dell'organizzazione di assumere decisioni prudenti ma tempestive nei contesti di crisi. Per tradurre questo impianto teorico in un modello empirico, le regressioni panel presentate hanno incorporato due variabili chiave come la misura della *CEO Duality*, che identifica la concentrazione o separazione dei ruoli apicali, e la percentuale di amministratori indipendenti presenti nel Consiglio di amministrazione. A queste si è aggiunto il *Board Size* come variabile di controllo, in coerenza con gli studi che evidenziano come la numerosità del board possa incidere sui processi decisionali e sulla capacità di supervisione.

##### **4.4.1 L'assenza di effetti significativi nel contesto post-SOX**

L'analisi empirica restituisce un quadro più sfumato rispetto alle previsioni teoriche. Le regressioni, infatti, non mostrano effetti statisticamente significativi della *CEO Duality*, né della quota di amministratori indipendenti sul ROA, sul Tobin's Q o sul Debt/Equity; solo nel caso del ROE emerge un coefficiente della Board Independence negativo e prossimo alla soglia di significatività, ma non sufficiente per trarre conclusioni robuste. Anche il *Board Size* non si associa a variazioni sistematiche nelle performance o nella struttura finanziaria. L'insieme di questi risultati suggerisce che

l'indipendenza formalmente intesa, ossia quale composizione percentuale del board o come separazione delle cariche, non sia determinante o distintiva della resilienza nel contesto analizzato.

Questo esito, apparentemente in contrasto con la letteratura degli ultimi decenni, trova una spiegazione plausibile proprio nella maturità del contesto normativo e istituzionale statunitense. In seguito all'adozione del *Sarbanes-Oxley Act*, la governance delle società quotate ha subito una forte standardizzazione. La presenza di amministratori indipendenti è diventata la norma (non più l'eccezione), così come la definizione di procedure di controllo interno, sistemi di audit rigorosi e responsabilità più stringenti per i dirigenti apicali<sup>121</sup>. Ciò ha ridotto drasticamente l'eterogeneità tra le imprese, rendendo variabili come la percentuale di indipendenti meno utili a spiegare differenze di performance. In altre parole, ciò che due decenni fa rappresentava un segnale di forte discontinuità (e dunque un vantaggio distintivo), oggi costituisce una soglia minima di conformità che quasi tutte le imprese rispettano. La variabilità residua è troppo esigua per generare effetti statistici ben definiti sulle misure di performance considerate.

Un secondo elemento interpretativo riguarda la natura delle variabili impiegate: indicatori come la presenza o meno di *CEO Duality* o la quota di amministratori indipendenti catturano aspetti strutturali della governance, ma non necessariamente riflettono la dimensione più profonda della qualità dei processi decisionali. La resilienza organizzativa, come discusso nel Capitolo 2, non dipende soltanto dalla formalizzazione della governance, ma da elementi quali il reale grado di competenza degli amministratori, la loro capacità di analizzare informazioni complesse, il tempo effettivamente

---

<sup>121</sup> Sarbanes-Oxley Act of 2002, Pub. L. No. 107-204, 116 Stat. 745; R. Romano, *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance* (2005), in *Yale Law Journal*, New Haven 2005, vol. 114, n. 7, pp. 1521-1611; L. A. Bebchuk, A. Cohen, *The Costs of Entrenched Boards* (2005), in *Journal of Financial Economics*, Amsterdam 2005, vol. 78, n. 2, pp. 409-433.

dedicato ai lavori del board, la propensione a mettere in discussione le proposte del management, la cultura interna di vigilanza e apprendimento. Queste dimensioni, difficili da misurare quantitativamente, possono risultare molto più influenti della mera composizione percentuale del board o della struttura formale dei poteri.

È inoltre possibile che l'impatto dell'indipendenza del board sulla resilienza si manifesti soprattutto in momenti di crisi estrema o in presenza di comportamenti manageriali devianti, contesti che non necessariamente emergono in modo omogeneo nel quadriennio. In molte imprese, i meccanismi di governance previsti dalla normativa e dagli standard di mercato operano come sistemi di prevenzione, riducendo la probabilità di eventi negativi, ma senza generare differenze evidenti nelle performance monetarie di breve periodo.

Nel complesso, la terza ipotesi non trova conferma empirica nel senso stretto, ma ciò non implica una smentita del ruolo dell'indipendenza nella resilienza. Piuttosto, invita a una lettura più attenta della qualità sostanziale dei processi di governo societario. L'indipendenza può costituire una condizione necessaria per una buona governance, ma non è di per sé sufficiente a generare vantaggi misurabili, soprattutto in contesti in cui le imprese operano secondo standard elevati e fortemente omogenei. La resilienza sembra dipendere meno dalla struttura formale della governance e più dalla sua capacità effettiva di funzionare, dalla cultura del board e dalla competenza con cui vengono interpretati rischi, segnali deboli e pressioni esterne.

#### **4.5 Ipotesi 4: stakeholder engagement, trasparenza e resilienza**

La quarta ipotesi approfondisce il rapporto tra qualità delle relazioni con gli stakeholder, trasparenza istituzionale, maturità della rendicontazione non finanziaria e capacità dell'impresa di preservare stabilità e solidità nei periodi di crisi. In continuità con la teoria della *stakeholder view* e con il filone della *legitimacy theory*, l'ipotesi assume che organizzazioni più aperte al

dialogo, più attente alle aspettative sociali e più trasparenti nella comunicazione dispongano di un capitale relazionale capace di attenuare gli shock, migliorare la credibilità dell'impresa e rafforzare la resilienza.<sup>122</sup> Per verificare tale assunto, si analizzano empiricamente due dimensioni: da un lato lo *Stakeholder Engagement Score*, come misura della qualità del dialogo e del coinvolgimento dei portatori di interesse, dall'altro il *Community Score* e il *CSR Strategy Score*, utilizzati come *proxy* della profondità dell'impegno socio-territoriale e della maturità della disclosure non finanziaria.

#### **4.5.1 Stakeholder engagement: benefici attesi, costi immediatamente osservabili**

I risultati delle regressioni relative allo *Stakeholder Engagement Score* mostrano un quadro complesso, nel quale i benefici teoricamente associati al coinvolgimento degli stakeholder sembrano non emergere nelle metriche di breve periodo. Le imprese caratterizzate da livelli più elevati di engagement tendono, infatti, a presentare una riduzione, seppur modesta, della redditività operativa e una valutazione di mercato più prudente, mentre mostrano un maggiore ricorso al debito. La redditività per gli azionisti, invece, non appare significativamente influenzata.

Questa evidenza suggerisce che il coinvolgimento strutturato degli stakeholder rappresenti un investimento a tutti gli effetti, richiedendo risorse economiche, tempo, strutture organizzative dedicate, sistemi di ascolto e di reporting più articolati. Nel breve periodo, tali costi possono tradursi in una compressione dei margini operativi o in un temporaneo appannamento della performance. I benefici attesi legati ad una maggiore legittimazione

---

<sup>122</sup> R. E. Freeman, *Strategic Management: A Stakeholder Approach* (1984), Pitman, Boston 1984; T. Donaldson, L. E. Preston, *The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications* (1995), in *Academy of Management Review*, New York 1995, vol. 20, n. 1, pp. 65-91; M. Suchman, *Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches* (1995), in *Academy of Management Review*, New York 1995, vol. 20, n. 3, pp. 571-610.

sociale, stabilità delle relazioni contrattuali, minore vulnerabilità ai conflitti, capacità di mobilitare sostegno in condizioni critiche, hanno, invece, una natura più progressiva, accumulata e dilazionata nel tempo. L'orizzonte di un quadriennio, peraltro segnato da shock sistemici e da condizioni di mercato instabili, potrebbe non essere sufficiente per cogliere tali effetti.

Il maggiore ricorso al debito evidenziato dalle regressioni può essere interpretato attraverso una duplice lente: da un lato, l'aumento dell'indebitamento può riflettere la necessità di finanziare programmi sociali, iniziative relazionali o politiche interne orientate alla responsabilità, che comportano costi non trascurabili; dall'altro lato, può indicare che gli intermediari finanziari riconoscono alle imprese con forte capitale relazionale un profilo di rischio relativamente più favorevole, concedendo credito con maggiore facilità o a condizioni più convenienti. Il risultato è che, nel breve periodo, la leva finanziaria risulta incrementata, mentre i benefici reputazionali non sono ancora convertiti in migliori performance contabili o in una valutazione di mercato superiore.

Nel complesso, l'analisi mostra che lo *stakeholder engagement* si comporta come un *driver* di resilienza a lungo termine, i cui esiti non sono facilmente rilevabili all'interno di metriche strettamente economico-finanziarie limitate al breve.

#### **4.5.2 Impegno verso la comunità e CSR strategy: reputazione, costi e tempi di ritorno**

L'esame delle variabili *Community Score* e *CSR Strategy Score* consente di cogliere ulteriori sfumature sul rapporto tra responsabilità sociale, trasparenza e performance. Nello specifico, anche in questo caso i risultati non delineano un impatto immediato e positivo sulle misure considerate. L'impegno verso la comunità non sembra produrre effetti significativi sulla redditività operativa; anzi si associa a una leggera riduzione del ROE, plausibilmente dovuta ai costi certi e immediati delle iniziative socio-territoriali,

che spesso richiedono investimenti in programmi educativi, partnership non profit, donazioni o attività di sostegno locale. È ragionevole pensare che tali interventi producano benefici reputazionali e relazionali che si accumulano gradualmente, non emergendo nel breve periodo, soprattutto se il contesto macroeconomico è caratterizzato da instabilità e volatilità.

