

# Lo scopo della società tra *short-termism* e *stakeholder empowerment*

## *Corporate purpose between short-termism and stakeholder empowerment*

Francesco Denozza \*

---

### ABSTRACT:

Alcuni documenti dell'Unione Europea hanno recentemente ribadito la tesi che per cui i mercati finanziari sono affetti da una serie di problemi causati dalla diffusione di comportamenti volti a perseguire obiettivi di breve periodo invece che uno sviluppo sostenibile di lungo periodo.

Il lavoro identifica la causa prossima della prevalenza di orientamenti di breve periodo nella concorrenza tra gli intermediari professionali (che oggi dominano i mercati al posto degli investitori *retail*) e ipotizza l'esistenza di un problema di azione collettiva originato dal contrasto tra una preferenza per lo sviluppo sostenibile, che riflette l'interesse sistemico di tutti gli operatori, e la preferenza per guadagni immediati, che riflette l'interesse del singolo operatore a prevalere nella competizione con gli altri intermediari.

La soluzione che viene proposta si basa sull'idea di aumentare il potere degli altri *stakeholders*, dando loro la possibilità di presentare i loro interessi e le loro visioni nei consigli di amministrazione delle società, in modo da trasformare questo organo nel luogo in cui si elaborano piani strategici di lungo periodo, contenenti la migliore mediazione possibile tra i vari interessi in gioco.

**Parole chiave:** scopo della società – visioni di breve periodo – *stakeholder empowerment*

*Some European Union documents have recently reaffirmed the thesis that financial markets face a number of problems caused by the spread of behavior aimed at pursuing short-term objectives rather than long-term sustainable development.*

*The paper identifies the proximate cause of the prevalence of short-termism in the competition between professional intermediaries (today dominating the markets instead of retail investors) and hypothesizes the existence of a collective action problem originating from the contrast between a preference for sustainable development, which reflects the systemic*

---

\* Professore emerito di diritto commerciale dell'Università degli Studi di Milano "La Statale"; e-mail: francesco.denoza@unimi.it. Questo lavoro è destinato agli *Studi in onore di Vincenzo Di Cataldo*.

*interest of all market actors, and the preference for immediate earnings, which reflects the interest of the individual actor to prevail in the competition with other intermediaries.*

*The proposed solution is based on the idea of empowering other stakeholders, giving them the opportunity to present their interests, and their visions, on the boards of directors of the companies, in order to transform this body into the place where long-term strategic plans (hopefully containing the best possible mediation between the various interests at stake) are drawn up.*

**Keywords:** corporate purpose – short-termism – stakeholder empowerment.

---

#### SOMMARIO:

1. Lo scopo della società nella visione dell'Unione Europea. – 2. La nozione di *short-termism* e il dibattito sulle sue implicazioni. – 3. La trasformazione dei mercati finanziari. – 4. La “cultura” del breve termine. – 5. Il contesto istituzionale. – 6. Preferenze di “secondo ordine” e problemi di azione collettiva. – 7. Il coinvolgimento degli *stakeholders*.

### 1. *Lo scopo della società nella visione dell'Unione Europea.*

La riflessione sullo “scopo” (un tempo avremmo detto l'interesse) che la società per azioni deve perseguire<sup>1</sup>, ha assunto, nell'elaborazione degli organi dell'Unione Europea, una fisionomia che ruota, da una parte, intorno ad un ripensamento del rapporto tra gli investitori e i *managers* delle società in cui investono, e, dall'altra, intorno ad uno schema concettuale orientato a ragionare in termini di netta contrapposizione tra prospettive di lungo periodo, considerate tendenzialmente positive, e prospettive di breve periodo, considerate possibile fonte di comportamenti inopportuni<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Il tema dell'interesse che le società perseguono o devono perseguire, è balzato nel giro di un paio di anni al centro dell'attenzione sotto diversi profili. Uno riguarda l'opportunità di modifiche legislative delle norme che attualmente regolano (od omettono di regolare) la definizione dello scopo della società. Di questo tema mi occuperò solo con riferimento al dibattito in sede di Unione Europea (per un attento esame comparatistico dei principali interventi legislativi recentemente intervenuti, v. S. ROSSI, *Il diritto della Corporate Social Responsibility*, in questo stesso fascicolo di questa *Rivista*). Un diverso profilo, di cui mi occuperò più avanti (v. par. 6), riguarda l'opinione degli operatori di mercato in ordine agli interessi che ritengono di dover in via prevalente perseguire.

