

Lo scopo della società: dall'organizzazione al mercato

Francesco Denozza *

SOMMARIO:

1. L'organizzazione. – 2. Il mercato. – 3. Conclusioni.

1. *L'organizzazione.*

Un punto che dovrebbe essere adeguatamente chiarito, e che invece è relativamente poco dibattuto, è se una modifica dello “scopo” della società in direzione di un allargamento del novero degli interessi che l'impresa deve soddisfare, anche al di là di specifici obblighi legislativi e contrattuali, sia un fine in sé, o sia invece un semplice strumento rispetto ad un fine principale che, secondo un diffuso ritornello, sarebbe oggi principalmente quello di rivalutare il perseguimento di obiettivi di lungo periodo, e perciò di rovesciare l'attuale prevalente diffusione di orientamenti al breve. È evidente che le due prospettive possono sollecitare interventi (e comportare implicazioni) molto diversi.

Ciò premesso, e facendo riferimento (in attesa di migliori chiarimenti) al generico obiettivo di incorporare gli interessi di *stakeholders* non finanziari tra quelli che la società ha lo scopo di perseguire, la prima domanda che occorre porsi è: da cosa dipende il fatto che le società perseguano in concreto la soddisfazione degli interessi di una o di altra categoria di soggetti? Sul piano istituzionale mi sembra che l'ovvia risposta debba essere: dipende, in parte, dalla definizione giuridica dello scopo della società, e, in parte, dalle regole relative alla sua costituzione e al suo funzionamento. Un progetto di allargamento dello spettro degli interessi rilevanti deve perciò tenere conto di entrambi questi fattori (definizione giuridica dello scopo/ struttura corporativa e patrimoniale).

Entrambi gli elementi che stiamo considerando (scopo legale e struttura) ben possono variare in misura considerevole secondo le epoche e/o gli ordi-

* Professore emerito di diritto commerciale, Università degli Studi di Milano; email: francesco.denozza@unimi.it.

namenti considerati e quindi un discorso generale può rivelarsi problematico.

Ad un certo livello di astrazione alcune osservazioni teoriche sui due fattori, e sui legami tra di loro, si possono tuttavia fare, considerato anche che la struttura complessiva in cui la loro operatività si iscrive è (ripeto, ad un certo livello di astrazione) consolidata, con caratteri largamente simili, in tutti gli attuali ordinamenti occidentali.

Partendo dallo scopo, a me sembra che sul piano legislativo il primo problema riguardi la definizione dei limiti alla possibilità che ogni società definisca da sé lo scopo che intende perseguire. Nel nostro ordinamento limiti a questa possibilità sono notoriamente posti dalla definizione legale della società e dal riferimento al lucro presente nell'art. 2247, nonché dall'elaborazione giurisprudenziale e dottrinale della nozione di interesse sociale (ed eventualmente da altre norme che in situazioni particolari impongono comportamenti o considerazione di interessi specifici e per le quali si può discutere se siano rilevanti al fine della definizione dello scopo della società, o se si tratti invece di regole che si limitano a porre limiti al modo in cui lo scopo, quale che esso sia, può essere in concreto perseguito).

Su questa prima questione (fino a che punto deregolare la definizione legale di scopo) a me sembra che l'opportunità che la legge dia indicazioni sullo scopo che la società deve perseguire possa essere argomentata sulla base di almeno due ordini di ragioni. La prima è che il garantire a chi entra in un certo tipo di società (lucrativa, benefit, cooperativa, ecc.) di poter fare affidamento su alcuni punti fermi, non manipolabili da nessun concreto contratto specifico, può corrispondere a meritevoli interessi di tutti, compresi quelli di coloro che redigono gli statuti e vanno sul mercato a chiedere adesioni e quattrini.

È vero che costoro potrebbero individualmente preferire maggiore libertà. Se però ci si mette dal punto di vista del loro interesse complessivo, ci si rende immediatamente conto che la presenza di limiti legislativi inderogabili finisce per avere un effetto di protezione di tutti i partecipanti al mercato, in particolare contro le esternalità, in termini di diminuita generalizzata fiducia, che possono essere create da eventuali imbrogliatori. Un processo di totale "destandardizzazione" dei contratti sociali non sarebbe perciò auspicabile e probabilmente neanche realistico¹.