La *CSR Strategy*, interpretata come *proxy* della qualità della rendicontazione non finanziaria e della strutturazione dei processi decisionali orientati alla sostenibilità, mostra un coefficiente negativo, seppur prossimo alla soglia di significatività, in relazione alla valutazione di mercato. Anche in questo caso, il mercato sembra adottare una postura prudente nei confronti delle imprese che investono intensamente nella formalizzazione di strategie CSR, forse interpretando tali iniziative come costi aggiuntivi in una fase di crisi, piuttosto che come leve di competitività futura. Né il *Community Score*, né il *CSR Strategy Score* risultano influenzare in modo significativo la struttura del debito, mentre la dimensione aziendale si conferma un fattore determinante per l'accesso alla leva finanziaria, riflettendo la maggiore capacità delle imprese più grandi di ricorrere al debito come strumento di finanziamento.

Nel complesso, l'analisi mostra come il rapporto tra responsabilità sociale, trasparenza e performance presenti una dinamica temporale fortemente asimmetrica. Le iniziative in materia di *stakeholder engagement*, *community involvement* e *CSR strategy* comportano costi e investimenti iniziali che la finestra temporale presa in esame restituisce con maggiore evidenza, mentre i benefici - che secondo la letteratura si manifestano attraverso reputazione, mitigazione del rischio, stabilizzazione delle relazioni e rafforzamento della legittimazione sociale - richiedono un orizzonte di osservazione più lungo per essere pienamente riconosciuti dagli investitori e dalle metriche contabili.

Dunque, l'ultima ipotesi non trova conferma in termini di impatti positivi e immediati sulle performance, ma suggerisce che stakeholder engagement e

trasparenza operino come fattori di resilienza di lungo periodo, la cui influenza si sviluppa in forme indirette e progressive, spesso invisibili alle misure di breve periodo tipicamente utilizzate nella ricerca empirica.

#### **4.6 Governance, resilienza e orizzonte temporale: una sintesi integrata**

L'analisi congiunta delle ipotesi di ricerca consente di delineare un quadro complessivo che, pur nella sua complessità, appare coerente rispetto alla relazione tra corporate governance e resilienza aziendale.

La prima evidenza generale è che la resilienza non nasce dalla presenza isolata di una singola variabile strutturale, né rappresenta l'esito automatico dell'applicazione di best practice formalizzate nei codici di governance. Piuttosto, il legame tra governance e resilienza si manifesta come un processo articolato, multilivello, in cui elementi diversi interagiscono tra loro secondo tempi e modalità che eccedono quanto catturabile dai tradizionali indicatori di performance.

Un primo elemento trasversale che emerge con forza riguarda il ruolo cruciale dell'orizzonte temporale. Infatti, molte delle dimensioni analizzate (sostenibilità ESG, stakeholder engagement, politiche di CSR, investimenti nella comunità, diversità di genere) sono, per loro natura, a maturazione lenta. Si tratta di leve che richiedono continuità, pianificazione strategica e accumulo nel tempo di capitale relazionale, reputazionale e sociale. Per questo non sorprende che, nell'arco temporale degli anni presi in considerazione, caratterizzato da una successione di shock sistemici, i benefici associati a tali leve non risultino pienamente incorporati nelle metriche quantitative di performance. Il periodo osservato cattura, infatti, una fase di transizione in cui molte imprese stanno ancora sostenendo i costi necessari a riorientare il proprio assetto verso logiche di sostenibilità, inclusione e trasparenza. L'effetto visibile nei dati è, dunque, sbilanciato verso la componente di investimento e non verso quella di ritorno economico, generando

una forma di disallineamento temporale tra il ciclo di maturazione della resilienza e il ciclo di misurazione della performance.

Un secondo elemento significativo deriva dalla maturità del contesto istituzionale statunitense. In un mercato come quello delle società S&P 500, molte dimensioni della governance, in particolare l'indipendenza del board e la struttura dei controlli, sono ormai standardizzate e rappresentano requisiti minimi di compliance, più che leve differenzianti. L'effetto è una sostanziale riduzione della variabilità osservabile nelle variabili formali di governance, che si traduce in una minore capacità di queste ultime di spiegare differenze di performance. Ciò suggerisce che, in contesti altamente istituzionalizzati, la resilienza non derivi più dall'adozione di pratiche minime di buon governo, bensì dalla qualità sostanziale con cui tali pratiche vengono implementate. La capacità del board di esercitare un monitoraggio effettivo, di interrogare criticamente le strategie proposte dal management, di riconoscere segnali deboli nei contesti turbolenti e di incoraggiare un apprendimento organizzativo continuo, sfugge in gran parte alle metriche quantitative utilizzate nelle regressioni. Di conseguenza, la governance fa la differenza quando non si limita a rispettare standard formali, traducendosi in comportamenti e processi reali: ciò che la letteratura definisce come *board effectiveness*.

I risultati mostrano, inoltre, piuttosto chiaramente, che nessuna delle dimensioni analizzate produce, da sola, effetti robusti e generalizzati sulle misure di performance. Questo non implica che tali dimensioni non siano rilevanti; al contrario, suggerisce che i loro effetti emergono solo quando sono integrate in un sistema di governance coerente. La resilienza appare dunque come una proprietà emergente dell'organizzazione, che nasce dall'interazione tra strategie, cultura interna, assetti decisionali, relazioni con gli stakeholder e capacità di adattamento. L'equilibrio complessivo tra queste dimensioni determina la tenuta dell'impresa nei contesti di crisi. Ciò è particolarmente vero nel caso delle imprese dello S&P 500, dove la pressione

competitiva, la rilevanza sistemica e la complessità operativa richiedono soluzioni di governance sofisticate e sincretiche.

Alla luce di queste considerazioni, è possibile rispondere alla domanda di ricerca in modo articolato e non dicotomico: *la governance influenza la resilienza dell'impresa in crisi, ma il suo impatto non è immediato, né pienamente catturabile dai modelli quantitativi centrati su un arco temporale limitato e su indicatori prevalentemente strutturali.*

Le leve di governance agiscono attraverso processi gradualisti, producendo effetti che maturano nel tempo, manifestandosi in modo non lineare e spesso intrecciandosi con la cultura organizzativa, le competenze del personale dirigente e il contesto istituzionale. In altre parole, la governance contribuisce alla resilienza non tanto attraverso la conformità a determinati standard, quanto attraverso la coerenza, la credibilità e la profondità dei processi decisionali e delle relazioni instaurate con gli stakeholder.

Nella parte conclusiva della tesi, pertanto, si svilupperanno queste evidenze, traducendo i risultati empirici in implicazioni teoriche, manageriali e di *policy*. Si cercherà, inoltre, di delineare un quadro interpretativo che suggerisca come le imprese possano strutturare un modello di governance orientato alla resilienza di lungo periodo, valorizzando le sinergie tra sostenibilità, inclusività, trasparenza e qualità dei processi decisionali. In quest'ottica, la governance emerge come una leva dinamica, capace di sostenere non solo la performance economica, ma anche la capacità dell'impresa di attraversare con successo una fase storica segnata da instabilità crescente e cambiamenti strutturali.

## CAPITOLO 5 - DISCUSSIONE CRITICA DEI RISULTATI E IMPLICAZIONI PER LA GOVERNANCE RESILIENTE

Il percorso di ricerca finora sviluppato ha avuto l'obiettivo di verificare in che misura le varie configurazioni di governance, nei loro elementi strutturali, inclusivi e relazionali, influenzino concretamente la capacità delle imprese di mantenere stabilità e solidità finanziaria in un contesto caratterizzato da shock multipli. L'analisi panel condotta sulle imprese dello S&P 500 nel quadriennio 2021-2024 ha permesso di testare ipotesi radicate nella letteratura internazionale, restituendo un quadro complesso, nel quale emergono effetti parziali, non lineari o non sempre coerenti con le aspettative teoriche.

Nella consapevolezza di tale complessità, si è considerato che l'evidenza quantitativa non mostra relazioni nette tra le singole variabili di governance (sostenibilità ESG, presenza femminile nei board, indipendenza degli amministratori, politiche di stakeholder engagement) e gli indicatori di performance e solidità finanziaria. Questo non significa che la governance non influenzi la resilienza, ma piuttosto che la relazione debba essere letta in modo più sfumato, considerando elementi che i modelli quantitativi non sono in grado di cogliere: la qualità dei processi decisionali, la profondità del capitale cognitivo, la coerenza tra le strategie dichiarate e quelle effettivamente attuate, il ruolo dell'ambiente regolatorio nel fissare standard minimi che riducono la variabilità osservabile.

La riflessione che segue mira, dunque, a integrare le evidenze empiriche con il quadro teorico e normativo, da un lato interpretando i risultati alla luce della letteratura sulla complessità organizzativa e sulle capacità dinamiche, dall'altro mostrando come i requisiti introdotti dal diritto societario, italiano e statunitense, contribuiscano a modellare gli spazi entro cui la governance opera. La normativa, lungi dall'essere uno sfondo neutrale,

influenza la natura stessa della governance e determina ciò che i modelli quantitativi possono, o non possono, rilevare.

### **5.1 Resilienza, governance e contesto: una lettura integrata dei risultati**

L'ipotesi di partenza della tesi era che differenti configurazioni di corporate governance potessero incidere, in misura variabile, sulla resilienza delle imprese, intesa come capacità di anticipare, assorbire e trasformare le crisi. Tuttavia, l'analisi dei dati ha messo in luce un insieme di risultati meno lineari del previsto, che suggeriscono una relazione complessa tra governance e capacità adattiva.

Un profilo particolarmente rilevante emerso dall'analisi empirica riguarda l'assenza di significatività statistica della diversità di genere rispetto agli indicatori di performance contabile. Il risultato relativo alla non significatività statistica della diversità di genere rispetto a ROA e ROE si discosta da una parte rilevante della letteratura internazionale, che ha frequentemente riscontrato effetti positivi – seppur talvolta non lineari – tra presenza femminile nei board e performance aziendale. Tale divergenza può essere interpretata alla luce di almeno tre profili. In primo luogo, il periodo analizzato, caratterizzato da elevata volatilità macroeconomica, potrebbe aver attenuato gli effetti marginali delle variabili di composizione del board rispetto a fattori esogeni dominanti. In secondo luogo, la relazione tra gender diversity e performance potrebbe essere mediata da variabili organizzative non direttamente osservate, quali la qualità delle dinamiche deliberative interne o il grado effettivo di inclusione nei processi decisionali. Infine, è possibile che la diversità di genere produca effetti prevalentemente reputazionali e di lungo periodo, non immediatamente riflessi sugli indicatori contabili tradizionali. In questa prospettiva, il risultato non contraddice necessariamente la letteratura, ma suggerisce la necessità di adottare metriche più articolate della resilienza e della performance, capaci di cogliere dimensioni qualitative e temporali più ampie.

