

## Lo *statement* della *Business Roundtable* sugli scopi della società. Un dialogo a più voci

a cura di Andrea Perrone

Interventi di: Vincenzo Calandra Buonauro; Francesco Denozza; Mario Libertini; Giorgio Marasà; Marco Maugeri; Roberto Sacchi; Umberto Tombari

La direzione della Rivista ODC ha ritenuto opportuno promuovere l'approfondimento del tema relativo agli interessi che la società, in particolare la grande società per azioni, può, o deve, perseguire. È questo un tema che in tempi recenti è tornato di particolare attualità attraverso una serie di iniziative di varia natura, che a livello mondiale hanno riproposto la questione dello "scopo" della società.

La Rivista ha voluto perciò organizzare un seminario, sollecitando alcuni studiosi ad intervenire sull'argomento e proponendo loro tre domande, la cui formulazione è stata curata da Andrea Perrone. La risposta a dette domande è stata sviluppata nel corso di una tavola rotonda di cui pubblichiamo la registrazione; così come pubblichiamo subito dopo, nella medesima sezione dedicata a "I seminari della Rivista ODC", i brevi scritti con i quali alcuni dei partecipanti alla tavola rotonda avevano voluto fornire, anteriormente alla stessa, una rappresentazione del loro punto di vista.

La Rivista ODC intende in questo modo segnalare, anche ai colleghi stranieri, l'attenzione della nostra dottrina per un tema di rilevanza internazionale. Auspica altresì di offrire, con questa sua iniziativa, uno stimolo al dibattito e di poter ospitare nel prossimo futuro altri contributi di studiosi italiani e non.

**D.:** *Lo statement della Business Roundtable si colloca in un momento storico nel quale sono numerosi gli interventi volti a superare il tradizionale approccio all'impresa esclusivamente fondato sullo shareholder value: il progetto della British Academy su *The Future of Corporation*<sup>1</sup>; la Loi Pacte<sup>2</sup>, che nel maggio 2019 ha modificato gli artt. 1833 e 1835 del Code civil<sup>3</sup>; il “manifesto” sul capitalismo sostenibile pubblicato da Leo Strine, già Chief Justice della Delaware Supreme Court<sup>4</sup>. Cosa spiega questa unità di intenti che si riscontra a livello globale? E perché proprio adesso?*

**Marasà** – Le motivazioni plausibili sono molteplici. Oltre all'adeguamento ad una tematica “di moda” come la *Corporate Social Responsibility* (CSR) e il rispetto dell'ambiente, è possibile pensare al tentativo dei *manager* di affrancarsi dalla pressione degli investitori istituzionali.

C'è, peraltro, un aspetto peculiare dello *statement* che va evidenziato: tra i tanti scopi che gli amministratori delle società intendono perseguire, l'ultimo posto è riservato al valore per gli azionisti.

**Calandra Buonauro** – Lo *statement* pare, anzitutto, un tentativo di fondare la legittimazione del potere di chi governa la grande impresa su basi diverse dal ruolo proprietario dei soci e dal loro diritto di beneficiare dei risultati dell'attività di impresa coniugando l'esaltazione del libero mercato come strumento capace di garantire il benessere collettivo con l'attribuzione a chi gestisce la grande impresa del compito di mediare tra i vari interessi coinvolti, accomunati dal fatto di essere tutti essenziali ai fini del successo delle società, delle comunità e del paese, e, quindi, di distribuire il risultato dell'attività di impresa tra tutti i possibili beneficiari.

Non è poi da escludere la rilevanza dell'acquisita consapevolezza che i pro-

---

<sup>1</sup> I primi contributi sono pubblicati in 6 *Journal of the British Academy* (2018), reperibile in internet al seguente indirizzo: <https://www.thebritishacademy.ac.uk>.

<sup>2</sup> Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises.

<sup>3</sup> Art. 1833, deuxième alinéa, Code civil: «La société est gérée dans son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité». Art. 1835 Code civil: «Les statuts peuvent préciser une raison d'être, constituée des principes dont la société se dote et pour le respect desquels elle entend affecter des moyens dans la réalisation de son activité».

<sup>4</sup> L.E. STRINE JR, *Toward Fair and Sustainable Capitalism*, in *Institute for Law and Economics*, Research Paper no. 19-39 2019, reperibile in internet al seguente indirizzo: [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

blemi sociali posti dalla crescita delle disuguaglianze e la sempre più diffusa sensibilità alle tematiche ambientali possono rappresentare fattori di instabilità in grado di pregiudicare il successo dell'impresa, che necessita di stabilità sociale e di consenso, o di favorire l'affermarsi di atteggiamenti dirigistici da parte di chi governa, come recentemente sottolineato da Mark Roe<sup>5</sup>.

A parte la reazione non positiva degli investitori istituzionali, che vedono nello *statement* la volontà di affermare una maggiore autonomia dei *manager* nel decidere gli obiettivi da perseguire, lo scetticismo con cui lo *statement* è stato generalmente accolto è soprattutto motivato dalla convinzione di una mancata corrispondenza tra dichiarazioni di principio e comportamenti effettivamente adottati nella realtà.

**Denozza** – A me pare evidente che sia in atto uno scontro tra *manager* e investitori istituzionali. Basta, al riguardo, ricordare le differenti reazioni alle proposte della *Security Exchange Commission* per la regolamentazione dei *proxy advisors*: soddisfazione, da parte dei *manager*; disappunto, da parte degli investitori istituzionali<sup>6</sup>.

Al di là di ciò, è bene, però, affrontare seriamente il problema che mi pare stia alla base dello *statement* della *Business Roundtable*. Il mercato ha due limiti che, se non adeguatamente gestiti, impediscono il suo funzionamento: le esternalità e l'incertezza. Può darsi che oggi siamo arrivati a un punto in cui la gestione di questi due fenomeni da parte del neoliberalismo non funzioni più.

Per ragionare sul problema, occorre, allora, anzitutto partire dai soci. I soci sono, infatti, i soggetti con maggior potere. In tutti i sistemi giuridici, infatti, i soci nominano gli amministratori, esercitano l'azione di responsabilità, dispongono lo scioglimento della società. Dal punto di vista economico, inoltre, i soci contribuiscono all'esercizio dell'attività di impresa conferendo il denaro, che è la risorsa principale e più mobile: rispetto al lavoro, il denaro è facilmente spostabile e, soprattutto, è richiesto da tutti. In secondo luogo, occorre capire chi sono i soci. Oggi esistono differenti tipologie di investitori. I principali, però, sono gli investitori istituzionali: nel 2018, solo i fondi pensione amministravano risorse pari a più del 50% del PIL mondiale<sup>7</sup>. Così identificato il ruolo e le caratteristiche dei soci, occorre ulteriormente comprendere quali sono i loro inte-

---

<sup>5</sup> M. ROE, *Why America's CEOs Are Talking About Stakeholder Capitalism*, reperibile in internet al seguente indirizzo: [www.project-syndicate.org](http://www.project-syndicate.org).

<sup>6</sup> A. MOONEY, *Investors rail against SEC proxy adviser reforms*, in *Financial Times*, 16 novembre 2019.

<sup>7</sup> OECD, *Pension Markets in Focus*, (2019) reperibile in internet al seguente indirizzo <https://www.oecd.org>.

ressi. In questa prospettiva, il tema diventa quello dei rischi sistemici: che, colpendo tutti gli investitori – e non solo quelli meno abili nella competizione – diminuiscono per tutti il valore dell'investimento. Di qui l'interesse degli investitori istituzionali a mettere sotto controllo i rischi sistemici.

**Sacchi** – Condivido l'opinione che lo *statement* della *Business Roundtable* vada inserito nella prospettiva del confronto fra *manager* e investitori istituzionali, rispetto al quale chi intende tutelare gli interessi degli *stakeholder* non ha particolari ragioni per schierarsi con una delle due parti. Non dalla parte dei *manager*, perché, come obiettato alla *Team Production Theory*, l'attribuzione agli amministratori della società del compito di mediare nei conflitti fra gli azionisti e i vari altri *stakeholder* determina la sostanziale insindacabilità delle loro scelte, dato che non è chiaro come – e sulla base di quali parametri, in assenza di una gerarchia di interessi stabilita dalla legge – i giudici possano sindacarle *a posteriori*. Non dalla parte degli investitori istituzionali, perché questi, anziché la soluzione, sembrano essere (parte de) il problema.