A ciò va aggiunta la necessità di sopperire con norme di legge all'eventuale

¹ Molti forse ricorderanno l'enfatico quadro (peraltro, per molti aspetti, ben poco soddisfacente) in cui il tema della standardizzazione degli statuti ebbe ad essere inquadrato in un celebre articolo di alcuni anni fa: H. HANSMANN, R. KRAAKMAN, *The End of History for Corporate Law* (2001). *Faculty Scholarship Series*, Paper No. 5061, <https://digitalcommons.law.yale.edu/fsspapers/5061>.

ambiguità o lacunosità delle definizioni dello scopo contenute negli statuti redatti dai privati. L'oggetto dell'attività (la raccolta di risorse da investire in imprese) sembra coinvolgere molti e diversi interessi, anche dell'intera società. Il che sconsiglia, anche da questo punto di vista, di affidare la soluzione di tutti i problemi alla pura volontà dei contraenti e in caso di dubbi, all'analisi dei linguaggi usati e dei consensi presunti.

Accettata in via di ipotesi la tesi che ritiene inopportuna una generalizzata libertà dei fondatori della società di definirne come meglio credono lo scopo, che dire con riferimento al tema specifico delle pattuizioni sociali che prevedano un impegno a tutelare anche gli interessi di *stakeholders* diversi dai soci? Come in tutte le situazioni di questo tipo, il legislatore ha tre alternative: può intervenire vietando che questi interessi siano tenuti in considerazione (ripetiamo: al di là di quanto previsto da leggi e contratti), può dare facoltà alle parti di tenerne conto, oppure può imporre l'assunzione obbligatoria di impegni.

La prima alternativa è più o meno quella propugnata dalla teoria dello *shareholder value*, ed è anche quella che negli ultimi decenni ha rappresentato una linea di frontiera, più o meno elastica (nel senso che la possibilità per una società lucrativa di operare in senso "altruistico" è discussa) ma sicuramente presente (nel senso di un limite al successo di tesi favorevoli a lasciare a chi governa una società lucrativa la possibilità di compiere qualsiasi atto che avvantaggi qualche meritevole *stakeholder*, a prescindere da quanto ciò possa costare ai soci).

La seconda alternativa può essere declinata in vario modo (la facoltà può essere attribuita ai soci al momento della redazione dello statuto, ai soci durante la vita della società, agli amministratori a prescindere dal consenso dei soci, ecc.) e su di essa torneremo tra breve.

La terza incontra limiti evidenti, derivanti dal ruolo economico - sociale che le società per azioni attualmente svolgono. Le società per azioni devono essere, oggi più che mai, enti in grado di attrarre investitori. Ogni intervento che introducesse obblighi considerati sconvenienti da una fascia sufficientemente rilevante di investitori, diminuirebbe la capacità di attrazione della società per azioni con rilevanti conseguenze economiche negative.

Per di più, l'effettività delle norme che definiscono lo scopo dipende, come per tutte le norme, dalla efficacia delle sanzioni. Che effettività potrebbe avere una norma che, senza cambiare le caratteristiche corporative e patrimoniali della società per azioni, imponesse ai soci l'assunzione di impegni che costoro non gradiscono e che faranno di tutto per disattendere? L'interrogativo ci conduce allora all'esame del secondo fattore istituzionale che abbiamo indicato sin dall'inizio come decisivo, e cioè quello relativo alla struttura corporativa della società.

In una società in cui i gestori sono nominati esclusivamente dai soci, in cui l'azione di responsabilità può essere in generale esercitata solo dai soci e dai creditori, in cui il danno al patrimonio sociale è il presupposto della responsabilità dei soggetti, e spesso anche dell'invalidità degli atti, è evidente che la definizione di uno scopo anche solo in parte diverso dai desiderata dei soci e dalla massimizzazione del patrimonio sociale è destinato a restare poco più che aria fritta².