Per una migliore comprensione di queste evidenze è necessario collocarle entro una cornice interpretativa più ampia, che includa sia il quadro teorico sviluppato nei capitoli precedenti, sia il peso delle istituzioni regolatorie nei diversi ordinamenti.

Un primo aspetto è rappresentato dalla *dimensione temporale* (cap. 1 e 2). La resilienza è un processo di lungo periodo, che si manifesta mediante cicli di apprendimento, consolidamento delle capacità organizzative e accumulo di capitale sociale e cognitivo. Gli investimenti in sostenibilità, in relazioni con gli stakeholder o in diversità cognitiva producono effetti gradualmente e spesso non immediatamente rilevabili dagli indicatori di performance tipicamente utilizzati nelle analisi finanziarie. È plausibile, pertanto, che il quadriennio analizzato, segnato da shock multipli quali la coda della pandemia, la crisi energetica, la guerra in Ucraina e l'aumento dell'inflazione, colga più le fasi iniziali e costose di questi processi di adattamento che i benefici attesi sul lungo periodo.

Un secondo aspetto rilevante riguarda *il contesto istituzionale* in cui si collocano le imprese analizzate. Le società dello S&P 500 operano in un ambiente normativo estremamente strutturato, caratterizzato da elevati standard di trasparenza, disclosure e controllo, rafforzati nel tempo da normative come il Sarbanes-Oxley Act e i regolamenti della SEC. Tale contesto tende a produrre un'elevata omogeneità nei profili di governance. Indipendenza del board, presenza di comitati, regole di reporting e supervisione, infatti, sono requisiti ampiamente consolidati tra imprese resilienti e imprese meno resilienti. Quando gli standard minimi diventano la norma, la possibilità che le variabili strutturali tradizionali spieghino le differenze di performance si riduce drasticamente.

Questa osservazione risulta particolarmente significativa se confrontata con la normativa italiana. Nel nostro ordinamento, infatti, negli ultimi anni, il legislatore ha rafforzato il ruolo della governance non solo come strumento di tutela degli investitori ma anche come meccanismo di prevenzione e

gestione della crisi (art. 2086 c.c., nella formulazione introdotta dal d.lgs. 14/2019, il Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza CCII). Si introduce, dunque, una logica anticipatoria che avvicina la disciplina italiana al concetto di *resilience thinking*: la crisi non dev'essere interpretata come un evento improvviso, ma come risultato di vulnerabilità latenti che possono essere intercettate solo attraverso assetti di governance evoluti e processi decisionali consapevoli.

Il confronto con il sistema USA appare significativo. Quest'ultimo insiste sul controllo e sulla trasparenza a tutela degli investitori, laddove l'ordinamento italiano, pur orientato anch'esso alla trasparenza, attribuisce crescente centralità al tema della continuità aziendale e della gestione preventiva della crisi. Questa differenza concettuale incide indirettamente sull'interpretazione dei risultati empirici: nel contesto statunitense, infatti, l'attenzione verso le variabili ESG, la diversità di genere o lo stakeholder engagement può essere meno legata alla continuità aziendale e più all'attrattività verso il mercato e alla gestione della reputazione; nel contesto italiano, invece, tali dimensioni sono sempre più integrate nella strategia di medio-lungo periodo, in quanto parte di un quadro normativo che valorizza la capacità prospettica e la funzione anticipatoria della governance.

I risultati ottenuti nel quarto capitolo riflettono anche questa differente impostazione, per cui la limitata significatività empirica delle variabili di governance tradizionali non va intesa come una loro irrilevanza sostanziale, bensì come un effetto della loro ampia istituzionalizzazione nel mercato statunitense. Al contrario, in contesti dove la governance formale è elevata e standardizzata, le differenze nella resilienza si giocano su dimensioni meno visibili: la qualità dei processi decisionali, l'efficacia dei flussi informativi, la capacità di apprendere dagli shock, la profondità culturale del board, la coerenza tra strategia dichiarata e strategia realizzata. Si tratta di elementi che non possono essere ridotti a semplici misure quantitative e che richiedono approcci metodologici diversi, come analisi qualitative,

osservazioni dirette dei processi di governo o integrazione di indicatori cognitivi e culturali.

Un ultimo aspetto riguarda la natura sistemica della governance. La resilienza, infatti, non dipende da una singola leva (ESG, diversità, indipendenza o engagement) ma dall'integrazione coerente di più dimensioni all'interno di un sistema che deve operare in equilibrio dinamico. Gli investimenti in capitale relazionale, la pluralità cognitiva, la qualità dell'informazione, la sostenibilità ambientale e sociale, la trasparenza e la capacità di dialogo con gli stakeholder sono elementi che acquistano valore solo nella loro interazione. I risultati quantitativi, che isolano le variabili per esigenze di modellizzazione, catturano solo una parte di questo processo complesso. In sintesi, la lettura integrata delle evidenze empiriche conferma il ruolo della governance nella resilienza, interpretandolo attraverso categorie più sofisticate: la temporalità lunga, la natura processuale della decisione, il peso del contesto normativo e l'emergenza sistemica dei fenomeni organizzativi.

## 5.2 La capacità dinamica della governance resiliente

Le analisi condotte evidenziano chiaramente i limiti di un approccio alla governance fondato esclusivamente su indicatori strutturali. Variabili come la percentuale di amministratori indipendenti, la presenza di donne nel board o i punteggi ESG, pur essendo elementi rilevanti per descrivere la configurazione formale dei sistemi di governo societario, non catturano l'essenza profonda dei processi che determinano la resilienza organizzativa. Questo risultato invita a superare la visione tradizionale della corporate governance come insieme di regole e strutture per abbracciare una prospettiva più evoluta, centrata sulla governance come capacità dinamica, coerente

con gli sviluppi della letteratura più recente sulla resilienza, sulle capacità organizzative e sui sistemi complessi.<sup>123</sup>

È significativo che, negli ultimi anni, le principali linee guida internazionali (tra cui NACD e OECD) abbiano progressivamente spostato l'attenzione dagli aspetti puramente strutturali a quelli più intangibili, ossia qualità del dibattito strategico, gestione delle informazioni, cultura organizzativa,

---

<sup>123</sup> Il cuore di questa prospettiva risiede nell'idea che la governance non operi come un meccanismo statico, ma come un processo continuo di interpretazione, apprendimento e adattamento. In tale visione, gli organi decisionali, in primis il Consiglio di amministrazione, non si limitano a esercitare funzioni di monitoraggio, ma svolgono un ruolo attivo nella costruzione del significato degli eventi, nella definizione delle priorità strategiche e nella gestione dell'incertezza. Ciò comporta che la resilienza non possa essere attribuita a variabili atomizzate, bensì al modo in cui tali variabili vengono integrate in un sistema decisionale coerente e capace di evolvere. Queste considerazioni trovano fondamento anche nel quadro normativo italiano, come richiamato nei capitoli introduttivi, l'art. 2086 c.c. riformulato dal Codice della Crisi attribuisce all'imprenditore l'obbligo non solo di dotarsi di assetti adeguati, ma di garantire un funzionamento organizzativo capace di rilevare tempestivamente segnali di squilibrio e di orientare reattivamente e proattivamente l'impresa. Il legislatore italiano, dunque, recepisce implicitamente una concezione dinamica della governance, nella quale l'efficacia degli assetti dipende non dalla loro esistenza formale, ma dalla loro capacità di produrre letture corrette del contesto e decisioni appropriate in condizioni di incertezza. In un'ottica comparata, anche il sistema statunitense, pur improntato a principi diversi, converge su questo punto attraverso l'enfasi posta dalle istituzioni di vigilanza – in particolare la SEC – sul ruolo dei board nella supervisione dei rischi emergenti, nella gestione della disclosure e nella responsabilizzazione del management. Cfr. D. J. Teece, G. Pisano, A. Shuen, *Dynamic Capabilities and Strategic Management* (1997), in *Strategic Management Journal*, Hoboken 1997, vol. 18, n. 7, pp. 509-533; S. Duchek, *Organizational Resilience: A Capability-Based Conceptualization* (2020), in *Business Research*, Heidelberg 2020, vol. 13, n. 1, pp. 215-246.

livello di competenza degli amministratori e capacità di stimolare un confronto aperto e multidisciplinare.<sup>124</sup>

In quest'ottica, la governance può essere interpretata come un'infrastruttura cognitiva che consente all'organizzazione di percepire, elaborare e rispondere agli stimoli ambientali. Gli indicatori strutturali utilizzati nei modelli quantitativi, come *Board Independence* o *Gender Diversity*, funzionano come segnali indiretti di questa infrastruttura, ma non ne rappresentano la sostanza e la loro efficacia dipende dal modo in cui sono inseriti in un sistema di processi, norme interne, flussi informativi e relazioni di fiducia che permettono alla governance di funzionare come capacità dinamica.

Questa distinzione è evidente nel contesto altamente istituzionalizzato delle imprese S&P 500, dove l'indipendenza del board è un elemento ormai standardizzato e quindi poco discriminante. La diversità di genere, sebbene teoricamente promettente, produce effetti limitati, finché non raggiunge una massa critica e non si inserisce in un ambiente culturale realmente inclusivo. Le metriche ESG, pur rappresentando un importante indicatore dell'impegno dell'impresa verso la sostenibilità, riflettono spesso decisioni di investimento i cui esiti si manifestano su un arco temporale più ampio rispetto a quello considerato nell'analisi.