È innegabile che gli investitori istituzionali svolgano attualmente un ruolo fondamentale, ma la loro posizione egemone sul mercato è legata all'inversione del rapporto tra impresa e capitale finanziario, che, alla luce dell'esperienza, non pare particolarmente positiva per gli *stakeholder* diversi dagli azionisti. Il diritto dell'impresa è nato per proteggere coloro che investono sul mercato, con il fine ultimo di consentire alle imprese di raccogliere capitali più facilmente e a un costo minore. In altri termini, la disciplina del mercato è stata storicamente pensata in funzione dell'impresa. Oggi invece il rapporto si è invertito: nel caso di conflitto tra interesse endosocietario e interesse di mercato, quest'ultimo tendenzialmente prevale (basti pensare alla disciplina europea sul ritardo dell'informazione dell'art. 17(4) del MAR). Del resto, l'esperienza dimostra che il mercato in linea di massima premia chi investe in una logica finanziaria rispetto a chi lo fa con un progetto industriale. Teoricamente in un mercato perfetto, in cui tutti sono pienamente informati e agiscono in modo del tutto razionale, le aspettative generate dal progetto industriale dovrebbero essere incorporate e attualizzate nel prezzo, così da incentivare anche chi investe in una logica finanziaria a preferire le società con progetti industriali apprezzabili sul piano imprenditoriale. Non c'è bisogno di dire che, tuttavia, questo molto spesso rimane sulla carta. In questa situazione, la scelta preferibile per proteggere gli *stakeholder* diversi dagli azionisti è di non inserire i loro interessi fra gli obiettivi dell'azione dei manager (senza quindi incorporarli nell'interesse sociale), ma di farne oggetto di una tutela eteronoma, mediante norme inderogabili che introducano limiti esterni all'operato degli amministratori.

**Maugeri** – Penso che il dibattito in materia di interesse sociale sia, almeno in parte, il frutto di un condizionamento culturale riconducibile allo “spirito del tempo” e ai grandi temi che lo caratterizzano (contrasto del cambiamento climatico e delle emissioni, riduzione delle diseguaglianze sociali, sicurezza dei prodotti, qualità del luogo di lavoro, etc.). Come osserva anche Mario Libertini, il pendolo delle idee sta oscillando e lo *statement* della *Business Roundtable* ne è la dimostrazione. Al tempo stesso mi pare significativo sottolineare la rilevanza che riveste al riguardo la dialettica tra *manager* e investitori istituzionali. Si potrebbe sostenere, infatti, che il tema della responsabilità sociale dell’impresa riguarda ormai gli investitori istituzionali ancor più che gli amministratori e si potrebbe leggere, allora, nello *statement* una “risposta” degli emittenti alle richieste sempre più pressanti formulate dagli azionisti istituzionali sui temi ESG.

Vi è poi un altro tipo di dialettica che ritengo idonea a spiegare la posizione della *Business Roundtable* ed è quella che si instaura con il potere politico. La dichiarazione potrebbe essere interpretata come il tentativo di evitare interventi particolarmente invasivi del legislatore sui doveri degli amministratori della grande impresa (il pensiero corre all’*Accountability Capitalism Act* presentato dalla Elizabeth Warren)<sup>8</sup>. Ma si può anche assumere un altro punto di vista e sottolineare come l’attuale momento storico sia caratterizzato dalla debolezza delle istituzioni democratiche. Ciò comporta il pericolo che il potere economico tenti di colmare il vuoto aperto da tale debolezza e si candidi a svolgere un ruolo in senso lato normativo pur in difetto di qualunque legittimazione rappresentativa al riguardo. In entrambe le ricostruzioni il problema dell’interesse sociale diventa allora quello, delicato, di stabilire quale spazio debba essere riservato (o restituito) al legislatore nel disciplinare le scelte di amministratori e investitori istituzionali.

**Tombari** – Lo *statement* della *Business Roundtable* si spiega per l’attuale momento storico a livello globale. Nei corsi e ricorsi della storia, la narrazione di Milton Friedman, per la quale obiettivo della *corporation* è creare valore per i soci<sup>9</sup>, è attualmente al centro di critiche e revisioni. E la dichiarazione della *Business Roundtable* è un ulteriore passo in questa direzione.

È in atto una svolta etica del capitalismo? O siamo solo in presenza di ge-

---

<sup>8</sup> S. 3348 – Accountable Capitalism Act, 115<sup>th</sup> Congress (2017-2018), reperibile in internet al seguente indirizzo: <https://www.congress.gov>.

<sup>9</sup> M. FRIEDMAN, *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*, in *The New York Times Magazine*, (September 13, 1970): «There is one and only one social responsibility of business – to use its resources and engage in activities designed to increase its profits so long as it stays within the rules of the game, which is to say, engages in open and free competition without deception or fraud».

neriche e superficiali affermazioni di un mondo che non ha alcuna volontà di cambiare? Il punto sembra un altro. In un momento storico caratterizzato da intollerabili disuguaglianze, da crescenti rischi ambientali e da forti difficoltà degli Stati nazionali a perseguire adeguate politiche di *welfare*, la grande impresa deve interrogarsi sul proprio ruolo sociale, rilegittimando sé stessa come soggetto più inclusivo. In questa logica possono essere considerate anche le due lettere indirizzate da Larry Fink, CEO di Blackrock, agli amministratori delegati delle principali società del mondo<sup>10</sup>. E ciò a maggior ragione se consideriamo che, secondo dati OCSE 2017, tra le cento maggiori economie mondiali compaiono 65 gruppi multinazionali e solo 35 Stati. Come ha ricordato anche Raghuram Rajan, le *corporation* non sono state create per essere organizzazioni politiche ed occuparsi di problemi generali, ma devono avere il coraggio di farsi sentire quando i cardini essenziali della società sono a rischio, perché nel lungo periodo questo influirà sulla capacità di chiunque di generare profitti<sup>11</sup>.

In conclusione, la “dichiarazione” si spiega sia per la centralità culturale e sociale al momento del tema, sia per una sempre più diffusa consapevolezza che un profitto dell’impresa nel lungo termine sarà possibile solo per le imprese che avranno fatto della “sostenibilità” un cardine essenziale della propria azione.

**Libertini** – Non credo si possa mettere in dubbio l’esigenza di maggiore stabilità dei gruppi dirigenti all’interno delle grandi imprese, anche di fronte all’attuale momento politico di instabilità. Si deve però comprendere come mai queste circostanze abbiano dato luogo ad un fenomeno così radicale come la revisione dell’obiettivo che le grandi imprese devono perseguire.

A mio parere, lo *statement* può trovare spiegazione nel contesto di una forte crisi che oggi soffre il neoliberalismo. L’egemonia neoliberale dell’ultimo trentennio si è sviluppata per ragioni storiche, come la crisi dello stato sociale in Occidente e il crollo del comunismo, ma presenta limiti intrinseci. Non solo a livello economico, come sottolineava Denozza, ma anche a livello politico. Il liberalismo (vecchio e nuovo) è un’ideologia irrimediabilmente elitaria: propone una società meritocratica e, quindi, competitiva; come tale, non può su-

---

<sup>10</sup> L. FINK, *A Sense of Purpose*, reperibile in internet al seguente indirizzo: <https://www.blackrock.com/hk/en/insights/larry-fink-ceo-letter>; ID., *Purpose & Profit*, reperibile in internet al seguente indirizzo: <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter>.

<sup>11</sup> R. RAJAN, *Il terzo pilastro. La comunità dimenticata da Stato e mercati*, Milano, Università Bocconi editore, 2019, 263 s.

scitare consensi di masse di persone che, per la stragrande maggioranza, non possono concretamente aspirare a far parte del gruppo di testa nella competizione sociale. D'altra parte, l'alternativa "populista" è destinata a creare preoccupazione nel mondo delle imprese. Pur intrinsecamente destinati al fallimento, i populismi sono inclini a un dirigismo legato a spinte occasionali o a tralignare verso regimi autoritari. Questa prospettiva di instabilità politica preoccupa, a mio avviso, le imprese che vogliono investire in progetti di lungo periodo e hanno bisogno di una sponda pubblica solida.

Se questo è vero, risulta, tuttavia, evidente che la *Business Roundtable* non affronta l'aspetto di fondo della crisi delle democrazie occidentali e le proposte oggetto dello *statement* risultano essere una via d'uscita velleitaria rispetto a questa crisi.

**D.:** *I firmatari dello statement della Business Roundtable hanno assunto l'impegno di creare valore per tutti gli stakeholder dell'impresa societaria: soci, clienti, lavoratori, fornitori, comunità. La considerazione degli interessi di tutti gli stakeholder può essere declinata, tuttavia, in modi assai diversi: come criterio operativo adottato dai manager per rendere sostenibile il perseguimento dell'interesse lucrativo dei soci; come contenuto dell'obbligo di diligenza degli amministratori, con la conseguente possibilità di una ricaduta in punto di responsabilità; come principio organizzativo dell'impresa, secondo il modello adottato, per esempio, dalla disciplina italiana sulla nomina degli amministratori dell'impresa sociale.*

*Ciascuna di tali declinazioni è certamente legittima e comporta numerose implicazioni ulteriori. Esistono ragioni che, tuttavia, possono indurre a preferire – ovvero a scartare – una o più di queste declinazioni?*

**Marasà** – In ordine ai valori, usualmente sintetizzati negli acronimi CSR o ESG, riterrei che il compito del legislatore non sia di imporne, ma di promuoverne la realizzazione. Sarei, quindi, tendenzialmente contrario a soluzioni normative che indichino come doverosa, da parte delle società, la realizzazione di tali valori, favorevole, invece, a scelte che stimolino le imprese alla considerazione degli interessi di tutti gli *stakeholder* "esterni" (comprendendo in questa formulazione anche la realizzazione di altri scopi di "beneficio comune", come la protezione dell'ambiente).