Ciò deve indurre ad una prima riflessione. Tra la definizione dello scopo della società e la disciplina della sua struttura deve esistere coerenza, sia sul piano pratico (ha poco senso stabilire che un certo interesse deve essere protetto e poi non creare nessuno strumento di tutela del medesimo in caso di sua lesione) sia sul piano teorico (che senso ha ammettere che la società deve perseguire gli interessi di diverse categorie di *stakeholders* e poi prevedere che però solo una di queste categorie nomina tutti i gestori?).

La totale neutralità della forma organizzativa non è pensabile, perché il modo in cui viene strutturato l'esercizio del potere incide inevitabilmente sullo scopo in concreto perseguito.

La morale mi sembra essere: nessuna sostanziale modifica della situazione attuale degli *stakeholders* non finanziari può essere realizzata modificando semplicemente la definizione legislativa dello scopo, senza intervenire in maniera coerente sulla struttura organizzativa. Se li si vuole proteggere davvero, occorre acconciarsi al non facile compito di trovare il modo di dare loro qualche forma di voce in capitolo nelle decisioni relative all'amministrazione della società.

Tornando allora alle tre alternative ipotizzate relativamente alla considerazione degli interessi degli *stakeholders* (vietare, facoltizzare, obbligare), un punto che sembra ora abbastanza chiaro è che limitarsi a modificare la definizione dello scopo legale della società consentendo, o rendendo addirittura obbligatorio, l'allargamento degli interessi protetti sino a comprendere anche quelli di soggetti diversi dai soci correrebbe il rischio di non produrre alcuna rilevante modifica della situazione attuale. Alla fine, sia pure in condizioni e con limiti a seconda dei casi diversi, i soci (in particolare quelli di maggioranza o comunque quelli di fatto in grado di influenzare il comportamento degli amministratori) resterebbero pur sempre arbitri nel decidere quale concreto li-

² Come sembra essere successo al par. 172 del *Companies Act*. Per un recente esame critico v. G. TSAGAS, *Section 172 of the Companies Act 2006: Desperate times call for soft law measure* (2017). *Draft Paper for contribution*, reperibile in SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2996090>.

vello di effettiva attuazione dovrebbe avere l'eventuale proclamazione della protezione degli interessi altri³. Per uscire da questa prospettiva occorre pensare a modifiche che non riguardino solo il fattore "definizione dello scopo" ma anche il fattore "organizzazione della società". Occorre allora chiedersi se pensare a modifiche di questo genere sia realistico e se queste modifiche potrebbero effettivamente sortire effetti positivi. Il che ci conduce al di là dei temi strettamente istituzionali, verso l'analisi dei rapporti di potere reali, e perciò verso lo studio della attuale realtà dei mercati finanziari.

2. Il mercato.

Quanto precede riguarda le principali questioni che a mio avviso si pongono sul piano istituzionale. Poiché, però, come è evidente e come si è appena ricordato, il tema degli interessi perseguiti si intreccia con il tema dei rapporti di potere, e poiché i rapporti di potere preesistono alle norme, e ne sono in larga parte indipendenti, io credo che sia poco produttivo discutere di responsabilizzazione dell'impresa verso gli *stakeholder* preoccupandosi degli aspetti istituzionali, senza avere prima chiarito quale è la realtà con cui l'istituzione deve fare i conti.

Su questo piano, a me sembra che il punto di partenza non possa che essere l'approfondimento del ruolo attualmente svolto dai soci. Non mi sembra dubbio che allo stato i soci hanno, rispetto ad altri *stakeholder*, una posizione assolutamente privilegiata. I soci costituiscono la società (prescindendo da interventi pubblici straordinari, nessuno *stakeholder* in quanto tale può costituire una società), possono decidere di farla cessare, nominano i gestori, ecc. Mi sembra, inoltre, che questi poteri giuridici riflettono un potere di fatto altrettanto rilevante. I soci controllano in genere la risorsa più mobile tra tutte quelle di cui l'impresa ha bisogno, quella che dal punto di vista materiale è più facile spostare da un impiego all'altro ed al cui accaparramento tutte le imprese sono in genere altamente interessate.