Queste dinamiche mostrano che l'efficacia della governance non dipende tanto dalla presenza di determinati attributi, quanto dalla capacità dell'organizzazione di attivarli, integrarli e tradurli in azione attraverso processi decisionali di alta qualità. La governance resiliente si manifesta, dunque, attraverso il modo in cui tali variabili si articolano in pratiche concrete, nonché nella capacità del board di leggere i segnali deboli, nella gestione delle

---

<sup>124</sup> OECD, *Principles of Corporate Governance* (2015), OECD Publishing, Paris 2015, in particolare capp. VI e VII; National Association of Corporate Directors (NACD), *Report of the Blue-Ribbon Commission on Building the Strategic-Asset Board* (2016), Washington, DC 2016. National Association of Corporate Directors (NACD), *Director Professionalism Report* (2020), Washington, DC 2020.

informazioni critiche, nella tempestività delle risposte, nella coerenza tra valore dichiarato e valore agito, nella disponibilità ad apprendere dagli errori ed a riorientare la strategia quando necessario.

Da questa prospettiva, emerge un'importante implicazione metodologica. La resilienza non è osservabile direttamente attraverso gli indicatori quantitativi tradizionali, ma richiede un approccio ibrido che combini misure strutturali, analisi dei processi e osservazione delle dinamiche culturali interne. I risultati qui elaborati confermano questa necessità, poiché mostrano come gli indicatori strutturali abbiano una capacità esplicativa limitata se non accompagnati da una riflessione sulle modalità concrete con cui vengono esercitate le funzioni di governo.

In sintesi, si ribadisce che la governance, per essere resiliente, deve essere intesa come capacità dinamica, insieme di pratiche, relazioni e processi che abilitano l'impresa a gestire l'incertezza ed a trasformare le crisi in occasioni di apprendimento e riorientamento strategico. È questo livello profondo e sostanziale, e non la mera dimensione formale, a costituire il vero motore della resilienza organizzativa.

### 5.3 Implicazioni manageriali e normative

Le evidenze emerse dall'analisi empirica non offrono solo spunti di carattere teorico, ma delineano un quadro ricco di implicazioni operative per manager, amministratori, investitori e *policy maker*. Si prenda in considerazione, in particolare, il quadro normativo entro il quale le imprese agiscono. Nel contesto italiano il legislatore ha introdotto, negli ultimi anni, obblighi che allineano la governance alle finalità di continuità aziendale e prevenzione della crisi mentre, nel contesto statunitense (da cui proviene il campione analizzato), il quadro regolatorio segue logiche diverse, maggiormente basate su disclosure, pressione degli investitori e standard di mercato. Entrambi i sistemi finiscono per convergere nella direzione di una governance intesa non più come mero insieme di strutture formali, ma come

architettura dinamica di processi, competenze, informazioni e responsabilità.

Da tutto ciò si deducono alcune implicazioni. La prima riguarda gli *investimenti in sostenibilità*, *stakeholder engagement* e responsabilità sociale, che producono effetti di breve periodo spesso non favorevoli: la redditività operativa può ridursi, il mercato può reagire con prudenza, l'indebitamento può aumentare.

Tuttavia, la letteratura e la regolazione europea, recepita in Italia attraverso la disciplina sulla rendicontazione di sostenibilità, ora rafforzata dalla CSRD, riconosce il valore di questi investimenti come leve strategiche di stabilità. Non è un caso che l'art. 2086 c.c., come riformato nel Codice della crisi, obblighi gli amministratori a dotarsi di assetti organizzativi adeguati alla rilevazione tempestiva dei segnali di crisi: la sostenibilità, in questa prospettiva, non è più una scelta volontaria, ma parte integrante del sistema di monitoraggio e manutenzione della continuità aziendale<sup>125</sup>.

La normativa italiana orienta, dunque, le imprese verso un modello di governance che privilegia la prevenzione su un orizzonte temporale esteso, mentre il mercato statunitense tende a premiare o penalizzare tali scelte con logiche più reattive, basate sulle aspettative degli investitori istituzionali, e la convergenza sostanziale tra i due sistemi risiede nella necessità di mantenere una visione di lungo periodo, pur attraverso strumenti e incentivi diversi.

---

<sup>125</sup> Direttiva (UE) 2022/2464 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 dicembre 2022, *Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)*; European Commission, *Guidelines on Non-Financial Reporting: Supplement on Reporting Climate-Related Information*, Brussels 2019. G. L. Clark, A. Feiner, M. Viehs, *From the Stockholder to the Stakeholder*, Oxford University Press, Oxford 2015. R. G. Eccles, S. C. Serafeim, *The Performance Frontier: Innovating for a Sustainable Strategy*, Harvard Business Review Press, Boston 2019. M. Power, *The Risk Management of Everything*, Demos, London 2004.

Una seconda implicazione riguarda la *diversità di genere*, il cui effetto empirico si è rivelato limitato nel periodo considerato, ciò non deve essere interpretato come una svalutazione della sua importanza, ma come un'indicazione che la diversità, per produrre effetti tangibili, richiede condizioni culturali e organizzative particolari. La sua efficacia non dipende solo dal numero di donne presenti nel board, ma dalla capacità dell'organizzazione di trasformare la pluralità cognitiva in valore decisionale. Questo principio si collega direttamente all'esperienza italiana, dove la Legge Golfo-Mosca e le successive integrazioni nel Testo Unico della Finanza, hanno promosso un incremento della rappresentanza femminile nei consigli delle società quotate.<sup>126</sup> Sebbene tali norme abbiano trasformato la composizione dei board, non possono incidere direttamente sulla qualità delle interazioni, sulla cultura del dibattito o sulla capacità delle minoranze di influenzare le decisioni. Ciò conferma quanto emerso anche nel contesto statunitense, dove la diversità è una condizione necessaria per arricchire le decisioni, ma non è sufficiente se non supportata da un ambiente realmente inclusivo, da un modello di leadership aperto e da processi decisionali che valorizzino la voce delle minoranze.

La terza implicazione riguarda il tema dell'*indipendenza del board*. L'analisi empirica ha evidenziato come questo indicatore, un tempo cruciale per distinguere tra sistemi di governance più o meno efficaci, abbia perso la sua capacità discriminante nel contesto statunitense, dove i livelli di indipendenza sono ormai estremamente elevati. Anche in Italia la disciplina

---

<sup>126</sup> Legge 12 luglio 2011, n. 120 (c.d. *Legge Golfo-Mosca*), "Modifiche al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria concernenti la parità di accesso agli organi di amministrazione e di controllo delle società quotate"; D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (*Testo Unico della Finanza*), artt. 147-ter e 148; CONSOB, *Report on Corporate Governance of Italian Listed Companies*, Roma, varie edizioni (in particolare 2018 e 2022); A. Bianco, M. Ciavarella, *Corporate Governance and Gender Diversity: Evidence from Italian Listed Companies*, in *Corporate Governance: An International Review*, Hoboken 2021, vol. 29, n. 6, pp. 556-573.

contenuta nel Codice di Corporate Governance e nelle Regole di Borsa Italiana ha reso questa caratteristica uno standard consolidato. Tuttavia, l'indipendenza formale non garantisce automaticamente una migliore qualità del controllo o della supervisione. La resilienza dipende invece dalla qualità dei processi, dal modo in cui il board elabora e interpreta le informazioni, dal livello di trasparenza instaurato con il management, dalla capacità di sollevare questioni critiche e di adottare decisioni tempestive. Questa constatazione è perfettamente allineata con l'impianto normativo italiano che, con l'art. 2086 c.c., enfatizza il ruolo degli assetti adeguati non nella loro forma astratta, ma nella capacità funzionale di prevenire situazioni di squilibrio. In altre parole, la governance non richiede solo strutture a norma, ma processi che funzionano.

Infine, altre implicazioni nascono dalle pratiche di *stakeholder engagement e di responsabilità sociale*, che emergono come aree nelle quali i costi immediati sono più visibili dei benefici di lungo periodo. Questo dato, tuttavia, non ne ridimensiona il valore strategico. In Italia, la crescente attenzione normativa alla rendicontazione di sostenibilità, alle informative non finanziarie e alla responsabilità sociale d'impresa dimostra che il legislatore considera queste attività come strumenti fondamentali per la trasparenza e la gestione dei rischi. Nel contesto statunitense, la pressione degli investitori istituzionali e delle agenzie di rating ESG ha un effetto analogo, incentivando le imprese a comunicare in modo chiaro le proprie strategie ed a costruire relazioni solide con gli stakeholder. Dal punto di vista manageriale, ciò implica che l'engagement non può essere trattato come un adempimento comunicativo, ma deve essere integrato nella strategia aziendale, diventando parte del processo di costruzione della fiducia e della legittimazione sociale<sup>127</sup>.

---

<sup>127</sup> G. Clark, A. Feiner, M. Viehs, *From the Stockholder to the Stakeholder* (2015), Oxford University Press, Oxford 2015

Il quadro che emerge dalle evidenze empiriche e dal confronto normativo suggerisce che la governance resiliente richieda un approccio capace di combinare elementi formali, procedurali e culturali. Gli amministratori devono muoversi in un contesto in cui la conformità non è sufficiente: serve una governance che investa nel lungo periodo, che trasformi la diversità in risorsa attiva, che renda l'indipendenza una pratica sostanziale e non solo un requisito, e che integri trasparenza e stakeholder engagement in una visione strategica. La normativa italiana (più prescrittiva e orientata alla prevenzione) e quella statunitense (più basata su disclosure e disciplina di mercato) offrono due percorsi diversi ma convergenti verso un unico obiettivo: promuovere una governance capace di garantire continuità, adattamento e capacità di risposta in contesti instabili. A questo compito, come mostrano i risultati della presente ricerca, sono chiamati tanto il legislatore quanto i manager, i board e gli stakeholder, in un equilibrio dinamico che definisce la qualità complessiva del sistema di governance.