In questa direzione mi sembra chiaramente orientata la disciplina della cosiddetta informazione non finanziaria in cui il legislatore (europeo e nazionale) muove dal giusto presupposto che, fornendo informazioni al mercato sulle pratiche di CSR, l'impresa possa ottenere consistenti benefici sul piano dell'immagine che si traducono poi in concreti vantaggi sul piano concorrenziale.

Lo comprova la circostanza che le imprese che si attengono a politiche gestorie socialmente responsabili conseguono cospicui vantaggi finanziari in termini di accesso al mercato del credito a tassi di interesse inferiori e di acquisto dei loro titoli da parte di investitori istituzionali cc.dd. ESG. Questi ultimi, a loro volta, hanno visto, in breve tempo, incrementare in modo esponenziale le masse raccolte e ciò anche grazie alla circostanza che i valori ESG sono oggetto di esaltazione in molteplici contesti internazionali e sono diffusi dai media in modo martellante. In sostanza, stando all'osservazione di quanto accade nella realtà, attenersi a politiche gestorie socialmente responsabili è un "costo" che per le imprese, specie per quelle di maggiori dimensioni, è foriero di benefici finanziari immediati e, quindi, di maggiori profitti.

Con riferimento al nostro ordinamento, mi sembra che contro l'accennato approccio "volontaristico" non si debbano valorizzare, al fine di trarne conclusioni di ordine generale, quelle disposizioni in materia di impresa sociale che impongono il coinvolgimento degli *stakeholder* (lavoratori, utenti, altri soggetti interessati all'attività dell'impresa) come regola doverosa ai fini dell'appartenenza alla categoria legislativa (art. 1, co. 1, d.lgs. 3 luglio 2017, n. 112). Infatti, le disposizioni che traducono in precetti specifici questa regola d'azione generale non sembrano particolarmente incisive, considerandole sia nella loro portata astratta sia nel loro concreto spazio applicativo. Sotto il primo profilo, i termini del coinvolgimento degli *stakeholder* sono, da un lato, troppo generici (art. 11, co. 1 e 2, d. lgs. n. 112/2017), d'altro lato, non particolarmente incisivi ai fini di un'effettiva influenza degli *stakeholder* nel governo dell'impresa (art. 11, co. 4, d. lgs. n. 112/2017). Ma, al di là di queste mie personali valutazioni e quand'anche le si volesse contestare sottolineando che tali disposizioni impongono quantomeno precise forme di rappresentanza dei lavoratori sia nell'organo amministrativo sia nell'organo di controllo (art. 11, co. 4, lett. b, d. lgs. n. 112/2017), resta il fatto che, venendo al secondo profilo, le disposizioni in questione sono di fatto destinate a rimanere lettera morta in quanto si applicano a imprese sociali – quelle costituite in forma di società ordinaria o di ente del Libro I – quasi inesistenti, essendo la loro quasi totalità costituite in forma di cooperativa. Infatti, la scelta di quest'ultima forma organizzativa è incomparabilmente più vantaggiosa rispetto a tutte le altre soprattutto perché permette di attenuare in massimo grado il requisito della cosiddetta assenza del fine di lucro e perché consente di fruire di un trattamento di maggior favore anche sul piano tributario; e l'adozione della forma cooperativa comporta – in forza di un'esplicita disposizione in deroga (art. 11, co. 5, d. lgs. n. 112/2017) – l'esenzione da tutte le disposizioni di cui sopra in materia di coinvolgimento degli *stakeholder*.

Anche la disciplina in materia di società *benefit*, cioè l'altra fattispecie per cui la gestione socialmente responsabile è prevista come doverosa, non mi



sembra particolarmente probante. Anche qui – come nel caso dell’impresa sociale – siamo, infatti, nell’ambito di legislazione di tipo “promozionale”, sebbene, diversamente che nel caso delle imprese sociali, la qualifica di società *benefit* rechi benefici solo sul piano dell’immagine. In sostanza, la gestione socialmente responsabile è doverosa nel senso che il rispetto di questa regola d’azione da parte della società è un impegno implicito nel momento in cui essa assume la qualifica di *benefit* e, quindi, dal rispetto di tale regola dipende il legittimo mantenimento della qualifica.

In conclusione, sarei contrario a modifiche normative che, in termini cogenti, impongano a tutte le società di realizzare, oltre che l’interesse lucrativo dei soci, quelli di altri *stakeholder* e, più in generale, scopi di beneficio comune o di utilità sociale.

**Calandra Buonauro** – Le possibili soluzioni prospettate nella domanda dipendono dal ruolo che si intende assegnare alla CSR.

Considerare la CSR come criterio operativo per rendere sostenibile il perseguimento dell’interesse lucrativo è, in buona sostanza, l’impostazione adottata dalla *sec. 172(1) del Companies Act* inglese<sup>12</sup> e, in modo sostanzialmente analogo, dall’art. 1833 del *Code civil* francese come recentemente modificato dalla *Loi Pacte*: l’interesse sociale continua ad essere individuato nell’interesse comune dei soci e il successo dell’impresa, la sua efficienza e la sua appetibilità sul mercato sono comunque valutati e misurati sul beneficio che i soci ne traggono in termini di crescita del valore delle azioni, seppure in una prospettiva di medio-lungo termine che tenga conto delle implicazioni sociali e ambientali e degli interessi degli altri *stakeholder*. Questa impostazione presenta un limite evidente: non garantisce in alcun modo un’effettiva responsabilizzazione del gestore dell’impresa a farsi carico di tematiche ambientali e sociali. Presenta, però, un pregio: dando priorità all’interesse degli azionisti, detta un criterio per risolvere eventuali conflitti ed evita un’eccessiva discrezionalità degli amministratori.

Individuare gli interessi degli *stakeholder* come oggetto di un dovere fiduciario degli amministratori crea un rilevante problema di *enforcement*. Con riguardo all’ordinamento italiano, si potrebbe pensare di allargare il campo di applica-

---

<sup>12</sup>Sec. 172(1) *Companies Act* 2006: «A director of a company must act in the way he considers, in good faith, would be most likely to promote the success of the company for the benefit of its members as a whole, and in doing so have regard (among other matters) to— (a) the likely consequences of any decision in the long term; (b) the interests of the company’s employees; (c) the need to foster the company’s business relationships with suppliers, customers and others; (d) the impact of the company’s operations on the community and the environment; (e) the desirability of the company maintaining a reputation for high standards of business conduct, and (f) the need to act fairly as between members of the company».

zione dell'art. 2395 c.c. Così facendo, però, le decisioni amministrative finirebbero per essere connotate da una insostenibile incertezza con la conseguenza di investire il giudice dell'enorme potere di stabilire il punto di equilibrio tra l'interesse dei soci e quello degli *stakeholder* i cui interessi risultino pregiudicati dalla scelta gestionale, in assenza di un criterio che ne definisca una gerarchia.

Qualificare l'interesse degli *stakeholder* come principio organizzativo dell'impresa è l'impostazione che potrebbe risultare più aderente agli obiettivi di CSR. Dal punto di vista organizzativo, occorre, però, verificare che la soluzione della rappresentanza degli *stakeholder* sia realisticamente praticabile al di fuori dell'esperienza della partecipazione dei lavoratori e con riguardo ad interessi "esterni" all'impresa e non presenti il rischio di produrre situazioni talmente conflittuali da costringere gli amministratori a continue mediazioni e rendere difficile la gestione delle imprese. Da ultimo, tale scelta non potrebbe che essere presa a livello globale: in mancanza, ci troveremmo ad avere imprese meno competitive a causa dei conflitti interni che possono pregiudicarne l'efficienza.

Per queste ragioni, continuo a ritenere che l'unica soluzione realistica in grado di garantire un'effettiva attenzione agli interessi degli *stakeholder* diversi dai soci sia quella di un mercato che sia capace di valutare e disponibile a sanzionare i comportamenti socialmente irresponsabili.

**Denozza** – Se il tema della tutela degli *stakeholder* diversi dai soci è impostato nei termini di una dialettica con gli investitori istituzionali, occorre capire chi si ha di fronte: è possibile trattare oppure bisogna imporre (sempre che la politica sia in grado di farlo)? E se è possibile trattare, cosa vogliono gli investitori istituzionali? Sono d'accordo con Marco Maugeri sul fatto che gli investitori istituzionali dovrebbero avere un interesse a mettere sotto controllo il rischio sistemico. Al riguardo, però, gli investitori istituzionali si trovano di fronte a un classico problema di azione collettiva: se l'interesse a controllare il rischio sistemico è comune a tutti, ciascuno, tuttavia, è in competizione con gli altri, sicché per conto suo prova a sfruttare tutte le occasioni che gli si presentano, anche a detrimento di tale interesse comune. La cosa vale anche per i fondi pensione, che pur dovrebbero avere interesse a strategia di lungo periodo. I fondi pensione sono, infatti, in difficoltà nel pagare le pensioni attuali e, per evitare rendimenti a zero o addirittura negativi, adottano strategie speculative, affidando agli *hedge funds* le risorse in gestione.