Tornando allora a quanto osservavo all'inizio in ordine agli orientamenti di breve e di lungo periodo, mi sembra abbastanza evidente che se si pensa ai soci come soggetti in maggioranza votati all'egoismo e allo *short-termism*, non

³ Non diversamente da quanto di fatto avviene già nella società benefit, cfr. F. DENOZZA, A. STABILINI, *La società benefit nell'era dell'investor capitalism*, in questa *Rivista*, 2017, n. 2; F. DENOZZA, *La società benefit e le preferenze degli investitori*, in B. DE DONNO, L. VENTURA (a cura di), *Dalla benefit corporation alla società benefit*, Cacucci, Bari, 2018, 33.

si può che ribadire che il semplice dar loro la facoltà di tenere conto, quando vogliono e lo ritengono opportuno, degli interessi degli altri *stakeholders*, sarebbe del tutto inutile. Soci votati a queste visioni, e a questi obiettivi, continueranno a fare, o continueranno ad imporre ai gestori di fare, quello che già fanno attualmente.

Per pensare di andare oltre bisogna analizzare in maniera ben più approfondita i meccanismi che attualmente orientano le preferenze e i comportamenti dei soci. Il che vuole dire, in sostanza, passare dall'analisi dell'organizzazione e del ruolo che in essa svolgono i soci, all'analisi degli attuali meccanismi di funzionamento del mercato finanziario e dei suoi principali attori, i c.d. investitori istituzionali⁴.

Al tema del loro comportamento, e a quello degli incentivi che possono orientarlo in un senso o nell'altro, dovrebbe essere dedicata una grandissima attenzione⁵ perché sono loro (gli investitori istituzionali, nel senso ampio del termine) che determinano più di tutti gli altri le linee di sviluppo del sistema. Il capitalismo manageriale con i suoi vari orpelli (la neutralità, la soggettività sacrificata sull'altare dell'efficienza organizzativa, gli imperativi tecnici dell'attività spacciati per necessità oggettive, ecc.) ha da tempo ceduto il passo al capitalismo degli intermediari ed è con questo che è ora di fare i conti.

Il bandolo della matassa sta nelle strategie degli investitori istituzionali⁶. Di avere capito questo, va a mio avviso dato merito agli organi dell'Unione Europea che ha giustamente posto il tema degli orientamenti degli investitori istituzionali (in realtà: dei manager degli intermediari) al centro dell'attenzione delle considerazioni che sorreggono la SRD II, anche se poi la sopravvalutazione, e una, secondo me, non corretta, interpretazione, della contrapposizione tra visioni di breve e di lungo periodo, finisce per indirizzare gli interventi legislativi europei in una direzione problematicamente "soft".

Se si riconosce che l'orientamento al breve periodo ha una causa precisa

⁴ Mi riferisco con questa locuzione a tutti coloro che investono per professione soldi altrui e non solo agli investitori istituzionali come definiti dalla S R D II. Sull'evoluzione dei mercati finanziari e sul ruolo attualmente svolto dagli investitori istituzionali, v. F. DENOZZA, A. STABILINI, *Principals vs Principals: The Twilight of the Agency Theory*, in *Italian L J*, 2017, 511.

⁵ Acuti tentativi di approfondire il tema al di là dell'usuale in: M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2019; v. anche S. ALVARO, M. MAUGERI, G. STRAMPELLI, *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship. Problemi e prospettive*, Quaderni giuridici Consob, n. 19, gennaio 2019.

⁶ Basti pensare che i soli primi duecento fondi pensione più grandi del mondo amministrano risorse pari a circa 29 trilioni di dollari (per avere un elemento di comparazione, basta ricordare che il PIL italiano nel 2017 non raggiungeva i 2 trilioni).

nell'attuale struttura dei mercati finanziari, popolati da intermediari istituzionali in concorrenza tra loro⁷, e se si ammette che la focalizzazione dell'obiettivo della società sui soli interessi dei soci che ha dominato gli ultimi decenni deve essere corretta, occorre ipotizzare interventi molto più incisivi di quelli che l'Unione sembra sinora intenzionata a porre in essere.

Si pone allora un interrogativo secondo me decisivo. Un cambiamento nell'orientamento degli investitori istituzionali, e per essi dei loro gestori, è realisticamente ipotizzabile all'interno dell'attuale sistema, o richiede una modifica radicale dell'attuale struttura⁸?