#### **5.4 Limiti della ricerca e piste per studi futuri**

Le riflessioni finora estrinsecate non possono prescindere da una valutazione attenta dei limiti che hanno caratterizzato il percorso di ricerca e che, pur non riducendone il valore scientifico, ne circoscrivono la portata interpretativa, aprendo spazi significativi per ulteriori approfondimenti. Ogni studio empirico sulla corporate governance, soprattutto quando affronta un fenomeno complesso e intrinsecamente dinamico come la resilienza organizzativa, è inevitabilmente condizionato da vincoli di natura temporale, metodologica e informativa. La consapevolezza di tali confini rappresenta un elemento essenziale per collocare correttamente i risultati ottenuti e per tracciare possibili linee evolutive della ricerca.

Il punto di partenza relativo all'analisi dei limiti riguarda *l'orizzonte temporale* piuttosto ristretto in cui si colloca la ricerca, limitato al quadriennio 2021-2024. Tale finestra coincide con una fase storica segnata da shock

eccezionali (pandemia, crisi energetica, tensioni geopolitiche), che hanno inciso in maniera rilevante sui comportamenti delle imprese e sulle valutazioni degli investitori. È ragionevole supporre che molte delle relazioni osservate, soprattutto quelle relative agli investimenti in sostenibilità e alle pratiche di *stakeholder engagement*, riflettano una fase di assorbimento dei costi di transizione piuttosto che la piena manifestazione dei benefici attesi. Studi futuri, sviluppati su orizzonti temporali più ampi, potrebbero cogliere la maturazione degli effetti cumulativi di tali politiche, fornendo un quadro più completo della loro incidenza sulla resilienza.

Un' altro aspetto da considerare riguarda la *natura altamente istituzionalizzata del campione utilizzato*. Le imprese dello S&P 500 operano in un contesto normativo e di mercato avanzato, caratterizzato da elevati livelli di disclosure, da standard minimi ormai consolidati e da una pressione continua da parte degli investitori istituzionali. Questo ambiente riduce fortemente la mutevolezza osservabile nelle variabili strutturali di governance, rendendo più complessa l'individuazione di effetti differenziati e significativi. È verosimile che in contesti meno maturi o maggiormente eterogenei – come quello italiano, europeo o dei mercati emergenti – la governance mostri un potere esplicativo più marcato, e che fattori quali l'indipendenza del board, la diversità di genere o la qualità della rendicontazione esercitino un impatto più distinguibile sulla performance e sulla continuità aziendale.

Un' altro aspetto limitante riguarda la *natura prevalentemente strutturale delle variabili utilizzate*. Indicatori come ESG score, percentuale di amministratori indipendenti o quota di donne nel CdA, pur essendo ampiamente riconosciuti nelle analisi quantitative, non catturano la profondità dei processi decisionali e delle dinamiche culturali che caratterizzano la governance effettiva. La resilienza, come è emerso dal quadro teorico, nasce dalla qualità dell'apprendimento organizzativo, dalla capacità di interpretare i segnali deboli, dall'orientamento di lungo periodo e dalla coerenza strategica interna, elementi che difficilmente trovano una rappresentazione adeguata

nei dataset tradizionali. Per questo motivo, studi futuri potrebbero beneficiare di approcci metodologici integrati, combinando analisi panel con interviste qualitative, studi di caso comparati o metodologie computazionali in grado di catturare dimensioni latenti dei processi di governance.

Lo stesso *impianto normativo* costituisce un aspetto limitante. La presente ricerca ha utilizzato un campione statunitense, ma ha interpretato i risultati anche alla luce delle evoluzioni regolatorie europee e italiane, come la riforma dell'art. 2086 c.c., il Codice della Crisi d'Impresa, la normativa sulla rendicontazione di sostenibilità e le disposizioni del Codice di *Corporate Governance*. Questa comparazione ha messo in evidenza come i sistemi regolatori possano influenzare in modo significativo il modo in cui le imprese strutturano i meccanismi di governance e affrontano i rischi. Tuttavia, un'analisi empirica diretta su imprese italiane o europee sarebbe necessaria per comprendere appieno in che misura tali norme incidano sulla resilienza e producano poi, eventualmente, effetti diversi rispetto a quelli osservati nel contesto statunitense.

Alla luce di questi limiti, le direzioni degli studi futuri si presentano ampie e promettenti. A tal uopo, sarà utile ampliare il perimetro temporale dell'analisi, esplorare contesti normativi più eterogenei, integrare dimensioni qualitative e adottare modelli multilivello capaci di catturare la complessità strutturale e processuale della governance. Inoltre, approfondire il ruolo della cultura organizzativa, dei flussi informativi interni, della qualità del dialogo nei board e delle configurazioni dinamiche di leadership potrebbe contribuire a sviluppare una comprensione più fine dei meccanismi che sostengono la resilienza nel lungo periodo.

In conclusione, i limiti della presente ricerca non ne riducono il valore, ma ne evidenziano la complessità, indicando chiaramente che la corporate governance, in quanto sistema adattivo, richiede strumenti di analisi sempre più sofisticati. La resilienza non è un attributo semplice da misurare, né un risultato riconducibile a una singola leva organizzativa; è un fenomeno

emergente dall'interazione tra norme, strutture, processi, culture e visioni strategiche. Studiare questa interazione rimane una sfida aperta, ma anche una delle prospettive più rilevanti per il futuro della ricerca sulla governance d'impresa.



Finanziato  
dall'Unione europea  
NextGenerationEU



Ministero  
dell'Università  
e della Ricerca



Italiadomani  
PIANO NAZIONALE  
DI RIPRESA E RESILIENZA



Università telematica delle  
Camere di Commercio Italiane

## CAPITOLO 6 - CONCLUSIONI E CONTRIBUTI DELLA RICERCA

### 6.1 Evidenze, contributi teorici e apporti metodologici, verso una concezione sistemica della governance resiliente

L'insieme dei risultati empirici e delle riflessioni elaborate nel corso della ricerca convergono verso un'evidenza di fondo: la corporate governance non può più essere interpretata come un aggregato di variabili strutturali, percentuali di indipendenti, presenza femminile, punteggi ESG, indicatori di engagement, né come un dispositivo statico che opera attraverso meccanismi lineari e prevedibili. Al contrario, si configura come un sistema complesso, integrato e dinamico, caratterizzato da interazioni tra elementi strutturali, processuali, culturali e istituzionali. L'analisi condotta mostra con coerenza che nessuna delle variabili considerate, se isolata dal contesto organizzativo e istituzionale in cui opera, esprime un impatto sistematico, robusto e unidirezionale sulle misure tradizionali di performance economico-finanziaria o di solidità strutturale. Questa constatazione, lungi dall'indebolire i fondamenti teorici che attribuiscono alla governance un ruolo determinante nella resilienza, conferma anzi la necessità di interpretarla secondo una logica sistemica e non decomponibile.

Un primo elemento che emerge con nettezza riguarda come evidenziato la *dimensione temporale* dei fattori di governance. Le politiche orientate alla sostenibilità ambientale e sociale, il consolidamento di un capitale relazionale con gli stakeholder, la costruzione di processi decisionali più inclusivi e pluralisti, lo sviluppo di capacità di apprendimento organizzativo, sono investimenti che producono effetti graduali, cumulativi e di lungo periodo. Il quadriennio osservato in questa ricerca, profondamente segnato da shock sistemici sanitari, geopolitici, energetici e inflazionistici – intercetta una fase storica in cui molte imprese si sono trovate impegnate a sostenere costi immediati (in termini di riorganizzazione, adattamento tecnologico, implementazione di standard di sostenibilità), mentre i benefici attesi in termini

di fiducia, reputazione e riduzione del rischio sono ancora in via di manifestazione. Questa asimmetria temporale tra costi a breve e benefici a lungo costituisce uno dei contributi teorici più rilevanti della ricerca, la governance resiliente, per sua natura, non si presta a valutazioni ancorate esclusivamente agli indicatori contabili annuali, ma richiede strumenti interpretativi capaci di cogliere dinamiche di lungo respiro.

In secondo luogo, il *contesto istituzionale in cui operano le imprese* analizzate svolge un ruolo decisivo nell'interpretazione dei risultati. Il mercato statunitense, soprattutto per quanto riguarda le società incluse nello S&P 500, è caratterizzato da livelli estremamente elevati di istituzionalizzazione delle *best practice* di governance, board altamente indipendenti, sistemi di controllo interni maturi, disclosure avanzata, obblighi stringenti derivanti dalla Sarbanes-Oxley Act e dalle regolamentazioni SEC. Questa omogeneità strutturale riduce drasticamente la variabilità osservabile nelle variabili di governance e, con essa, la possibilità di cogliere differenze significative di performance attribuibili a elementi formali. Ciò non implica che tali elementi non contino, ma che il loro potere esplicativo si sposti dal più o meno formale al sostanziale: come il board utilizza le informazioni, come interagisce con il management, come valuta i rischi emergenti, come esercita il controllo strategico.

Tale riflessione conduce a una revisione concettuale importante: le variabili strutturali della governance, pur necessarie per garantire compliance e trasparenza, rappresentano condizioni di base, più che fattori discriminanti di resilienza.

Si rafforza, quindi, nelle evidenze di questa tesi, l'idea di una governance come capacità dinamica, riprendendo un filone della letteratura che sottolinea il ruolo dell'apprendimento, dell'interpretazione dei segnali deboli, della gestione della complessità e della flessibilità strategica come determinanti della capacità delle imprese di affrontare shock e cambiamenti strutturali. Tale prospettiva supera l'idea che la qualità della governance sia

misurabile mediante un set di indicatori statici, riconoscendo, invece, che la governance opera attraverso processi relazionali, cognitivi e culturali che difficilmente emergono dai modelli quantitativi tradizionali<sup>128</sup>.

La resilienza organizzativa appare, dunque, come il risultato di un'architettura decisionale coerente, in cui gli aspetti strutturali abilitano ma non determinano da soli gli esiti.