Di fronte a un problema di azione collettiva, le possibili soluzioni sono due: o mettere tutti i soggetti tutti intorno a un tavolo per risolvere il problema, ma non credo che sia una scelta praticabile; oppure utilizzare la regolamentazione. In quest'ultimo caso occorre chiedersi se c'è la forza per fare

questi regolamenti e quali regolamenti potrebbero essere ragionevolmente accettati dagli investitori istituzionali. Il punto da affrontare diventa, quindi, un interrogativo circa la struttura organizzativa della società.

**Sacchi** – L'ipotesi di limiti esterni all'azione dei *manager*, accennata in precedenza, appare preferibile alla rappresentanza delle varie categorie di *stakeholder* negli organi della società e al riconoscimento delle istanze legate alla CSR (o, per usare uno slogan ora di moda, all'ESG).

Ad esempio, per la tutela dell'ambiente e della sicurezza sul lavoro lo strumento può essere rappresentato da una normativa presidiata da sanzioni che, al netto della ponderazione della probabilità statistica che la violazione venga effettivamente rilevata, rendano economicamente svantaggioso per la società violare le regole e quindi costituiscano un disincentivo per gli amministratori a tenere condotte che non verrebbero apprezzate dagli azionisti. In relazione agli *stakeholder* interessati alla stabilità patrimoniale (quali i lavoratori e i fornitori) potrebbero essere potenziati gli obblighi dei *manager* di verificare il rispetto di *ratio*, che però dovrebbero essere non solo finanziari, ma anche patrimoniali. Un tentativo in questo senso è rappresentato, a livello nazionale, dalle norme del codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza sugli assetti e sugli indicatori della crisi. Naturalmente il discorso sui limiti esterni all'azione dei *manager* non può essere svolto a livello di ordinamento del singolo Paese, ma richiede una disciplina omogenea fra i principali Paesi capitalistici, abbandonando il mito della competizione fra ordinamenti. Inoltre, nel porre limiti esterni all'azione dell'impresa occorre tener conto dell'esigenza di raggiungere un equilibrio fra la tutela dei vari *stakeholder* e la salvaguardia di un certo tasso di redditività di investimento, per evitare di disincentivare l'investimento azionario, che è la precondizione per il funzionamento del sistema.

**Maugeri** – Alla luce della disciplina vigente credo debba escludersi che l'interesse degli altri *stakeholder* abbia un rilievo funzionale pari a quello riconosciuto all'interesse degli azionisti. Dall'art. 2247 c.c., soprattutto se letto in combinazione con l'art. 2497 c.c., si ricava, infatti, un divieto per gli amministratori di violare sistematicamente l'interesse dei soci alla redditività dell'investimento. Per altro verso, sono i soci ad avere non solo il potere di nominare e revocare gli amministratori ma anche, e soprattutto, quello di sciogliere in qualsiasi momento la società. Manca, infine, una norma che legittimi gli *stakeholder* ad agire nei confronti degli amministratori (non sembra assolvere questa funzione l'art. 2395 c.c., anche in ragione delle difficoltà connesse alla dimostrazione di un danno *diretto* al patrimonio personale del terzo nel caso di violazione di un interesse "diffuso" al rispetto di generiche istanze ambientali

o di equità sociale). Sotto un diverso profilo, una completa equiparazione dei soci agli altri *stakeholder* porrebbe un problema di ricostruzione sistematica della partecipazione sociale: che significato avrebbe la posizione di socio in una iniziativa economica non lucrativa? E come si potrebbe distinguere tra società e associazioni riconosciute, una volta ammesse anche queste ultime a esercitare un'attività d'impresa? Ricordo che in Germania la possibilità di costituire una società di capitali per qualsiasi scopo legittimo, anche non lucrativo, costringe la dottrina e la giurisprudenza a invocare un "principio di sussidiarietà" in forza del quale le associazioni che intendono svolgere un'attività economica (c.d. *Wirtschaftsvereine*) possono conseguire il riconoscimento della personalità giuridica solo qualora circostanze eccezionali impediscano loro nel caso concreto di assumere la veste societaria.

Ciò chiarito, non penso si possa prescindere da una modifica della struttura organizzativa societaria se si vuole davvero attribuire rilievo giuridico agli interessi degli *stakeholder* diversi dai soci. Perché l'ordinamento tedesco prevede una concezione pluralistica dell'interesse sociale da un punto di vista assiologico? Perché i lavoratori dipendenti sono rappresentati all'interno del consiglio di sorveglianza. L'allargamento a terzi delle prerogative di rappresentanza all'interno degli organi sociali, del resto, non sarebbe operazione del tutto indolore per i soci in quanto, "diluendo" il peso amministrativo di questi ultimi, potrebbe ridurre anche il valore della partecipazione. Questa osservazione conduce a un profilo centrale, abitualmente trascurato nel dibattito italiano: la dimensione costituzionale delle posizioni proprietarie all'interno del diritto societario. Intendo dire che, anche a voler tutelare le legittime aspettative degli *stakeholder*, è necessario che venga comunque salvaguardato un nucleo minimo di utilità economica per i soci: secondo una impostazione che sembra confermata dalla nuova disciplina belga delle società dove il vantaggio economico dei soci, pur non essendo esclusivo, è un fine imprescindibile della società<sup>13</sup>. Né la conclusione muterebbe immaginando un intervento di armonizzazione a livello europeo: nel disciplinare lo scopo della società per azioni, il legislatore unitario dovrebbe confrontarsi, infatti, con l'interpretazione ampia data all'art. 17 della Carta dei Diritti Fondamentali dell'Unione Europea dalla Corte di Giustizia, secondo la quale la proprietà comprende qualunque diritto, situazione soggettiva o interesse a contenuto patrimoniale e, quindi, certamente anche l'investimento azionario.

---

<sup>13</sup> Art. 1.2. *Code des sociétés et des associations*: «Une société est constituée par un acte juridique par lequel une ou plusieurs personnes, dénommées associés, font un apport. Elle a un patrimoine et a pour objet l'exercice d'une ou plusieurs activités déterminées. Un de ses buts est de distribuer ou procurer à ses associés un avantage patrimonial direct ou indirect».

**Tombari** – Se consideriamo il nostro ordinamento giuridico (ma discorsi analoghi possono essere svolti anche con riferimento ad altri ordinamenti) e l'attuale momento storico a livello globale, la considerazione degli interessi di tutti gli *stakeholder* può principalmente essere declinata come criterio operativo adottato dai *manager* per rendere sostenibile il perseguimento dell'interesse lucrativo dei soci. Questo principio: (1) da un lato, può essere fondato anche sul contenuto dell'obbligo di diligenza degli amministratori, nel senso che la concretizzazione del principio generale di gestire l'impresa con diligenza impone probabilmente agli amministratori di perseguire un interesse lucrativo in modo "sostenibile" e quindi prendendo in considerazione anche gli interessi degli *stakeholder* (nella loro variegata composizione); (2) dall'altro e conseguentemente può/deve assurgere a principio organizzativo dell'impresa.

Con riferimento al nostro contesto giuridico, questa interpretazione coniuga (oltre alle sollecitazioni "esterne" e dei movimenti di opinione) il dettato dell'art. 2247 c.c. (che sino a quando resterà centrale impone il perseguimento degli interessi degli *stakeholder* in via residuale e soprattutto strumentale al c.d. scopo lucrativo) con il principio di "sostenibilità dell'impresa societaria", che sta entrando anche nel nostro ordinamento societario. Si pensi, per esempio, alla disciplina sulle c.d. dichiarazioni non finanziarie, che in seguito alla modifica del 2018 impone di descrivere, tra le altre cose, non solo i principali rischi connessi ai temi sociali, ambientali e così via, ma anche «le modalità di gestione degli stessi» (art. 3, co. 1, lett. c, d. lgs. 30 dicembre 2016, n. 254, quale modificato dalla legge di Bilancio 2019), nonché gli artt. 123 *ter*, co. 3-*bis* e 124 *quinquies*, co. 1, t.u.f., rispettivamente sulla «politica di remunerazione» degli amministratori, dei direttori generali e dei dirigenti con responsabilità strategiche e sulla «politica di impegno» degli investitori istituzionali.

Ritengo, peraltro, che nel momento in cui si dovesse ripensare (anche legislativamente) il "fine" dell'impresa societaria, sarebbero certamente da valutare gli effetti anche sulla disciplina organizzativa e strutturale della società. Se questo è vero, potrebbero non essere necessari, peraltro, radicali cambiamenti. Al riguardo, è sufficiente considerare che i soci potrebbero mantenere una posizione centrale anche in una società con finalità non lucrative o, comunque, composite, come accade nel modello della società *benefit*. Sono i soci che conferiscono (e rischiano) le risorse necessarie per lo svolgimento dell'attività societaria. Conseguentemente, tutti i principali poteri attuali – nominare e revocare gli amministratori, agire in "responsabilità" nei loro confronti, deliberare lo scioglimento della società – potrebbero rimanere in capo ai soci, a prescindere dall'interesse sociale che, a seconda della loro volontà, si potrebbe colo-

rare in modo diverso. In questa prospettiva, la partecipazione di rappresentanti degli *stakeholder* negli organi sociali o una loro legittimazione ad agire contro gli amministratori non mi sembrano, in alcun modo, necessarie.