Il problema è ovviamente complesso. Un modo per avviarne l'approfondimento potrebbe essere l'analisi delle dichiarazioni programmatiche dei soggetti interessati (i *managers* delle società e i gestori dei principali investitori istituzionali), unitamente a quella dei comportamenti che sono effettivamente riscontrabili sul mercato.

Spunti importanti possono essere su questo piano forniti dal recente dibattito originato, soprattutto negli Stati Uniti, dalla presa di posizione di numerosi amministratori di importanti società i quali affermano di sentirsi impegnati nei confronti di tutti i loro *stakeholders*.⁹ In questa prospettiva anche una superficialissima osservazione rivela immediatamente qualche problematico aspetto di dissonanza tra i due livelli (dichiarazioni - comportamenti) che illustra e

⁷ Il punto è sviluppato in F. DENOZZA, A. STABILINI, (nt. 4), 511.

⁸ Sul tema bisognerebbe aprire un serio discorso che non ho la possibilità di sviluppare qui. Se il riferimento allo *short-termism* non viene usato come una sorta di contenitore-spazzatura, in cui raccogliere la sintesi di tutti i difetti del capitalismo attuale, ma viene riportato al suo significato tecnico, esso indica, dal punto di vista degli investitori, il fatto che i rendimenti futuri sono scontati utilizzando un coefficiente troppo elevato. Ma se si abbandona la faciloneria evocativa e ci si riporta a questo preciso e proprio significato, è evidente che il passaggio da una visione di breve (i rendimenti futuri sono eccessivamente scontati) ad una visione di lungo (i rendimenti futuri sono correttamente apprezzati) non sembra essere una questione di maggiore o minore interesse degli investitori verso l'uno o l'altro periodo, ma una questione di oggettiva valutazione delle aspettative verso il futuro. È azzardato allora ipotizzare che il problema stia nel fatto che in un mondo in cui nulla è più pianificato, dove gli stessi stati sovrani non sono più in grado di garantire alcuna prevedibilità, neppure nel breve periodo, il futuro è più incerto (e in certo senso spaventoso) e viene perciò giustamente "scontato" maggiormente? Se si comincia a ragionare in questi termini ci si accorge di quanto restino irrimediabilmente superficiali le pur giuste preoccupazioni dell'Unione Europea.

⁹ "... to all of our stakeholders [sottolineatura nell'originale]", v. BUSINESS ROUNDTABLE, *Statement on the Purpose of the Corporation*, August 2019. La discussione sul tema è diventata addirittura frenetica e dare conto di tutto il dibattito è impossibile. Un'utile fonte di informazione (tra le tante) è il sito FT.com/New Agenda, istituito dal Financial Times, con lo slogan: *Capitalism. Time for a Reset. Business must make a profit but should serve a purpose too.*

conferma la difficoltà di capire cosa effettivamente gli investitori istituzionali pensano dell'opportunità che le società in cui investono perseguano anche la soddisfazione, non puramente strumentale¹⁰, di interessi di *stakeholders* diversi dai soci.

Dissonanza tanto più sorprendente quando si consideri la coincidenza che sui punti principali esiste tra le dichiarazioni dei *managers* delle imprese operative e quelle dei *managers* degli investitori istituzionali¹¹. Nella misura in cui le dichiarazioni di entrambe le categorie concordano nell'esaltare il lungo periodo, la domanda spontanea è: se siete davvero d'accordo voi, chi mai vi impedisce di passare dalle parole ai fatti?

Può sorgere allora il sospetto che si tratti di semplici mosse strategicamente opportunistiche. Gli investitori istituzionali potrebbero voler fare una politica di immagine e magari prevenire (ulteriori) regolamentazioni. I *managers* della *Roundtable* potrebbero invece cercare di fare un'operazione simile a quella che (a mio avviso) tentarono con successo i loro colleghi di alcuni decenni orsono, quando, negli anni settanta – ottanta del secolo scorso i *managers* riuscirono ad allentare la pressione che esercitavano su di loro gli *stakeholders*, e in particolare i lavoratori, dichiarandosi tutori dell'interesse di una massa (allora) anonima di azionisti investitori. Ciò consentì loro di dare ai soci un po' di denaro, e di ottenere in cambio un maggior potere (il controllo esercitato di fatto dai lavoratori e dai loro sindacati diminuì e nessun aumento si verificò nei poteri dei soci). Oggi che gli azionisti non sono più una massa amorfa, ma sono un gruppo di agguerriti operatori di mercato, è ovvio che questo compromesso non sia più gradito agli amministratori come una volta. Oggi potrebbe quindi succedere qualcosa di simmetrico: i *managers* delle società potrebbero cercare di allentare (in parte) il controllo degli investitori istituzionali dichiarandosi servitori di una massa dispersa ed amorfa di *stakeholders*.