Dal punto di vista metodologico, la ricerca mette in evidenza un limite intrinseco degli approcci basati esclusivamente su dati panel e indicatori numerici. Questi sono efficaci nel cogliere correlazioni e tendenze, ma non riescono a catturare dimensioni fondamentali della governance quali la qualità del dibattito strategico, la profondità della cultura organizzativa, la presenza di un orientamento condiviso al lungo periodo, la coerenza tra strategia dichiarata e comportamenti effettivi. Per comprendere appieno la natura della resilienza, occorre integrare gli approcci quantitativi con analisi qualitative, studi longitudinali, osservazioni dirette dei processi deliberativi o metodologie multilivello. Questo lavoro ha così contribuito ad evidenziare tale esigenza di integrazione, sottolineando che la resilienza non può essere analizzata compiutamente attraverso un'unica lente di osservazione. Infine, la ricerca consente di formulare una riflessione comparativa rilevante, mettendo a confronto l'ordinamento normativo italiano e quello USA. In Italia, la riforma dell'art. 2086 c.c., il nuovo Codice della crisi e dell'insolvenza e l'introduzione degli obblighi di assetti adeguati hanno reso esplicito e vincolante il legame tra governance e continuità aziendale,

---

<sup>128</sup> J. G. March, *Exploration and Exploitation in Organizational Learning* (1991), in *Organization Science*, Linthicum (MD) 1991, vol. 2, n. 1, pp. 71-87; G. Gavetti, *Toward a Behavioral Theory of Strategy* (2012), in *Organization Science*, Linthicum (MD) 2012, vol. 23, n. 1, pp. 267-285; H. Tsoukas, *Complexity, Theory and Organization* (1998), in *Organization*, London 1998, vol. 5, n. 3, pp. 291-313; R. M. Kaplan, D. P. Norton, *Strategy-Focused Organization*, Harvard Business School Press, Boston 2001; C. Cornelissen, *Sensemaking Under Pressure* (2017), in *Academy of Management Review*, New York 2017, vol. 42, n. 1, pp. 75-95.

ponendo il focus sulla capacità degli organi societari di prevenire, rilevare e gestire tempestivamente segnali di squilibrio. Negli Stati Uniti, un sistema di norme cumulative ha storicamente privilegiato trasparenza, *accountability* e controlli interni. Sebbene derivino da tradizioni giuridiche differenti, i due quadri normativi convergono su un punto fondamentale: l'idea che la governance debba essere un presidio di resilienza, non solo un insieme di regole formali. Si specifica, in particolare, che questa responsabilità si traduce operativamente nella capacità delle imprese di attivare processi e competenze che diano sostanza agli assetti previsti dalla legge.

Complessivamente, quindi le evidenze empiriche qui delineate e circoscritte in un'unica cornice interpretativa sottolineano come la governance sia un sistema complesso, dinamico e funzionale alla resilienza di lungo periodo.

## 6.2 Una visione integrata di governance resiliente

L'insieme delle evidenze teoriche, normative ed empiriche fin qui sviluppate consente di delineare una concezione della governance resiliente, aperta ad una prospettiva sistemica, multilivello e orientata al lungo periodo, piuttosto diversa da quella tradizionale, frammentata e strutturalista. In quest'ottica interpretativa, la resilienza non è mai il prodotto meccanico di una singola leva di governo, bensì l'esito emergente di un insieme coordinato di pratiche, culture, ruoli e responsabilità, profondamente radicati sia nella struttura organizzativa sia nel contesto normativo in cui l'impresa opera. I risultati empirici riportati hanno evidenziato con chiarezza che la capacità delle imprese di reagire agli shock non deriva dall'applicazione atomistica di elementi come ESG, diversità, indipendenza o stakeholder engagement, ma dalla qualità della loro integrazione in un sistema di governance coerente e dinamico.

Questa prospettiva teorica considerata considera l'integrazione strategica della sostenibilità intesa non come ambito complementare, ma come

architrate della capacità di anticipare rischi e costruire legittimazione nel tempo. I risultati mostrano che gli investimenti ESG generano costi nel breve periodo e non sono premiati immediatamente né dalla redditività né dalle valutazioni di mercato. Tuttavia, la normativa, in Italia (negli obblighi sugli assetti adeguati e negli orientamenti delle autorità di vigilanza - CONSOB, Banca d'Italia e negli obblighi normativi comunitari, con la CSRD) e negli Stati Uniti (con la crescente attenzione SEC ai rischi climatici), richiede alle imprese di operare in un orizzonte temporale esteso, nel quale la sostenibilità è intesa come fattore strutturale di continuità aziendale. Ne deriva che la sostenibilità integrata rappresenta una dimensione necessaria per la resilienza, anche quando non produce effetti visibili nel breve termine.

Un ulteriore elemento di novità è costituito dalla qualità sostanziale dei processi decisionali del board, che assume un ruolo centrale nella prospettiva adottata, in quanto luogo in cui convergono informazioni, prospettive, competenze e pressioni provenienti dall'ambiente esterno. Le evidenze empiriche, che indicano un impatto limitato dell'indipendenza formale del CdA, confermano che la sola compliance normativa non è sufficiente per determinare resilienza. Ciò che distingue le imprese capaci di reagire agli shock non è la struttura del board, bensì la qualità del dialogo interno, la capacità di sfidare il management quando necessario, la profondità dell'analisi dei rischi e la propensione a generare apprendimento organizzativo. In questo senso, il modello valorizza il ruolo della governance non come insieme di ruoli statici, ma come infrastruttura cognitiva, capace di interpretare segnali deboli e di riorientare tempestivamente la strategia.

Il terzo elemento emergente da questa nuova prospettiva teorica è rappresentato dall'inclusione e dalla pluralità cognitiva, che vanno oltre il dato strutturale della rappresentanza femminile, includendo il modo in cui la diversità diventa effettivamente parte dei processi decisionali. L'esperienza normativa italiana, con l'introduzione prima delle quote Golfo-Mosca e poi delle previsioni del Testo Unico della Finanza sul riequilibrio di genere,

dimostra che la presenza femminile nel board può essere istituzionalizzata solo attraverso un percorso sistematico, orientato non a garantire numeri, ma a trasformare la cultura di governo<sup>129</sup>. Dall'analisi dei risultati empirici si conferma che, in assenza di una massa critica, la diversità non si traduce automaticamente in performance. Il modello di governance resiliente prevede, dunque, che la pluralità cognitiva sia accompagnata da una cultura inclusiva, da meccanismi che garantiscano una reale partecipazione ai processi decisionali e dalla capacità di superare concezioni consolidate.

Un ulteriore aspetto preso in considerazione riguarda il rafforzamento del capitale relazionale attraverso relazioni trasparenti, durature e bidirezionali con gli stakeholder. Infatti, come mostrano i risultati, le imprese con elevati punteggi di stakeholder engagement affrontano maggiori costi nel breve periodo e fanno ricorso più intenso al debito. Questi esiti confermano che l'*engagement* è un investimento di lungo periodo, orientato a stabilizzare i rapporti con comunità, istituzioni e portatori di interesse nei momenti di crisi. Dal punto di vista normativo, il crescente peso della rendicontazione non finanziaria (DNF, CSRD) e le linee guida delle autorità di vigilanza sugli obblighi di trasparenza, contribuiscono a rafforzare questa dimensione, conferendo al capitale relazionale un ruolo sempre più importante nella continuità aziendale.

In quest'ottica interpretativa si è preso in considerazione, inoltre, anche la gestione integrata dei rischi e la capacità di rilevazione precoce delle crisi, coerente con le disposizioni dell'art. 2086 c.c. e con la logica del Codice della Crisi, che attribuiscono agli organi di governo una responsabilità diretta nella definizione di assetti adeguati. Il confronto con il contesto

---

<sup>129</sup> Legge 12 luglio 2011, n. 120 (c.d. *Legge Golfo-Mosca*); D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (*Testo Unico della Finanza*), artt. 147-ter e 148; CONSOB, *Gender Balance in Corporate Boards: Evidence from Italian Listed Companies*, Roma 2020; S. Terjesen, R. V. Aguilera, *Instituting Board Gender Quotas: Institutionalization, Legitimacy and Cultural Change* (2015), in *Journal of Business Ethics*, Dordrecht 2015, vol. 128, n. 2, pp. 233–251.

statunitense, caratterizzato da un sistema di controlli interni molto formalizzato, evidenzia una convergenza crescente verso una resilienza richiedente sistemi informativi capaci di individuare i segnali di deterioramento, strutture decisionali in grado di reagire tempestivamente e processi interni che riducano la dipendenza dell'impresa da condizioni esterne favorevoli. In questo senso, la governance resiliente integra controlli formali e capacità adattive, prevedendo un sistema di governo che operi simultaneamente su previsioni, monitoraggio e reazione agli shock.

L'ultimo aspetto interpretativo evidenziato nel lavoro riguarda la dimensione culturale della governance, forse la più difficile da osservare empiricamente, ma centrale per garantire coerenza all'intero sistema. Una governance resiliente si fonda, infatti, su una cultura che valorizza la collaborazione, l'apprendimento continuo, la visione di lungo periodo, la responsabilità diffusa e la coerenza tra strategia dichiarata e comportamenti effettivi. Senza una cultura organizzativa matura, anche i sistemi di governance più avanzati rischiano di rimanere strumenti formali incapaci di generare reali capacità adattive. La cultura rappresenta così la dimensione che permette a strutture, processi e responsabilità normative di tradursi in resilienza concreta.

In definitiva emerge una governance resiliente che non si limita a sommare variabili quantitative, ma agisce come un ecosistema complesso, orientato alla continuità aziendale attraverso un equilibrio dinamico tra regole, pratiche, cultura e contesto istituzionale.

### **6.3 Considerazioni conclusive**

Sulla base di quanto finora detto, la corporate governance non può più essere interpretata come un semplice aggregato di regole, strutture e indicatori misurabili, ma deve essere compresa come un sistema complesso, dinamico e relazionale, capace di influenzare profondamente la resilienza delle

organizzazioni, pur senza manifestarsi attraverso relazioni lineari o immediatamente osservabili nelle metriche finanziarie di breve periodo.