**Libertini** – A mio avviso il testo dell'art. 2247 c.c. non deve essere sopravvalutato. Esso riassume un sistema in cui lo scopo lucrativo è centrale, ma può essere anche interpretato in modo evolutivo, cioè nel senso che lo scopo lucrativo deve essere rispettato, ma non necessariamente massimizzato.

In mancanza di una disposizione di principio come la *sec. 172(1)* del *Companies Act* inglese, la discrezionalità di cui godono gli amministratori consente diverse combinazioni di strategie, purché sia comunque rispettato lo scopo lucrativo. In questa logica, gli interessi degli *stakeholder* possono trovare considerazione, ma è anche legittimo – a norme invariate – che i gestori dell'impresa concentrino i propri obiettivi sulla massimizzazione del profitto, senza alcuna considerazione di altri interessi. Si pensi, per esempio, all'orientamento della Cassazione, anche di recente ribadito, che ritiene legittimo il licenziamento per ragioni di pura efficienza produttiva di una società *in bonis*<sup>14</sup>.

A fronte di una norma che consente alla discrezionalità degli amministratori di considerare gli interessi degli *stakeholder* diversi dai soci e del progressivo moltiplicarsi di previsioni analoghe, è plausibile ipotizzare un fenomeno di giuridicizzazione più forte degli interessi degli *stakeholder*. In prospettiva si può pensare ad un'applicazione evolutiva di norme e di clausole generali. Prima si faceva riferimento all'art. 2395 c.c., ma sono molti i sistemi giuridici che, attraverso l'uso di clausole generali, potrebbero consentire alle giurisprudenze nazionali una tutela risarcitoria degli interessi degli *stakeholder* lesi.

Questa prospettiva a me sembra, francamente, preoccupante. Gli interessi degli *stakeholder*, infatti, sono tra loro potenzialmente conflittuali. Si corre, quindi, il rischio di assegnare alla discrezionalità di un giudice la decisione sulla composizione dei diversi interessi, con la conseguenza di uno strapotere giudiziario nella soluzione dei conflitti tra società e *stakeholder*.

Da questo punto di vista, mi paiono, malgrado l'apparenza, più moderate – e, quindi, preferibili – soluzioni organizzative che incanalino le scelte discrezionali all'interno di procedure normativamente regolate. D'altra parte, sono d'accordo con Vincenzo Calandra Buonauro quando dice che le soluzioni organizzative da parte di un singolo ordinamento nazionale possono pregiudicare la competitività delle sue società, sicché il discorso potrebbe diventare piuttosto utopico. Allo

---

<sup>14</sup> Cass., 18 luglio 2019, n. 19302 (ord.).

stato, mi sembra però che su questo tipo di approccio si possa ragionare: l'esperienza di cogestione mi pare ben assimilata ed esperienze di cogestione più articolate tra organismi in cui sono rappresentati anche gli enti locali o rappresentanze di altri *stakeholder* appaiono meno pericolose di un ricorso ampio alle azioni di responsabilità e alla discrezionalità giudiziaria.

**D.:** *Alla domanda sulle modalità in cui si declina la considerazione di interessi ulteriori rispetto a quelli dei soci sono emerse varie risposte: la disciplina dell'agire gestorio, l'introduzione di limiti, le regole organizzative. Più sullo sfondo è rimasta la disciplina degli investitori istituzionali. Si possono aggiungere altre considerazioni? E in che misura tutte queste soluzioni integrano con l'art. 2247 c.c.? La norma ha solo una valenza simbolica oppure serve per orientare l'intero sistema rispetto anche ai possibili strumenti che sono stati identificati?*

**Marasà** – In ordine ai più generali riflessi sistematici che potrebbero derivare dalla recezione in termini di “doverosità” dei valori di CSR sul piano delle regole d'azione della società per azioni ci si potrebbe domandare se ciò comporti il superamento dell'unicità dello scopo lucrativo nelle società di capitali o anche il “tramonto” dello scopo lucrativo.

Preliminarmente osserverei che, se l'intervento normativo fosse nel senso della doverosità della regola gestoria, non per questo si dovrebbero riproporre prospettive istituzionalistiche e modificare in questa chiave la definizione della società in generale o della società per azioni in particolare. Infatti, la regola in questione potrebbe tranquillamente ricondursi al nostro quadro costituzionale ravvisando in essa la specificazione da parte del legislatore di un limite di utilità sociale *ex art. 41, co. 2, Cost.*, alla libertà di iniziativa economica e, quindi, pur sempre un limite negativo e non un obiettivo positivamente imposto.

Credo, poi, che, con riferimento al nostro ordinamento, già nel quadro normativo attuale lo scopo lucrativo non possa più ritenersi unico, cioè esclusivo di ogni altra finalità e, quindi, che, senza necessità di modifiche legislative, gli amministratori di una società di capitali, quand'anche *non benefit*, possano già oggi praticare politiche gestorie volte a contemperare il conseguimento del fine di lucro oggettivo con le finalità sociali proprie della CSR, così come credo che i soci possano legittimamente destinare parte degli utili distribuibili alle predette finalità; tutto ciò anche in assenza di specifiche previsioni statutarie *ad hoc*, ma a condizione che non ne venga compromesso il vincolo funzionale tuttora desumibile dalla disciplina del codice, secondo cui l'obietti-

vo principale dei soci di una società di capitali resta comunque la soddisfazione di un interesse economico dei soci, sia esso lucrativo sia esso mutualistico. Infatti, per quanto l'evoluzione del quadro normativo abbia modificato i confini tra enti del Libro I e enti del Libro V, mi pare che l'ambito funzionale delle società di capitali nei termini sopra precisati non sia stato superato e non debba esserlo neppure *de iure condendo* sostituendolo con una regola di assoluta neutralità funzionale delle forme organizzative di impresa. E' vero che la riforma del 2003 ha favorito l'interscambiabilità successiva delle forme organizzative tramite la trasformazione eterogenea, ma è anche vero che ciò è avvenuto in un contesto in cui si muove dalla premessa che ciascuna forma organizzativa abbia una sua caratterizzazione funzionale cosicché la trasformazione delle società di capitali (in consorzi, società consortili, società cooperative, comunioni d'azienda, associazioni non riconosciute e fondazioni) è etichettata dall'art. 2500-*septies*, c.c. come eterogenea proprio perché si abbandona anche la funzione lucrativa originaria.

Inoltre, il convincimento che le società di capitali non possano e non debbano essere del tutto disancorate dal fine lucrativo dei soci è confortato proprio dalle vicende normative di due fattispecie che i sostenitori della neutralità hanno spesso invocato a loro favore, cioè le società sportive professionistiche e le imprese sociali. In entrambe il fine di lucro soggettivo, originariamente bandito, ha poi ritrovato spazio: nelle prime, essendo stato dapprima riammesso nelle società di capitali per lo svolgimento di attività sportive professionistiche (art. 4, d.l. 20 settembre 1996, n. 485, conv. in l. 18 novembre 1996, n. 586) e, più recentemente, autorizzato anche in quelle per lo svolgimento di attività dilettantistiche (art.1, co. 353, l. 27 dicembre 2017, n. 205); nelle seconde, essendo stato generosamente legittimato con riferimento a tutti e tre i momenti in cui il fine di lucro soggettivo può realizzarsi, cioè, in fase di destinazione dei risultati di periodo, di scioglimento individuale del rapporto sociale e di scioglimento della società (rispettivamente, art. 3, co. 3, art. 3, co. 2, e art. 12, co. 5, d.lgs. n. 112/2017).

Infine, in una prospettiva *de iure condendo*, mi pare che prevedere la possibilità per i soci di perseguire qualsiasi scopo comune, anche radicalmente non lucrativo, presenti più costi che benefici. Come ha ricordato Maugeri, salterebbe la distinzione tra società e enti del Libro I, mentre la possibilità di perseguire, in tutto o in parte, interessi "altri" è già consentita esplicitamente dalla disciplina delle società *benefit* e delle imprese sociali. Né mi pare convincente il richiamo alla nuova disciplina francese. È vero che le novellate disposizioni del *Code civil* richiedono che nella gestione della società si prendano in considerazione i problemi sociali ed ambientali (art. 1833, co. 2), come è vero che i



soci devono specificare nello statuto quale sia la “ragion d’essere” della società (art. 1835). Non bisogna, però, dimenticare che l’art. 1832, co. 1, identifica chiaramente come scopo comune dei soci il conseguimento di un beneficio economico<sup>15</sup>. Perciò la previsione di una gestione sociale che tenga conto delle questioni sociali ed ambientali non significa che l’interesse sociale differisca dallo scopo comune dei soci indicato dall’art. 1832. Mi pare piuttosto che intenda porre un limite al perseguimento dell’interesse economico dei soci imponendo di considerare i problemi sociali ed ambientali che la sua realizzazione può comportare.