Se non si pensa che si tratti di un "semplice" scontro di potere tutto interno

¹⁰ La precisazione è necessaria ovvio essendo che quando esiste un rapporto di strumentalità nessuno nega che le società debbano avere a cuore l'interesse degli *stakeholders* nella misura in cui la loro soddisfazione ridonda a vantaggio anche dei soci (si pensi all'interesse dei clienti dell'impresa, non a caso posto al primo posto nell'elenco contenuto nello statement sottoscritto dai *managers* della *Roundtable*).

¹¹ "Recently, the CEOs of the largest global asset management firms put portfolio company executives on notice that their current short-term focus can be a barrier to long-term growth. Larry Fink, CEO of BlackRock, led the charge with his 2016 corporate governance letter to CEOs, saying, "Today's culture of quarterly earnings hysteria is totally contrary to the long-term approach we need. ... We are asking every CEO to lay out for shareholders each year a strategic framework for long-term value creation.": M. TULAY, *Why the world's largest asset managers are pushing long-term thinking* (2017).

ai gestori dell'attuale capitalismo, e se si concentra l'attenzione sugli investitori, la domanda diventa: l'esistenza di un loro reale interesse a che le imprese in cui investono si comportino in modo per lo meno corretto nei confronti di tutti gli *stakeholders*, è effettivamente ipotizzabile? Ovviamente bisogna pensare gli investitori non come dei buoni samaritani, ma come giocatori impegnati in una competizione che, come in qualsiasi gioco, necessita di regole. Il tema allora è: gli investitori possono essere interessati all'introduzione di regole che possano favorire una maggiore (rispetto all'attuale) attenzione delle società agli interessi di tutti gli *stakeholders*?

Qui, in attesa di dati più precisi, si può andare per induzioni. Si può pensare che tutti (o quasi) gli investitori possano essere interessati a che le società in cui investono si comportino in un certo modo che renda possibile un corretto svolgimento del gioco. È quanto notavo altrove con riferimento, ad esempio, alle regole relative a molti aspetti della *corporate governance*¹². Molte regole di *corporate governance* tendono infatti ad impedire che le società riescano ad offrire al mercato un'immagine di loro stesse non corrispondente al vero, e tendono così a prevenire il rischio di improvvise brutte sorprese per gli investitori. È ragionevole allora pensare che la maggior parte degli investitori non sia interessata ad una competizione basata sull'abilità nello scoprire i "bidoni" che si nascondono dietro le apparenze, e preferiscano invece una trasparenza che consenta a ciascuno di loro di fare le sue speculazioni senza correre il rischio di trovarsi improvvisamente con qualche inaspettato cerino acceso in mano.

Se questo è il ragionevole punto di vista che può essere attribuito agli investitori, occorre allora chiedersi: quali regole possono essere da loro percepite come un ausilio (come accade probabilmente, come ho appena detto, per quelle sulla *corporate governance*) e quali invece come un disturbo? Il rispetto dell'ambiente, o degli interessi di altri *stakeholders*, sono obiettivi che gli investitori preferiscono considerare come terreni di competizione (i più abili di loro investiranno nelle società che realizzano la più redditizia combinazione tra perseguimento del profitto e rispetto degli *stakeholders*) o come terreni di "garanzia" (un certo livello di rispetto degli *stakeholders* deve essere garantito per tutti, altrimenti si crea un rischio "sistemico"¹³ che può diminuire il valore delle partecipazioni colpendo così tutti gli investitori, e non solo quelli meno abili nella competizione)?

In attesa di adeguata risposta a questa domanda, si può segnalare un ulte-

¹² F. DENOZZA, *Quale quadro per lo sviluppo della corporate governance?*, in questa *Rivista*, 2015, n. 1.