<sup>2</sup> Una recente sintesi dell'orientamento dell'Unione, e delle diverse posizioni al riguardo, è fornita dalla lettura dell'importante documento preparato da EY per conto della Commissione, DG Giustizia e Consumatori e pubblicato il 29 luglio scorso con il titolo *Study on Directors' Duties and Sustainable Corporate Governance Final Report*, e dai commenti (114) pubblicati

In una estrema e semplificata sintesi<sup>3</sup>, la visione che mi sembra avere sinora riscosso maggior credito presso gli organi dell'Unione può essere riassunta nei seguenti punti: 1) una delle cause principali della grande crisi finanziaria del 2007-2008, è stata l'assenza di controllo da parte dei soci sulle decisioni con cui i gestori hanno assunto rischi eccessivi; 2) il prevalere di una cultura del breve periodo (che si è concretizzata nella tendenza a sopravvalutare l'importanza dei guadagni immediati) ha indotto i gestori a puntare sugli elevati guadagni che solo elevati rischi possono assicurare, e ha indotto i soci a non controllare, e tanto meno contestare, le scelte eccessivamente rischiose dei gestori; 3) occorre ripristinare il ruolo delle visioni di lungo periodo e, sul piano più strettamente istituzionale, è indispensabile che i soci, oggi prevalentemente intermediari professionali, modifichino il loro ruolo aggiungendo a quello di puri percettori di dividendi, attenti solo all'ammontare degli utili immediati, anche quello di sorveglianti attenti ai rischi e a tutti i fattori che nel lungo periodo possono incidere sul successo delle imprese in cui investono i soldi di risparmiatori i cui interessi essi (in quanto intermediari) hanno il preciso dovere di curare nel migliore dei modi<sup>4</sup>. L'obiettivo finale è (dovrebbe essere) la realizzazione di uno sviluppo sostenibile di lungo periodo<sup>5</sup>.

---

all'indirizzo <https://bit.ly/3khuNGq>, alcuni dei quali contengono decise critiche nei confronti dell'impostazione del documento.

Questo documento, insieme al documento della Commissione Europea, pubblicato sempre nel luglio 2020, e denominato *Inception Impact Assessment sulla Sustainable Corporate Governance*, e soprattutto, insieme alla *Risoluzione del Parlamento europeo del 10 marzo 2021 recante raccomandazioni alla Commissione concernenti la dovuta diligenza e la responsabilità delle imprese (2020/2129(INL))*, sembrano poter avviare una stagione in cui il tema della rilevanza degli interessi di *stakeholders* diversi dai soci viene anch'esso posto (con intensità e consapevolezza ben maggiori di quanto non sia sinora avvenuto) al centro della discussione (e forse proprio questo spiega l'asprezza ideologica di alcune critiche).

<sup>3</sup> In argomento v. anche F. DENOZZA, *Quale quadro per lo sviluppo della corporate governance?*, in questa *Rivista*, 2015, 1, 1-14.

<sup>4</sup> Una buona sintesi di questa posizione si ritrova nei considerando della Direttiva 2017/828, v. ad es., il n. 2 dove prima si rileva che *The financial crisis has revealed that shareholders in many cases supported managers' excessive short-term risk taking* e poi che *there is clear evidence that the current level of 'monitoring' of investee companies ... is often inadequate ... which may lead to suboptimal corporate governance and performance* e poi il n. 14 dove si afferma che *Effective and sustainable shareholder engagement is one of the cornerstones of the corporate governance model of listed companies, which depends on checks and balances* e che *greater involvement of shareholders in corporate governance is one of the levers that can help improve the financial and non-financial performance of companies, including as regards environmental, social and governance factors*.