**Calandra Buonauro** – L’utilità di una definizione generale di un istituto è quella di individuare un criterio identificativo e un minimo comun denominatore delle diverse fattispecie che a quell’istituto vengono ricondotte. In questa prospettiva, per l’evoluzione intervenuta nell’utilizzo dello strumento societario una definizione che individui come connotato essenziale lo scopo lucrativo non è più idonea a cogliere tale minimo comune denominatore. Non si può neppure, però, affermare l’assoluta neutralità dello strumento societario: la definizione perderebbe di significato e ci troveremmo di fronte a un problema sistematico di distinzione rispetto alle altre forme associative. C’è, invece, un denominatore comune che potremmo individuare sulla scorta dell’art. 1833, co. 1, del *Code civil*: la società si costituisce per perseguire «l’interesse comune dei soci», sicché è la volontà dei soci, espressa nell’atto costitutivo, a definire in concreto lo scopo da realizzare e, di conseguenza, l’interesse sociale. Per quanto riguarda i profili di ESG (*Environment, Social, Governance*), una modifica nel senso sopra indicato lascerebbe alla volontà dei soci la decisione in merito all’impegno che essi intendono assumere.

Ritengo, peraltro, che il problema della responsabilità sociale vada affrontato prescindendo dallo scopo della società, perché si tratta di un problema trasversale che attiene piuttosto alla gestione dell’impresa, a prescindere dallo scopo per cui l’impresa viene gestita.

È, peraltro, estremamente complesso riuscire a trasferire all’interno dell’organizzazione societaria interessi diversi da quelli dei soci. Investire gli amministratori indipendenti del compito di farsi carico degli interessi degli *stakeholder*, come sostenuto da qualcuno, non mi pare praticabile: gli amministratori indipendenti sarebbero contemporaneamente portatori di interessi contra-

---

<sup>15</sup> Art. 1832, premier alinéa: «La société est instituée par deux ou plusieurs personnes qui conviennent par un contrat d’affecter à une entreprise commune des biens ou leur industrie en vue de partager le bénéfice ou de profiter de l’économie qui pourra en résulter».

stanti e si finirebbe per introdurre nell'organo amministrativo una fortissima conflittualità. Anche la rappresentanza di un interesse interno, come quello dei dipendenti, non ha dato risultati particolarmente positivi. Uno degli elementi che ha frenato lo sviluppo di determinate imprese in Germania è stata proprio la presenza dei dipendenti nella *governance*, con atteggiamenti spesso radicalmente corporativi e incapaci di fornire un reale contributo alla gestione complessiva.

Per questo continuo a ritenere che l'unico strumento per condizionare la gestione verso obiettivi di responsabilità sociale sia costituito dal ruolo degli investitori istituzionali. Gli investitori istituzionali hanno il potere di indirizzare e "costringere" a perseguire determinati interessi, a condizione che vi sia la necessaria trasparenza sulle scelte operate in materia sociale e ambientale. Riterrai opportuna una trasparenza più forte e più vincolante di quella prevista dall'attuale disciplina dell'informazione non finanziaria, con l'inserimento di specifici riferimenti all'incidenza sui dati rappresentati nel bilancio di esercizio e nel bilancio consolidato, al fine di garantire una corretta comunicazione al pubblico e al mercato delle politiche adottate sul piano della sostenibilità e degli effetti delle stesse sull'attività e sul risultato dell'impresa e di consentire, in particolare agli investitori istituzionali, di orientare gli investimenti secondo obiettivi di sviluppo sostenibile.

Come si possono convincere gli investitori istituzionali a svolgere davvero questo ruolo, senza limitarsi a semplici affermazioni di principio, dimenticando poi sostenibilità e qualità della *governance* non appena si presentano investimenti remunerativi? Occorre rendersi conto che in questo momento storico, il consenso e la stabilità di cui il sistema ha bisogno per funzionare rischiano di venir meno. Credo, quindi, che gli investitori istituzionali, se capaci di interpretare la realtà e di cogliere queste preoccupazioni, possano comprendere che la stabilità sociale, che presuppone una più equa ripartizione della ricchezza e un maggiore rispetto delle istanze provenienti dalle diverse *constituencies*, e la tutela dell'ambiente sono oggi condizioni essenziali per garantire uno sviluppo economico equilibrato e sostenibile e che il loro ruolo dovrebbe essere più efficace, di quello svolto sino a ora, nell'orientare in tal senso la gestione delle imprese.

**Denozza** – Ritengo che sia poco fruttuoso cercare di intervenire sullo scopo della società. Due sarebbero, infatti, le alternative, entrambe poco soddisfacenti: o lasciare ai soci il potere di fare ciò che vogliono, facendo affidamento sulla benevolenza degli investitori istituzionali, dei quali, però, non sembra opportuno fidarsi oltre misura; oppure ricorrere alle azioni di responsabilità, con tutte le conseguenze potenzialmente devastanti di questa scelta, per la

grande discrezionalità connessa alla strutturale incompletezza della disciplina delle azioni di responsabilità. Per altro verso, nemmeno la partecipazione dei lavoratori ai consigli di amministrazione ha finora dato risultati particolarmente incoraggianti. La rappresentanza dei lavoratori negli organi di governo è un fenomeno piuttosto diffuso in Europa, con successi, però, non sempre all'altezza delle aspettative.

Il problema è dunque “convincere” gli investitori istituzionali a riconoscere che con gli *stakeholder* è quantomeno necessario trattare. Del resto, ciò già avviene di regola, per esempio con la stipula dei contratti collettivi di lavoro; ma qui si tratterebbe di una trattativa *interna* e non solamente esterna. A questo riguardo, c'è un grosso pregiudizio culturale, il quale meriterebbe una profonda riflessione critica. Il consiglio di amministrazione, infatti, non è necessariamente quell'organo tecnico che – come tale – deve avere una forte unità d'intenti, stringendosi così attorno all'obiettivo di massimizzare il profitto per gli azionisti. In una prospettiva comparatistica, del resto, il consiglio di amministrazione già oggi vede la presenza di soggetti che rappresentano interessi particolari e diversi (cc.dd. *nominee directors*): amministratori nominati da soggetti specifici che siedono in consiglio per rappresentare gli interessi particolari di tali soggetti e non già gli ipotetici interessi di tutta la società. Questa presenza trasforma inevitabilmente il consiglio di amministrazione da organo tecnico in organo politico ed è, dunque, in questi termini che il consiglio di amministrazione deve essere pensato. Ciò non vuol dire intendere il consiglio come un piccolo parlamento, dove tutti gli interessi comunque coinvolti sono rappresentati in proporzione dai rispettivi delegati. Piuttosto, il *board* dovrebbe costituire il luogo istituzionale in cui tali interessi sono *presentati* alla società: un luogo, cioè, in cui gli interessi dei vari *stakeholder* vengono portati a conoscenza gli uni degli altri e sono oggetto di elaborazione e di riflessione, con l'ultima parola lasciata – realisticamente – ai rappresentanti degli azionisti. Non penserei, quindi, a un consiglio di amministrazione in cui gli interessi dei soci siano recessivi; si tratterebbe, però, di sollecitare gli azionisti ad accettare che vengano presentati a loro interessi diversi.

Il tema è, dunque, trovare il canale che consenta un'adeguata presentazione di tali interessi. A questo scopo, gli amministratori indipendenti possono svolgere un ruolo di grande importanza, essendo nella posizione migliore per raccogliere le istanze delle varie *constituencies* e presentarle in consiglio. Una tale soluzione, del resto, è stata già proposta in Inghilterra, quale tentativo di rimediare all'inadeguatezza della *sec. 172 del Companies Act*. In particolare, era stato proposto di istituire in seno al consiglio di amministrazione dei comitati interni che avessero il compito di portare all'evidenza dell'organo amministrativo gli interessi dei diversi *stakeholder*, lasciando poi al *board* il compi-

to di decidere nel merito. Questo sarebbe stato un cambiamento ben più significativo dell'intervenire sullo scopo della società.

**Sacchi** – Come detto non sono favorevole né a cambiamenti sul piano funzionale – evitando di inserire gli interessi degli *stakeholder* nell'interesse sociale, o comunque negli obiettivi dell'impresa – né a cambiamenti sul piano organizzativo, senza quindi l'attribuzione (o per lo meno senza ritenere essenziale l'attribuzione) a rappresentanti delle varie categorie di *stakeholder* di un ruolo nella *corporate governance*. Ribadisco che l'interesse degli *stakeholder* può rilevare solo come limite esterno dell'azione dell'impresa e i manager dovrebbero operare per massimizzare lo *shareholder value*. Questo, però, entro i limiti posti dalla legge a protezione delle varie categorie di *stakeholder*.