L'analisi del campione d'impresе, condotta in una fase temporale segnata da shock multipli e interdipendenti, mostra in modo evidente che nessuna delle variabili strutturali isolate (ESG score, diversità di genere, indipendenza del board, stakeholder engagement), è in grado, da sola, di predire o determinare la resilienza organizzativa. Tale esito non rappresenta un limite, né un fallimento delle ipotesi iniziali, al contrario evidenzia la natura multidimensionale, cumulativa e sistemica della resilienza e pone in luce il bisogno di approcci teorici e metodologici più maturi e sofisticati.

Da un punto di vista accademico, questo lavoro ha cercato di fornire un'interpretazione della governance resiliente diversa da quella tradizionale, che tenga maggiormente conto delle attualità scaturenti dal dibattito scientifico. Le evidenze raccolte sottolineano come sia necessario studiare la governance considerando ciò che accade nei processi decisionali, nei flussi informativi, nelle dinamiche di apprendimento, nella gestione della tensione tra breve e lungo periodo. La resilienza non deriva dalla presenza formale di un certo numero di amministratori indipendenti o dalla composizione numerica dei board, ma dalla capacità del sistema di governance di interpretare correttamente segnali deboli, prendere decisioni di qualità e costruire un equilibrio dinamico tra stabilità e flessibilità. In questo senso, si è cercato di contribuire al dibattito teorico contemporaneo collocandosi nella prospettiva delle *capabilities dinamiche*, secondo cui la governance non è una struttura, bensì una capacità organizzativa che evolve, apprende e si adatta nel tempo.

Dal punto di vista manageriale, il lavoro offre interessanti indicazioni, mostrando che gli investimenti in sostenibilità, capitale relazionale, trasparenza e diversità, pur non generando premi immediati nelle performance contabili o nelle valutazioni di mercato, tuttavia svolgono una funzione fondamentale nel rafforzare la legittimazione dell'impresa, migliorare la

qualità delle relazioni con gli stakeholder, consolidare la reputazione e creare condizioni favorevoli per assorbire shock futuri.

La governance resiliente richiede, dunque, una mentalità orientata al lungo termine e una capacità di resistere alle pressioni di breve periodo, mantenendo coerenza strategica anche in contesti di forte incertezza. In tal senso, l'operato dei Board, attraverso il dialogo, la diversità cognitiva, la capacità critica e la profondità culturale, può emergere come determinante rilevante e positiva di una dinamica evolutiva della governance resiliente.

Sul piano istituzionale, il confronto tra quadro italiano e statunitense evidenzia come norme diverse convergano verso una medesima logica di responsabilizzazione degli organi amministrativi nella tutela della continuità aziendale. L'art. 2086 c.c., che impone alle imprese italiane assetti adeguati a rilevare tempestivamente gli indizi di crisi, e il sistema statunitense post-SOX, fortemente orientato a trasparenza e *accountability*, rappresentano due traiettorie normative distinte, ma accomunate dalla riconoscenza che la governance non è solo strumento di controllo, bensì presidio della resilienza. Le istituzioni, pertanto, non possono limitarsi a definire requisiti formali, devono promuovere la formazione dei board, l'evoluzione delle competenze, la qualità dei processi decisionali e la cultura della gestione del rischio.

Naturalmente, la ricerca presenta alcuni limiti che ne circoscrivono la portata e al tempo stesso aprono nuove traiettorie per studi futuri. Ad esempio, l'orizzonte temporale ristretto al quadriennio coglie una fase eccezionale, nella quale gli effetti a lungo termine degli investimenti in governance possono non essere ancora maturati. Inoltre, il campione S&P 500 è fortemente istituzionalizzato, riducendo la variabilità utile all'identificazione econometrica. Infine, la natura strutturale delle variabili utilizzate non consente di osservare aspetti qualitativi e processuali cruciali per la resilienza. Ricerche future potrebbero ampliare l'orizzonte temporale, integrare dati qualitativi, includere contesti istituzionali più eterogenei, sviluppare indicatori capaci

di catturare dimensioni cognitive e culturali dei board e adottare metodologie multi-metodo coerenti con la complessità del fenomeno studiato.

In definitiva, l'analisi condotta, pur mostrando l'apparente debolezza empirica delle relazioni lineari tra governance e performance di breve periodo, evidenzia l'importanza della governance, che si esplicita in un modo più sottile, articolato ed evoluto di quanto le metriche tradizionali possano catturare.

La resilienza non è il risultato della semplice applicazione di *best practice*, né della conformità a regole che prescrivono composizioni o percentuali, ma è il frutto di un disegno complessivo che integra persone, culture, informazioni, relazioni, responsabilità e visione strategica. In altre parole, la governance resiliente non si limita a rispettare le regole, ma fa funzionare le regole, trasformandole in processi decisionali capaci di creare valore nel tempo.

In questo lavoro, pertanto, si è proposta una lettura della governance come presidio cognitivo e relazionale della resilienza, non riducibile a variabili atomizzate ma riconducibile alla qualità dell'architettura decisionale complessiva. In un mondo definito da volatilità, incertezza, complessità e ambiguità, la capacità delle imprese di sopravvivere e prosperare dipende sempre meno dalla forza dei loro bilanci e sempre più dalla capacità di interpretare il contesto, apprendere rapidamente, integrare prospettive diverse e costruire relazioni di fiducia. La governance è il luogo in cui queste capacità prendono forma, rappresenta la struttura che permette all'organizzazione di navigare l'incertezza, di trasformare gli shock in apprendimento e di mantenere la continuità operativa anche nei contesti più instabili.

Per questo motivo, si parla di governance resiliente, perché non solo si adatta e reagisce agli eventi quotidiani, di breve e più lungo periodo, ma apprende dai cambiamenti riuscendo anche, in qualche modo, a determinarli e/o influenzarli. La vera sfida dei prossimi anni, pertanto, sarà quella di favorire l'attuazione di sistemi di governance capaci di generare valore

proprio attraverso la gestione della complessità. Solo allora, la resilienza cesserà di essere una reazione alla crisi e diventerà una forma avanzata di capacità strategica.

## BIBLIOGRAFIA

### Opere (letteratura primaria)

Adams, Renée B., *Women on Boards: The Superheroes of Tomorrow?* in *Leadership Quarterly*, 27, 2016, n. 3, pp. 371-386.

Ansoff, H. Igor, *Managing Strategic Surprise by Response to Weak Signals*, in *California Management Review*, 18, 1975, n. 2, pp. 21-33.

Argyris, Chris - Schön, Donald A., *Organizational Learning II. Theory, Method, and Practice*, Addison-Wesley, Reading (MA), 1996.

Beck, Ulrich, *Risikogesellschaft. Auf dem Weg in eine andere Moderne*, Suhrkamp, Frankfurt am Main, 1986, trad. it. *La società del rischio*, Carocci, Roma, 2000.

Boin, Arjen - 't Hart, Paul - Stern, Eric - Sundelius, Bengt, *The Politics of Crisis Management. Public Leadership under Pressure*, Cambridge University Press, Cambridge, 2005.

Bundy, Jonathan - Pfarrer, Michael D. - Short, Cole E. - Coombs, W. Timothy, *Crises and Crisis Management: Integration, Interpretation, and Research Development*, in *Journal of Management*, 43, 2017, n. 6, pp. 1661-1692.

Chandler, Alfred D., *Strategy and Structure. Chapters in the History of the Industrial Enterprise*, MIT Press, Cambridge (MA), 1962.

Christensen, Clayton M., *The Innovator's Dilemma*, Harvard Business School Press, Boston, 1997.

Christopher, Martin - Peck, Helen, *Building the Resilient Supply Chain*, in *International Journal of Logistics Management*, 15, 2004, n. 2, pp. 1-14.

Cyert, Richard M. - March, James G., *A Behavioral Theory of the Firm*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1963.

Donaldson, Thomas – Preston, Lee E., *The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications*, in *Academy of Management Review*, 20, 1995, n. 1, pp. 65–91.

Eccles, Robert G. – Ioannou, Ioannis – Serafeim, George, *The Impact of Corporate Sustainability on Organizational Processes and Performance*, in *Management Science*, 60, 2014, n. 11, pp. 2835–2857.

Esposito De Falco, Salvatore, *Corporate Governance. Theories, Actors, and Control Systems in the Age of New Capitalism*, Palgrave Macmillan, Cham, 2024.

Fink, Steven, *Crisis Management. Planning for the Inevitable*, AMACOM, New York, 1986.

Freeman, R. Edward, *Strategic Management. A Stakeholder Approach*, Pitman, Boston, 1984.

Giddens, Anthony, *The Consequences of Modernity*, Polity Press, Cambridge, 1990.

Hamel, Gary – Välikangas, Liisa, *The Quest for Resilience*, in *Harvard Business Review*, 81, 2003, n. 9, pp. 52–63.

Hannan, Michael T. – Freeman, John, *Structural Inertia and Organizational Change*, in *American Sociological Review*, 49, 1984, n. 2, pp. 149–164.

Hermann, Charles F., *Some Consequences of Crisis Which Limit the Viability of Organizations*, in *Administrative Science Quarterly*, 8, 1963, n. 1, pp. 61–82.

Hollnagel, Erik – Woods, David D. – Leveson, Nancy, *Resilience Engineering. Concepts and Precepts*, Ashgate, Aldershot, 2006.

Ivanov, Dmitry, *Supply Chain Viability and the COVID-19 Pandemic*, in *International Journal of Production Research*, 58, 2020, n. 10, pp. 2904–2915.

Kaplan, Robert S. – Norton, David P., *The Balanced Scorecard*, Harvard Business School Press, Boston, 1996.

March, James G., *A Primer on Decision Making. How Decisions Happen*, Free Press, New York, 1994.

March, James G. – Simon, Herbert A., *Organizations*, Wiley, New York, 1958.

Migliori S. (2013), *Crisi d'impresa e corporate governance*, Giappichelli, Torino.

Mitroff, Ian I., *Managing Crises Before They Happen*, AMACOM, New York, 1987.

Perrow, Charles, *Normal Accidents. Living with High-Risk Technologies*, Princeton University Press, Princeton, 1984; 2<sup>a</sup> ed., 1999.