<sup>5</sup> L'Action Plan *Financing Sustainable Growth*, Brussels, 8 marzo 2018 COM (2018) 97 esplicitamente – 3.1 – chiarisce che *'sustainability and long-termism go hand in hand.'*

Il punto di emersione principale della complessità di questa impostazione, e delle incertezze che la circondano, è probabilmente rappresentato dalle controversie inerenti all'utilizzazione della nozione di *short-termism*. Con riguardo a questo tema è controverso praticamente tutto. Incerto è anzitutto il significato con cui l'espressione è di volta in volta utilizzata. Controversa è l'esistenza dei vari fenomeni che sono considerati espressione di *short-termism*. Controversa è anche la possibilità e l'utilità di raggruppare i fenomeni negativi di cui si riconosce eventualmente l'esistenza, sotto la rubrica *short-termism*<sup>6</sup>.

Tutti i dissensi presenti nel dibattito, sono sicuramente conseguenza della complessità dei fenomeni cui l'espressione *short-termism* si riferisce, fenomeni di cui è difficile sia accertare empiricamente la ricorrenza, e l'eventuale consistenza, sia stabilire, una volta accertati, le cause. Sarebbe tuttavia ingenuo non rendersi conto che la portata di tutte queste difficoltà è amplificata dalla fortissima carica ideologica che circonda il tema, con tutte le sue implicazioni in termini di maggiore o minore fiducia nel funzionamento dei mercati e nella loro capacità di assicurare risultati efficienti, nonché dall'importanza degli interessi che potrebbero essere toccati dagli interventi istituzionali che le soluzioni, in un senso o nell'altro, dei vari problemi, empirici e teorici, potrebbero sollecitare.

Personalmente sono convinto che, al di là delle molte discussioni sull'esattezza di questo, o di quello, dei dati e dei ragionamenti su cui l'Unione basa la sua impostazione, il senso complessivo dell'elaborazione sviluppata in quella sede, solleva, e contribuisce ad impostare, problemi fondamentali che credo siano oggi effettivamente esistenti e ineludibili.

In questo lavoro cercherò di presentare argomenti che a mio avviso sono in grado di motivare questa valutazione. Non mi ripropongo, però, di riesaminare tutti gli aspetti dei molti problemi evocati dal riferimento allo *short-termism* (cosa che qui sarebbe, del resto, impossibile). Cercherò invece di muovermi all'interno della logica sottesa alla posizione assunta dall'Unione Europea, così come l'ho poco fa riassunta, cercando da una parte di superare le reticenze ed opacità teoriche che a mio avviso l'affliggono, e dall'altra di valutarne le effettive implicazioni.

Cercherò di farlo assumendo come filo conduttore un interrogativo che sta emergendo anche nei dibattiti europei, ma che non ha ancora raggiunto la posizione centrale che meriterebbe. L'interrogativo che ho in mente riguarda la

---

<sup>6</sup> La letteratura in argomento è praticamente sterminata. Per un ottimo riassunto dello stato dell'arte, cfr. K. WILLEY, *Stock Market Short-Termism*, Springer International Publishing, 2019.

possibilità di avviare a soluzione i problemi che attualmente sembrano affliggere il funzionamento dei mercati finanziari, e il governo delle società per azioni, senza operare una profonda modifica nelle strutture istituzionali che regolano i rapporti tra *shareholders* e altri *stakeholders*<sup>7</sup>.

La connessione tra considerazione degli interessi degli *stakeholders* non finanziari e visioni di lungo periodo non è logicamente necessitata. È evidente, infatti, che anche gli interessi di *stakeholders* diversi dai soci ben possono ispirare visioni di breve periodo. Non c'è dubbio, però, che alcuni di questi interessi, tipicamente quelli relativi alla tutela dell'ambiente, ma anche altri, sono, per loro natura, tali da costringere all'adozione di una prospettiva di lungo termine.

D'altro canto, la focalizzazione su un unico interesse, e su un unico obiettivo, auspicata dalla teoria dello *shareholder value*, è fattore in grado di restringere la visione prospettica, e di propiziare, di per sé, comportamenti "miopi". Al contrario, la considerazione di una pluralità di interessi, e dell'evoluzione dei loro possibili equilibri, crea sicuramente i presupposti per un potenziamento delle visioni di lungo periodo e del resto l'intreccio tra il discorso relativo al lungo periodo, e quello relativo all'allargamento del novero degli interessi che compongono lo scopo della società, è un dato di fatto<sup>8</sup>.