Ciò detto, resta senz'altro possibile attribuire alla società scopi di beneficio comune, diversi da quello di lucro, con previsione legislativa *ad hoc* o lasciando questa facoltà all'autonomia statutaria. Né, in questo caso, vedrei particolari difficoltà nel distinguere tra associazioni e società, (a questo punto) non tanto dal punto di vista funzionale, quanto da quello più propriamente organizzativo: le medesime finalità di beneficio comune, infatti, ben possono essere perseguite ricorrendo a una struttura elastica e “deformalizzata”, quale quella delle associazioni, o a un rigido codice organizzativo, tipico invece delle società, in particolare di quelle aperte al mercato. Questo, sempre che tale finalità di beneficio comune sia specifica ed esclusiva, o almeno si ponga in un rapporto chiaro, sul piano delle priorità, rispetto alle eventuali ulteriori finalità della società. Non mi pare, invece, opportuno che lo scopo di beneficio comune si “cumuli” con lo scopo lucrativo tradizionale, come invece è nelle società *benefit*, né che sia individuata in termini troppo vaghi (per esempio, con un generico riferimento alla tutela dell'ambiente). In tal caso, infatti, si correrebbe il rischio (già richiamato criticando la *Team Production Theory*) della sostanziale insindacabilità delle scelte gestionali, che potrebbero essere formalmente motivate in funzione ora dell'interesse di una categoria di *stakeholder*, ora di quello di un'altra.

C'è poi un'ulteriore questione, che qui è possibile solo segnalare con estrema cautela, richiedendo un approfondimento non consentito dall'impostazione di questo incontro. Al di là delle differenze sul piano giuridico formale fra s.p.a. e fondi – ma anche su questo forse si dovrebbe tornare a riflettere (siamo sicuri che quando il tasso di ricambio annuo degli azionisti è del 300% ha ancora senso parlare di esercizio in comune dell'attività economica?) – ci si potrebbe infatti chiedere se fra i soci di una società per azioni quotata, con un continuo e frequentissimo ricambio, e i titolari di quote di un fondo comune d'investimento ci sia effettivamente una significativa differenza sul piano del-

la logica dell'investimento. In entrambi i casi, in linea di massima – al di là del fatto che gli azionisti delle quotate sono ormai principalmente investitori istituzionali, mentre i quotisti di un fondo sono spesso (ma non necessariamente) investitori *retail* – la logica dell'investimento è finanziaria (salvo il caso dell'investimento socialmente responsabile, che però non va sopravvalutato). Se così è, allora la soluzione migliore potrebbe, forse, essere (senza sopprimere il voto per le azioni dei fondi di investimento, come proposto da Guido Rossi negli anni '80 del secolo scorso, in un contesto normativo e di mercato del tutto diverso da quello attuale) di ridurre i diritti dei soci delle quotate (quindi, essenzialmente, degli investitori istituzionali), così come limitati sono i diritti di *voice* di coloro che investono in un fondo comune. È significativo che negli Stati Uniti sia usuale, nella prassi, tenere elevato il limite massimo delle azioni autorizzate, così da lasciare agli amministratori ampia libertà di decisione sull'emissione delle azioni. L'indebolimento dei diritti di *voice* dei soci, peraltro, non dovrebbe tradursi in un elemento che favorisce l'insindacabilità delle scelte gestorie; tale soluzione, infatti, dovrebbe accompagnarsi all'introduzione dei limiti esterni all'azione dell'impresa (e, per essa, degli amministratori), di cui si diceva in precedenza.

Riguardo invece al ruolo degli investitori istituzionali, non credo che il tema dei principi costituzionali richiamato in questo seminario rappresenti un problema reale. È vero, infatti, che il risparmio e la libertà d'impresa sono tutelati a livello costituzionale, ma lo stesso vale per la salute, l'ambiente, o il lavoro. Non solo, mentre il diritto alla salute non può essere limitato per motivi attinenti all'utilità sociale, questo può accadere per la libertà d'iniziativa economica, che, quindi, non è posta sullo stesso piano nel diritto alla salute. Piuttosto, il problema mi sembra riguardare l'incompletezza delle norme, ricordata da Francesco Denozza: l'idea, qui ipotizzata, di proteggere le varie categorie di *stakeholder* mediante limiti all'azione dell'impresa previsti da norme deve fare i conti con l'elevato tasso di incompletezza delle stesse. È vero che è possibile rimediare all'incompletezza delle norme attraverso l'attività interpretativa, ma tra gli operatori del diritto chiamati a questo compito paiono prevalere coloro che sono culturalmente vicini agli investitori istituzionali.

Quanto alla prospettiva di affidare la protezione degli *stakeholder* a un modello ideale di investitore istituzionale, sensibile (al di là delle differenze legate alle concrete caratteristiche dei vari investitori istituzionali) al rischio sistemico di mercato, legato all'impatto sociale e/o ambientale dell'attività delle imprese, delle due l'una: (1) o è realistico pensare che questa ideale figura di investitore istituzionale può effettivamente gestire il rischio sistemico di mercato, realizzando un contemperamento fra gli interessi delle varie categorie di

*stakeholder*, e allora si pone per gli investitori istituzionali lo stesso problema di sostanziale insindacabilità delle scelte, segnalato con riguardo ai *manager* ove si accolgano posizioni quali la *Team Production Theory*; in questo caso si tratterebbe di un itinerario argomentativo nuovo ed elegante per raggiungere un risultato vecchio e insoddisfacente; (2) oppure, e questa sembra l'ipotesi più probabile, questo modello ideale di investitore istituzionale si preoccuperebbe di evitare che l'attività delle imprese possa compromettere il livello minimo di sostenibilità solo nella misura strettamente indispensabile per evitare disastri sociali e/o ambientali di entità tale da determinare un crollo durevole dei mercati finanziari (l'esperienza del 2008 sembra indicare che, al di là delle sorti di singoli operatori, un crollo transitorio può essere assorbito dal sistema finanziario, mentre più prolungato è l'effetto per il sistema industriale). Tutto ciò che è al di sopra di questo livello minimo lascerebbe totalmente indifferente l'ideale modello di investitore istituzionale ora in discorso, con la conseguenza di avere un risultato nuovo e soddisfacente, ma solo per gli investitori istituzionali (che verrebbero, anche sul piano giuridico-formale, posti in posizione di assoluta preminenza rispetto ai *manager*), mentre per gli *stakeholder* sensibili a istanze ambientali e/o sociali l'obiettivo di evitare un disastro ambientale e/o sociale estremo sarebbe, oggettivamente, un po' poco.

**Maugeri** – Anche all'esito della discussione svolta sin qui, mi pare che il riferimento agli investitori istituzionali – i quali hanno uno specifico interesse a governare il rischio ambientale e sociale, inteso come rischio “sistemico” di portafoglio – sia quanto mai opportuno. Peraltro, questa è una soluzione comprovata anche dalla pratica, nella misura in cui i “fondi sostenibili” si vanno sempre più diffondendo. L'esperienza dimostra come i *manager* delle grandi società quotate siano inclini ad ascoltare le istanze di BlackRock o Vanguard almeno nella stessa misura in cui ascolterebbero il legislatore.

Veniamo così alla proposta di intendere gli interessi degli *stakeholder* quali “limiti” all'agire della società. Ora, la CSR è un tema con una sua identità peculiare; se, però, la si trasforma in una serie di obblighi sulla corretta gestione dell'impresa, in che cosa la CSR si distinguerebbe dalla *compliance*? In entrambi i casi, infatti, si rimarrebbe con una serie di doveri attinenti alla tutela del lavoro, dell'ambiente, della sicurezza dei prodotti, perdendo così quella caratterizzazione “culturale” che invece dovrebbe distinguere la CSR. La specificità della CSR consiste proprio nel fatto che sono gli amministratori – trovandosi in una situazione di potere – a selezionare gli interessi che è opportuno di volta in volta perseguire. Gli amministratori sono titolari di una posizione funzionale: non gestiscono l'impresa nel loro interesse, ma nell'interesse di altri. È proprio quest'ultimo concetto che deve essere “recuperato” e ricostrui-

to. Ogni teoria che apra a un ampio “bilanciamento” di interessi da parte degli amministratori comporta costi eccessivi, sia in termini di incertezza sia di *agency*. Come è possibile, per esempio, contestare la scelta degli amministratori di chiudere (o, all’inverso, di lasciare aperto) un impianto produttivo che funziona male o inquina eccessivamente, ponderando così a loro discrezione gli interessi dei lavoratori, dei soci e dell’ambiente? Qual è il criterio oggettivo che consente di sindacare una simile scelta? Non può esistere. Né mi pare del tutto persuasivo il riferimento a un rendimento “equo” dell’investimento, come vincolo all’azione degli amministratori e nel rispetto del quale sarebbe possibile operare il bilanciamento tra l’interesse dei soci e quello degli altri *stakeholder*. Si innescherebbe un’accesa concorrenza tra gli amministratori delle diverse società quotate, con ciascun emittente votato all’obiettivo di garantire un rendimento “più equo” degli altri, e si ritornerebbe alla teoria classica della massimizzazione del valore per gli azionisti. Non bisogna dimenticare che ci si trova pur sempre in presenza di soggetti che devono competere sul mercato. Lo stesso vale per la distinzione tra obiettivi di breve e obiettivi di medio/lungo termine (questi ultimi – in ipotesi – maggiormente coerenti con la responsabilità sociale dell’impresa): è infatti possibile immaginare una gestione contraria a qualsiasi principio etico ma capace di incrementare il valore di mercato delle azioni. Tale differenza nell’orizzonte temporale mi pare, dunque, priva di un significato operativo utile.