¹³ V. M. MAUGERI, (nt. 5).

riore problema. Di fatto i comportamenti degli investitori non risultano sempre coerenti con il modello qui ipotizzato che li vorrebbe coerentemente attivi contro le pratiche delle società che possono disturbare le loro speculazioni o che possono deprimere il mercato, diminuendo il valore di tutte le azioni. Con riferimento alla *corporate governance* è per esempio ben noto l'atteggiamento schizofrenico nei confronti del fenomeno c.d. *dual-class stock*, la cui presenza è ampiamente osteggiata in via ufficiale, senza che ciò impedisca però la diffusa sottoscrizione e, per conseguenza, il diffuso sostegno dei corsi, delle azioni delle società che hanno fatto ricorso al deprecato istituto.

L'ipotesi, non troppo peregrina, è che ricorra qui un classico problema c.d. di azione collettiva. In banali parole: gli investitori ben possono fare sensati proclami sulla necessità di perseguire certi obiettivi presentati come di interesse per la generalità (e anche per loro), ma poi, quando si presenta una buona occasione di buoni guadagni, la tentazione di approfittarne è troppo forte e prevale su qualsiasi buon proposito contrario.

Se ciò fosse vero si aprirebbero scenari inaspettati e interessanti. I problemi di azione collettiva si risolvono, infatti, in genere, o con interventi esterni, o con accordi vincolanti tra i soggetti coinvolti dal fenomeno. La prima alternativa significa, nella specie, che dovrebbe intervenire il legislatore per imporre autoritativamente il perseguimento degli obiettivi che gli agenti non riescono a raggiungere da soli (si tratta dell'equivalente di quello che nel contesto del dilemma del prigioniero è il codice della malavita, che impone di non parlare mai con la polizia, a prescindere da quello che può apparire di volta in volta soggettivamente più conveniente). Questa considerazione potrebbe ridare fiato agli scenari di regolazione imperativa, che avevamo poco fa accantonato, con una serie peraltro di ovvi problemi a cominciare da quello di convincere un adeguato numero di investitori della necessità dell'intervento e da quello di dosare adeguatamente imperatività e facoltatività (come sta facendo l'Unione Europea col suo frequente ricorso al modello c.d. *comply or explain*).

La seconda alternativa, quella che passa per un dialogo, ed in definitiva per un aumento della collaborazione, tra gli investitori, dialogo e collaborazione che dovrebbero condurre alla condivisione di prassi e di regole di comportamento, è anch'essa problematica e forse più inquietante. Il passaggio da una fase di più o meno accanita concorrenza ad una fase di (almeno parziale) intesa e cooperazione tra coloro che detengono il controllo della maggiore ricchezza mondiale, non appare molto allettante. Credo esista la concreta possibilità che partendo dall'obiettivo di tutelare meglio gli *stakeholder* si finisca per dar vita ad una situazione (accordi e cartelli autorizzati tra investitori) in cui

rischi per gli *stakeholders* (e per tutti) anziché diminuire, aumenterebbero a dismisura¹⁴.

3. Conclusioni.

Forse in questa situazione la migliore strada percorribile potrebbe essere quella di convincere gli investitori istituzionali ad accettare una rappresentanza, rigorosamente minoritaria, di *stakeholders* negli organi amministrativi delle società in cui investono (che per quanto riguarda i lavoratori esiste peraltro già in varia misura in quasi tutti i paesi europei, essendo Italia e UK le più importanti eccezioni). Misura che potrebbe essere presentata e, forse, accolta, come strumento per migliorare quella contrattazione con le esigenze degli *stakeholders* che neppure il più integralista sostenitore della *shareholder primacy* può pensare che possa essere in pratica costantemente evitata. Dubito che in questo modo si realizzerebbe una immediata modifica delle visioni imprenditoriali in direzione del lungo periodo, ma sarebbe comunque una conquista non priva di rilevanti potenzialità.