---

<sup>7</sup> Il riferimento all'importanza, dal punto di vista della *governance* societaria, di un maggiore coinvolgimento anche degli *stakeholders*, compare, più o meno timidamente, in diversi documenti europei. V. ad es. il "considerando" 14 della Direttiva 2017/828, dove si afferma che: "... il maggiore coinvolgimento di tutti i portatori di interesse, in particolare dei dipendenti, nel governo societario è un fattore importante per garantire che le società quotate adottino un approccio più a lungo termine, che deve essere incoraggiato e preso in considerazione". V. anche il Piano d'azione della Commissione europea sul diritto europeo delle società e il governo societario, contenuto nella Comunicazione del 12 dicembre 2012, COM (2012) 740 fin., punto 3.5: "La Commissione ritiene che l'interesse dei dipendenti nella sostenibilità della loro società sia un elemento che dovrebbe essere preso in considerazione ai fini dell'elaborazione di un quadro di governance ben funzionante".

Come ho già detto (nt.2) è possibile che una decisa svolta nel senso di una più decisa attenzione al tema della protezione degli *stakeholders* diversi dai soci possa derivare dall'effettivo sviluppo delle prospettive recentemente aperte dai documenti citati alla nota 2, e da altro studio redatto per conto del *Policy Department for Citizens' Rights and Constitutional Affairs Directorate-General for Internal Policies* PE 658.541 – November 2020 e intitolato *Corporate social responsibility (CSR) and its implementation into EU Company law*.

<sup>8</sup> Facilmente riscontrabile nell'esame delle varie prese di posizione in argomento, un'ampia rassegna delle quali si legge in J. FISCH, S. DAVIDOFF, *Should Corporations Have a Purpose?*, *U. of Penn. Inst. for Law & Econ. Research Paper*, 2020, 20-22. E ciò ancora di più dopo che la prospettiva della responsabilità sociale dell'impresa è stata rimodulata intorno alla nozione di sostenibilità (v. al riguardo S. ROSSI, nt. 1), nozione in cui confusamente confluiscono esigenze di sviluppo, di profittabilità sul lungo termine, di tutela di svariati interessi, ecc.

Potremmo dire che *stakeholderism*<sup>9</sup> e *long-termism* sono sicuramente collegati<sup>10</sup>.

Il punto controverso, che vorrei portare qui al centro dell'attenzione, riguarda perciò non l'importanza di superare la visione socio-centrica, importanza che per chi accetta la critica dello *short-termism* è praticamente fuori discussione. Si tratta, invece, di valutare se una adeguata modifica degli attuali assetti istituzionali possa limitarsi a certificare l'esistenza di rilevanti interessi, diversi da quelli dei soci, e ad assegnare agli amministratori delle società il compito di tenerne conto<sup>11</sup>, restando però all'interno di un processo decisionale in cui rimane centrale la *discrezionalità* del loro potere, oppure sia invece necessaria l'introduzione di *obblighi*, atti a far sì che a questi interessi sia data la possibilità di essere in qualche modo direttamente presenti nel processo decisionale societario.

Questa è l'importante linea di demarcazione che oggi separa visioni diverse dello *stakeholderism*, visioni che differiscono profondamente, anche sul piano delle rispettive implicazioni istituzionali<sup>12</sup>.

Inquadrata all'interno del dibattito sullo *short-termism*, questa contrapposi-

---

<sup>9</sup> Secondo L. BEBCHUK, K. KASTIEL, R. TALLARITA, *For whom corporate leaders bargain*, 2020, reperibile at SSRN 3677155, la visione "stakeholderista": "...advocates giving corporate leaders the discretionary power to serve all stakeholders and not just shareholders". Il punto cruciale sta tutto nel riferimento al "discretionary". Nell'impostazione che propongo non si tratta di trasformare gli amministratori in "liberi" servitori di molti "padroni", in modo che possano scegliere loro chi serve meglio, ma si tratta di dare qualche voce in capitolo anche ai "padroni" diversi dai soci. Delle implicazioni della discrezionalità del potere degli amministratori mi occuperò nel par. 5.