Per questo motivo, nella gestione della società ci deve necessariamente essere una direttiva chiara che possa orientare la discrezionalità degli amministratori, e tale direttiva non può che essere la creazione di valore per gli azionisti. Il punto diventa piuttosto “responsabilizzare” gli azionisti e, quindi, gli investitori istituzionali. Come accennava Francesco Denozza, due sono le alternative: il mercato o il regolatore. È vero che il primo spesso volte “fallisce”, ma ciò non esclude la possibilità di immaginare l’affermarsi di intermediari (ad es., taluni fondi attivisti) che sviluppino una funzione di mediazione nella *governance*, aggregando gli investitori istituzionali attorno ai temi ESG o ad altri di interesse generale. Certo, ci sono problemi di azione collettiva; ma è qui che deve intervenire il “regolatore”, per esempio come fa già con il diritto concorsuale, che è propriamente uno strumento per risolvere i problemi di azione collettiva dei creditori. Il legislatore europeo sembra muoversi in questa direzione, imponendo regole di trasparenza in base alle quali gli investitori istituzionali devono indicare come incorporano aspetti ambientali e sociali nelle loro politiche di *engagement* e nelle loro politiche di investimento. Una disciplina di mera trasparenza potrebbe tuttavia rivelarsi insufficiente. Di qui, l’esigenza di riflettere sull’opportunità di introdurre veri e propri *fiduciary duties* degli investitori istituzionali nella considerazione del rischio ambientale o

sociale (inquadrate, come osservavo in precedenza, quale rischio “sistemico” di portafoglio) e una conseguente fattispecie di responsabilità per la violazione di tali doveri.

**Tombari** – Non vi è dubbio che sia possibile interpretare il disposto contenuto nell’art. 2247 c.c. nella prospettiva di attribuire rilevanza anche alla “sostenibilità dell’impresa”; in questo senso, dunque, non risulterebbe necessaria una modifica legislativa della disposizione. Nondimeno, laddove ci si ponga in una logica di mercato, può comunque essere importante precisare meglio – nell’ambito dell’art. 2247 c.c. e comunque a livello legislativo (e non solo autoregolamentare) – la dimensione funzionale dell’impresa societaria. Del resto, come ricordato all’inizio, sono sempre maggiori gli ordinamenti societari nazionali orientati a dare una rilevanza, più o meno diretta, anche ad interessi diversi da quelli dei soci.

Per quanto riguarda l’Italia, siamo ancora dominati da un paradigma lucrativo fondato sull’art. 2247 c.c.; lo stesso Codice di Autodisciplina – peraltro in corso di modifica anche su questo punto; le modifiche sono attese a fine gennaio 2020 – prevede che il consiglio di amministrazione persegua l’obiettivo prioritario della creazione di valore per gli azionisti in un orizzonte di medio-lungo periodo. In questo contesto, si potrebbe ipotizzare di introdurre una nuova disposizione di “diritto societario comune”, in forza della quale consentire ai soci di utilizzare la società e quindi anche la grande impresa azionaria alternativamente (nel senso che sarebbe possibile scegliere una delle tre seguenti “funzioni”): (1) per perseguire, in via esclusiva, “interessi lucrativi” (come nell’ordinamento attualmente vigente); (2) per contemperare “interessi lucrativi” e “beneficio comune”, generalizzando, con le opportune modifiche, il modello della società *benefit* (e comunque il modello tedesco, per come si è affermato a livello interpretativo e di Codice di Autodisciplina); (3) per perseguire unicamente finalità “non lucrative”, ossia solidaristiche e di utilità sociale. Come ho sostenuto di recente<sup>16</sup>, la società per azioni si configurerebbe come un «modello organizzativo funzionalmente orientabile».

Come ho già accennato, se anche nella nuova prospettiva di modifica legislativa saranno i soci a determinare gli interessi in funzione dei quali la loro ricchezza deve essere gestita dall’organo amministrativo, non appare necessario ripensare il potere dei soci di nominare e revocare gli amministratori o di deliberare sullo scioglimento della società.

---

<sup>16</sup>U. TOMBARI, “Potere” e “interessi” nella grande impresa azionaria, Milano, Giuffrè, 2019, 98 ss.



**Libertini** – Credo che siamo tutti d'accordo sul fatto che l'art. 2247 c.c. è una norma ormai "invecchiata", che sarebbe opportuno riscrivere tenendo conto dell'evoluzione culturale cui stiamo assistendo. Rimane in ogni caso aperta la possibilità di interpretare elasticamente tale disposizione: in particolare, mi pare possibile ammettere che – una volta rispettato il principio di una remunerazione del capitale investito equa, cioè non distante da quella offerta dal mercato – possa essere riconosciuto all'autonomia statutaria il potere di individuare finalità ulteriori rispetto allo scopo lucrativo, senza per questo dover ricorrere ai rigidi schemi della società *benefit*.

Oltre all'autonomia statutaria, c'è ovviamente un problema ineliminabile, legato alla discrezionalità di cui godono gli amministratori; ma ciò costituisce un elemento "naturale" di ogni società per azioni, proprio perché l'attività d'impresa è necessariamente caratterizzata dalla discrezionalità nelle scelte gestorie. Del resto, tutto ciò fa parte della stessa tradizione culturale sulla quale la CSR è stata costruita: quest'ultima, infatti, è stata concepita, negli ultimi venti anni, soprattutto come un nuovo fronte sul quale aprire la competizione fra le imprese, in considerazione del valore che la reputazione – coltivata attraverso il conseguimento di fini non immediatamente lucrativi – oggi assume nel mercato.

Il problema, piuttosto, si pone con riferimento al proliferare – in prospettiva comparatistica – di quelle norme che impongono come doveroso il rispetto degli interessi degli *stakeholder*. La doverosità delle condotte imposte da simili norme – a differenza di quanto ad oggi può dirsi per il diritto italiano, anche ad accettare l'interpretazione prima accolta dell'art. 2247 c.c. – mette, però, in dubbio la capacità delle sole dinamiche reputazionali di mercato nel gestire adeguatamente il problema.

Non a caso, il dibattito dottrinale oggi riguarda soprattutto l'individuazione di quegli strumenti capaci di rendere più sicura la realizzazione degli obiettivi di CSR, contenendo così la discrezionalità di cui godono gli amministratori. Prima dicevo che l'ampliamento del ricorso alle azioni di responsabilità non è una soluzione auspicabile. Ma se si esclude la valutazione giudiziale delle scelte gestorie, possono essere sufficienti i condizionamenti culturali e le dinamiche di mercato a realizzare gli scopi della CSR? Personalmente, quest'ultima soluzione non mi pare realistica.

In ogni caso, mi sembra di poter rilevare che l'esigenza politica di incanalare l'affermazione della CSR verso soluzioni efficienti è oggi senz'altro avvertita. Ragionevolmente, tali soluzioni potrebbero essere di carattere pubblicistico, considerata l'inadeguatezza delle mere dinamiche reputazionali di mercato se non supportate da un adeguato sistema di incentivi e disincentivi capa-

ce di plasmare le scelte discrezionali. Così, per esempio, si potrebbe premiare sul piano fiscale le imprese più virtuose e imporre “penalità” o “sovraimposte” per le imprese meno virtuose, lasciando però una discrezionalità ampia agli amministratori. Tale soluzione incanalerebbe il problema su linee molto diverse rispetto a quelle tipiche della responsabilità civile, che rimette al giudice l’ultima parola sulla legittimità di una scelta.

Che ne è poi, in questo clima culturale, della nozione di interesse sociale? Mi pare che l’efficienza produttiva dell’impresa, senza la quale nessun interesse può comunque essere soddisfatto, debba costituire tutt’ora il minimo comune denominatore: tale efficienza, dunque, non può che costituire il parametro necessario per verificare la legittimità di eventuali scelte che siano del tutto incompatibili con esigenze di efficienza produttiva.

Infine, è opportuno osservare che gli investitori istituzionali hanno certamente un interesse e una necessità di avere una sponda politica sicura. In questo senso, la dimensione “mondiale” dei mercati finanziari suggerirebbe l’opportunità di un qualche accordo politico internazionale di portata analoga. Una prospettiva di uniformazione internazionale del diritto dell’impresa è, ad oggi, lontana. Tuttavia, mi sembra interessante la proposta, oggi presente nel dibattito, di *federalization* del *corporate law* statunitense; una proposta che si pone in aperto contrasto con l’impostazione classica, che favoriva un elevato grado di “competizione tra ordinamenti”, quale strumento per attirare nuovi investitori.