Rispetto all'attuale politica dell'Unione, basata in sostanza sull'idea di indurre poco alla volta investitori e *managers* delle società in cui investono ad allargare i loro orizzonti, mi sembra che l'appello all'intervento diretto degli *stakeholders* e alla loro capacità di manifestare direttamente gli interessi che stanno più loro a cuore manifesterebbe una maggiore incisività e più realistiche prospettive di qualche effettiva trasformazione. Si tratta in sostanza di passare da una fase in cui il principale problema è presentato come quello di cercare di far sì che gli interessi degli *stakeholders* siano in qualche modo portati a conoscenza dei *managers* in modo da attirare la loro attenzione e auspicabilmente la loro cura (in fondo anche la direttiva sulla *non-financial disclosure* sostanzialmente si preoccupa molto di più di indurre i gestori a riflettere su quello che fanno, piuttosto che di dare a qualcuno qualche potere per incidere sul loro comportamento) ad una concezione dove invece ci si preoccupa di dare ai titolari degli interessi protetti gli strumenti perché possano essi stessi intervenire, e in tal modo condizionare il comportamento dei gestori, senza aspettare che questi ultimi decidano quali interessi di quali *stakeholder* meritano di essere presi in considerazione.

Ovviamente le difficoltà possono essere molte, a cominciare dalla scelta

¹⁴ V. le già oggi preoccupatissime considerazioni di E. ELHAUGE, *How horizontal shareholding harms our economy – and why antitrust law can fix it* (2018), reperibile in SSRN.

degli *stakeholders* cui attribuire poteri di *voice* all'interno dell'organizzazione societaria¹⁵ e da quella del modello organizzativo con cui attuare questo tentativo di attivazione degli interessati diversi dai soci¹⁶.

Penso che la strada non sia però irrealistica, nella misura in cui si pone come meta non un attualmente impossibile rovesciamento dei rapporti di potere all'interno del governo delle società per azioni, ma la trasformazione della funzione degli organi di gestione delle società, non più concepiti come riunione di soggetti tutti ugualmente votati ad un'univoca causa comune, vagamente predefinita dall'esterno (l'interesse sociale, lo *shareholder value*, il successo dell'impresa in sé, ecc.) e praticamente concretizzata dai più forti (i rappresentanti dei soci di maggioranza), ma concepiti come luoghi in cui i diversi interessi rilevanti possono essere *presentati* (prima ancora che *rappresentati*) in modo che chi alla fine dovrà decidere lo faccia tenendo conto di quelli che gli interessati pensano essere i loro interessi e non solo di quello che lui pensa essere conveniente per la tutela degli interessi su cui l'attività dell'impresa incide.

¹⁵ In via sperimentale si potrebbe ad esempio obbligare le società a decidere, ciascuna in base alle caratteristiche della sua attività, quali sono gli *stakeholders* per lei più rilevanti.

¹⁶ Interessanti ad es. le proposte contenute in un *Green Paper* redatto nel 2017 sotto l'egida del governo conservatore inglese e oggetto di un'ampia consultazione pubblica, che propone tre modelli diversi (ma non necessariamente alternativi) di coinvolgimento degli *stakeholders*. Modelli che vanno da una speciale responsabilizzazione di una parte del *board* (affidare ad uno o più amministratori il compito di curare particolarmente gli interessi di una o più categorie di *stakeholders* e di rappresentarne le esigenze all'intero consiglio) alla creazione di comitati rappresentativi dei vari *stakeholders*, chiamati ad interloquire stabilmente con il consiglio, fino alla istituzione di meccanismi di vera e propria rappresentanza e alla nomina di uno o più membri del *board* da parte di *stakeholders* diversi dai soci.

Al di là della valutazione di merito di ciascuna delle strade ipotizzate, ciò che preme sottolineare è il significativo mutamento di rotta rispetto al percorso ipotizzato nel *Companies Act*, ancora legato ad una idea di centralità degli amministratori, e alla convinzione di poter incidere semplicemente modificando la definizione degli interessi che costoro devono assumere come punto di riferimento delle loro scelte. Le più recenti proposte cui abbiamo accennato si caratterizzano invece per il fatto di valorizzare una diretta rappresentazione, e, almeno in uno degli strumenti proposti addirittura una diretta rappresentanza, degli interessi degli *stakeholders* la cui identificazione e valutazione non è così rimessa alla semplice benevolenza (più o meno legalmente obbligatoria) dei *managers*.