<sup>10</sup> La preferenza per il lungo termine, soprattutto quando collegata alla sostenibilità dello sviluppo, non può essere ridotta ad una questione di pura misurazione degli orizzonti temporali, ma implica inevitabilmente una valutazione degli interessi che l'impresa di volta in volta lede o tutela. Cfr. S. VITOLS, *Introduction: a stakeholder perspective on the long-term investment debate*, in *Long-Term Investment and the Sustainable Company: A Stakeholder Perspective*, 2015, vol. 3, 9-18.

<sup>11</sup> In certe prospettive di *stakeholderism* moderato, come per esempio in quella sostenuta da P. MONTALENTI, *L'interesse sociale: una sintesi*, *Riv. soc.*, 2018, 303, 319, i vari interessi dovrebbero essere "... coordinati dagli amministratori in una sintesi in ultima istanza *profit oriented* che converge nell'interesse all'efficienza dell'impresa".

<sup>12</sup> Si tratta di una contrapposizione radicale, ed è importante rilevare che molte delle obiezioni mosse (v. ad es. L. BEBCHUK, R. TALLARITA, *The illusory promise of stakeholder governance*, reperibile a SSRN 3544978) allo *stakeholderism* nel primo senso concepito (si deve tener conto degli interessi diversi da quelli dei soci, ma tutto è rimesso alla discrezionalità degli amministratori), non valgono nei confronti della diversa impostazione che caratterizza lo *stakeholderism* concepito come *empowerment* degli *stakeholders*.

zione induce a chiedersi se sia accettabile, e realistica, la prospettiva che punta ad eliminare i fenomeni negativi derivanti da visioni miopicamente concentrate sul breve periodo, mediante interventi istituzionali che si limitano a modificare la disciplina dello scopo della società, degli obblighi degli amministratori e quella dei rapporti tra amministratori e soci, senza però modificare in maniera sostanziale i rapporti tra soci e altri *stakeholders*, in particolare, aumentando i poteri di questi ultimi. Si tratta di decidere se possa essere sufficiente la creazione di obblighi (o, addirittura, di semplici facoltà) di considerare anche gli interessi degli *stakeholders* non soci, o se sia invece necessaria la ricerca di forme istituzionali che diano a costoro la possibilità di partecipare in qualche modo ai processi in cui vengono prese le decisioni che su tali interessi dovranno incidere<sup>13</sup>.

Anche un quesito così circoscritto presenta evidenti elementi di complessità, e abbondanti riferimenti a questioni incerte e discusse. Non si tratta perciò qui di dare risposte compiute, ma di tentare di mettere insieme almeno alcuni elementi utili ad impostare correttamente la questione.

---

<sup>13</sup> Un caso interessante, che consente di esemplificare la contrapposizione sviluppata nel testo, è fornito dall'ordinamento inglese, e dall'ormai famosa Sect. 172 del Companies Act, con il riferimento in essa contenuto al fatto che l'amministratore "... 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" e all'obbligo, nell'adempiere a questo obbligo, di tener conto di una serie di fattori indicati dalla norma stessa. La norma è formulata in termini di "dovere", ma il suo baricentro resta il riferimento ai "members" della società (come notano M. PETRIN, B. CHOUDHURY, *Corporate Purpose and Short-Termism, Research Handbook on Comparative Corporate Governance*, Afra Afsharipour & Martin Gelter eds., Edward Elgar Publishing, 2020,; "Although the wording of section 172 appears to suggest that there may be room for interpretation, the ultimate aim of the provision remains shareholder value generation") e in definitiva le retoriche proclamazioni della norma finiscono per rendere la considerazione degli interessi di soggetti diversi dai soci sostanzialmente opzionale.

La situazione in quell'ordinamento migliora leggermente con l'entrata in vigore dell'*UK Corporate Governance Code* (2018), Principle 1.A. (che fa esplicito riferimento al contributo che l'impresa deve dare all'intera società) ma non cambia radicalmente, giustificando la conclusione (M. PETRIN, B. CHOUDHURY, cit.) per cui "... the corporate purpose under UK law does not entail stakeholder responsibilities other than the soft obligation for directors to 'consider' their interests...".