Pettigrew, Andrew M., *The Awakening Giant. Continuity and Change in Imperial Chemical Industries*, Blackwell, Oxford, 1985.

Power, Michael, *The Risk Management of Everything*, Demos, London, 2004.

Power, Michael, *Organized Uncertainty. Designing a World of Risk Management*, Oxford University Press, Oxford, 2007.

Renneboog, Luc – Ter Horst, Jenke – Zhang, Chendi, *Socially Responsible Investments: Institutional Aspects, Performance, and Investor Behavior*, in *Journal of Banking & Finance*, 32, 2008, n. 9, pp. 1723–1742.

Risaliti G., Migliori S., Ianni L., Baldissera A. (2023), in Fellegara A., Giunta F., Paolini A., Teodori C. (a cura di), *Le parole della crisi: la lettura degli azionisti italiani*, Franco Angeli, Milano.

Roberts, Karlene H., *Managing High Reliability Organizations*, in *California Management Review*, 32, 1990, n. 4, pp. 101–113.

Sheffi, Yossi, *The Resilient Enterprise. Overcoming Vulnerability for Competitive Advantage*, MIT Press, Cambridge (MA), 2005.

Shrivastava, Paul, *Bhopal. Anatomy of a Crisis*, Ballinger, Cambridge (MA), 1987.

Taleb, Nassim Nicholas, *Antifragile. Things That Gain from Disorder*, Random House, New York, 2012.

Turner, Barry A., *Man-Made Disasters*, Wykeham, London, 1978.

Vaughan, Diane, *The Challenger Launch Decision. Risky Technology, Culture, and Deviance at NASA*, University of Chicago Press, Chicago, 1996.

Weick, Karl E., *Sensemaking in Organizations*, Sage, Thousand Oaks, 1995.

Weick, Karl E. – Sutcliffe, Kathleen M., *Managing the Unexpected. Resilient Performance in an Age of Uncertainty*, Jossey-Bass, San Francisco, 2001.

Williamson, Oliver E., *The Economic Institutions of Capitalism*, Free Press, New York, 1985.

### **Letteratura critica**

Albert, Stuart – Whetten, David A., *Organizational Identity (1985)*, in *Research in Organizational Behavior*, Greenwich 1985, vol. 7, pp. 263–295.

Ansell, Chris – Boin, Arjen – Keller, Annette, *Managing Transboundary Crises (2010)*, in *Journal of Contingencies and Crisis Management*, Oxford 2010, vol. 18, n. 4, pp. 195–207.

Ashby, W. Ross, *An Introduction to Cybernetics*, Chapman & Hall, London 1956.

Barney, Jay B., *Firm Resources and Sustained Competitive Advantage (1991)*, in *Journal of Management*, Thousand Oaks 1991, vol. 17, n. 1, pp. 99–120.

Bhamra, Ran – Dani, Samir – Burnard, Kevin, *Resilience: The Concept, a Literature Review and Future Directions* (2011), in *International Journal of Production Research*, London 2011, vol. 49, n. 18, pp. 5375–5393.

Burnard, Kevin – Bhamra, Ran, *Organisational Resilience: Development of a Conceptual Framework* (2011), in *International Journal of Production Research*, London 2011, vol. 49, n. 18, pp. 5581–5599.

Crozier, Michel – Friedberg, Erhard, *L'acteur et le système*, Seuil, Paris 1977; trad. it. *L'attore e il sistema*, Etas, Milano 1978.

Daft, Richard L. – Weick, Karl E., *Toward a Model of Organizations as Interpretation Systems* (1984), in *Academy of Management Review*, New York 1984, vol. 9, n. 2, pp. 284–295.

DiMaggio, Paul J. – Powell, Walter W., *The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields* (1983), in *American Sociological Review*, Washington 1983, vol. 48, n. 2, pp. 147–160.

Eisenhardt, Kathleen M., *Agency Theory: An Assessment and Review* (1989), in *Academy of Management Review*, New York 1989, vol. 14, n. 1, pp. 57–74.

Eisenhardt, Kathleen M. – Martin, Jeffrey A., *Dynamic Capabilities: What Are They?* (2000), in *Strategic Management Journal*, Chichester 2000, vol. 21, n. 10–11, pp. 1105–1121.

Folke, Carl, *Resilience: The Emergence of a Perspective for Social–Ecological Systems Analyses* (2006), in *Global Environmental Change*, Amsterdam 2006, vol. 16, n. 3, pp. 253–267.

Gioia, Dennis A. – Chittipeddi, Kumar, *Sensemaking and Sensegiving in Strategic Change Initiation* (1991), in *Strategic Management Journal*, Chichester 1991, vol. 12, n. 6, pp. 433–448.

Holling, C. S., *Resilience and Stability of Ecological Systems* (1973), in *Annual Review of Ecology and Systematics*, Palo Alto 1973, vol. 4, pp. 1–23.

Kaplan, Sarah – Orlikowski, Wanda J., *Temporal Work in Strategy Making* (2013), in *Organization Science*, Linthicum 2013, vol. 24, n. 4, pp. 965–995.

Knight, Frank H., *Risk, Uncertainty and Profit*, Houghton Mifflin, Boston 1921.

Linnenluecke, Martina K. – Griffiths, Andrew, *Corporate Sustainability and Organizational Culture* (2010), in *Journal of World Business*, Amsterdam 2010, vol. 45, n. 4, pp. 357–366.

Maitlis, Sally, *The Social Processes of Organizational Sensemaking* (2005), in *Academy of Management Journal*, New York 2005, vol. 48, n. 1, pp. 21–49.

Merton, Robert K., *Social Theory and Social Structure*, Free Press, New York 1968.

Meyer, John W. – Rowan, Brian, *Institutionalized Organizations: Formal Structure as Myth and Ceremony* (1977), in *American Journal of Sociology*, Chicago 1977, vol. 83, n. 2, pp. 340–363.

Mintzberg, Henry, *The Structuring of Organizations*, Prentice Hall, Englewood Cliffs 1979.

Mintzberg, Henry, *The Rise and Fall of Strategic Planning*, Free Press, New York 1994.

Nonaka, Ikujiro – Takeuchi, Hirotaka, *The Knowledge-Creating Company*, Oxford University Press, Oxford 1995.

Ortiz-de-Mandojana, Natalia – Bansal, Pratima, *The Long-Term Benefits of Organizational Resilience through Sustainable Business Practices* (2016), in *Strategic Management Journal*, Chichester 2016, vol. 37, n. 8, pp. 1615–1631.

Pearson, Christine M. – Clair, Judith A., *Reframing Crisis Management* (1998), in *Academy of Management Review*, New York 1998, vol. 23, n. 1, pp. 59–76.

Reason, James, *Managing the Risks of Organizational Accidents*, Ashgate, Aldershot 1997.

Suchman, Mark C., *Managing Legitimacy: Strategic and Institutional Approaches* (1995), in *Academy of Management Review*, New York 1995, vol. 20, n. 3, pp. 571-610.

Teece, David J. – Pisano, Gary – Shuen, Amy, *Dynamic Capabilities and Strategic Management* (1997), in *Strategic Management Journal*, Chichester 1997, vol. 18, n. 7, pp. 509-533.

Van der Vegt, Gerben S. – Essens, Peter – Wahlström, Margareta – George, Gerard, *Managing Risk and Resilience* (2015), in *Academy of Management Journal*, New York 2015, vol. 58, n. 4, pp. 971-980.

Wildavsky, Aaron, *Searching for Safety*, Transaction Publishers, New Brunswick 1988.

Zollo, Maurizio – Winter, Sidney G., *Deliberate Learning and the Evolution of Dynamic Capabilities* (2002), in *Organization Science*, Linthicum 2002, vol. 13, n. 3, pp. 339-351.

### **Fonti normative e istituzionali**

Codice civile, art. 2086, come modificato dal Decreto Legislativo 12 gennaio 2019, n. 14.

Decreto Legislativo 12 gennaio 2019, n. 14, *Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, Roma 2019.

Direttiva (UE) 2022/2464 del Parlamento europeo e del Consiglio, *Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)*, Gazzetta ufficiale dell'Unione europea, Bruxelles 2022.

Commissione europea, *Strategic Foresight Report 2021. The EU's Capacity and Freedom to Act*, COM (2021) 188 final, Bruxelles 2021.

OCSE, *Principles of Corporate Governance*, OECD Publishing, Paris 2015.

Borsa Italiana, *Codice di Corporate Governance*, Milano, ultima edizione disponibile.

World Economic Forum, *Global Risks Report*, World Economic Forum, Geneva, varie edizioni.

### **Database, software e risorse digitali**

Bloomberg L.P., *Bloomberg Terminal*, database finanziario e ESG.

Refinitiv, *Refinitiv Eikon*, database finanziario, di governance e sostenibilità.

MSCI, *MSCI ESG Ratings*, database ESG.

Sustainalytics, *ESG Risk Ratings*, Morningstar, database ESG.

StataCorp, *Stata Statistical Software*, StataCorp LLC, College Station (TX).

R Core Team, *R: A Language and Environment for Statistical Computing*, R Foundation for Statistical Computing, Vienna.

European Commission, *EUR-Lex*, banca dati normativa dell'Unione europea.

CONSOB, *Banca dati emittenti*, Commissione Nazionale per le Società e la Borsa.



Università telematica delle  
Camere di Commercio Italiane



La borsa di dottorato cofinanziata con risorse dell'Unione Europea - *NextGeneration EU*  
Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza Missione 4, Componente 2 *"Dalla Ricerca all'Im-  
presa"* - Investimento 3.3 *"Introduzione di dottorati innovativi che rispondono ai fabbisogni di  
innovazione delle imprese e promuovono l'assunzione dei ricercatori dalle imprese"* - CUP  
D83C22001240003



Finanziato  
dall'Unione europea  
NextGenerationEU



Ministero  
dell'Università  
e della Ricerca



Italiadomani  
PIANO NAZIONALE  
DI RIPRESA E RESILIENZA



Università telematica delle  
Camere di Commercio Italiane