Più interessante può apparire allora quanto stabilito dal punto 5 dello stesso codice, dove si prevede che: "For engagement with the workforce, one or a combination of the following methods should be used: a director appointed from the workforce; a formal workforce advisory panel; a designated non-executive director. If the board has not chosen one or more of these methods, it should explain what alternative arrangements are in place and why it considers that they are effective". La norma, si riferisce solo ai dipendenti ma merita di essere segnalata, perché contiene un timido esempio di quelle che nel testo sono indicate come possibili forme istituzionali in grado di favorire la presenza degli *stakeholders* nei processi decisionali che li riguardano.

## 2. La nozione di short-termism e il dibattito sulle sue implicazioni.

Partendo dalla illustrazione più semplice e generica, potremmo descrivere lo *short-termism*, come l'insufficiente importanza attribuita alle esigenze che devono essere soddisfatte nel presente, per far sì che nel futuro, e quindi nel lungo periodo, possa essere realizzato uno sviluppo sostenibile.

Con riferimento all'ambito specifico della società per azioni una possibile definizione lo identifica con "...the excessive focus of corporate managers, asset managers, investors, and analysts on short-term results, whether quarterly earnings or short-term portfolio returns, and a repudiation of concern for long-term value creation and the fundamental value of firms"<sup>14</sup>.

Per illustrare il tutto con l'esempio più banale, la realizzazione di uno sviluppo sostenibile di lungo periodo richiede che vengano compiuti nel presente investimenti adeguati e, quindi, che le grandi imprese si astengano dal distribuire integralmente gli utili che conseguono, e provvedano invece a destinarne congrua parte agli investimenti, in modo da creare le basi indispensabili per avere in futuro un costante ed adeguato flusso di ulteriori utili. Se colui che deve prendere la decisione sulla ripartizione tra reinvestimento e distribuzione, ha una visione di breve periodo, preferirà rinunciare ai maggiori utili di domani e impiegare la liquidità a disposizione in distribuzioni di dividendi, o in riacquisti delle azioni, contando anche sul fatto che entrambi gli eventi possano essere in grado di esaltare, nell'immediato, i corsi borsistici della società in questione.

Generalizzando, si può dire che lo *short-termism* in materia di *corporate governance* e di mercati finanziari, si manifesta nella tendenza degli amministratori a prendere posizioni che assicurano benefici immediati molto elevati, anche a costo di implicazioni che possono pregiudicare i guadagni futuri, o giungere a propiziare nel futuro addirittura perdite (con il che, in questa amplissima definizione, lo *short-termism* risulterebbe strettamente collegato ad uno dei fattori che secondo una diffusa opinione avrebbe concorso a determinare l'ultima grande crisi finanziaria, e cioè l'assunzione da parte degli amministratori di rischi eccessivi).

Questa prospettiva, come si vede puramente, o prevalentemente, descrittiva, largamente caratterizza le elaborazioni degli organi europei, dove il riferimento allo *short-termism* sembra spesso assumere una valenza più evocativa, di biasimo verso atteggiamenti focalizzati sui risultati di breve termine (che

---

<sup>14</sup> L. DALLAS, *Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance*, in *J. Corp. L.*, vol. 37, n. 2, 2012, 265, 268.

provocherebbero i negativi fenomeni cui abbiamo poco fa accennato), che propriamente analitica. Per di più, questa prospettiva un po' "moralistica" non sembra in grado di fornire parametri precisi atti a discriminare i comportamenti qualificabili come espressione di visioni di breve periodo da quelli considerati "corretti"<sup>15</sup>.

Nascono, anche da questa ritrosia ad operare maggiori approfondimenti, molteplici problemi.

Il primo attiene alla stessa ricorrenza nella realtà dei fenomeni cui abbiamo accennato poco fa, e che sono presentati come negative manifestazioni di visioni di breve termine<sup>16</sup>. Posto che nessuna formula è in grado di stabilire in astratto, e per ogni situazione, quale è la quantità di investimenti che occorre fare per garantire uno sviluppo sostenibile nel lungo periodo, né esiste un metro in grado di misurare esattamente i rischi per stabilire in via generale quando sono eccessivi, molti hanno buon gioco a sostenere che i fenomeni cui si è accennato non esistono e che la crisi finanziaria è stata provocata da fattori esterni o, comunque, non è dipesa dall'assunzione di rischi in misura miopicamente eccessiva. Costoro non hanno ovviamente motivo di preoccuparsi dello *short-termism* e di approfondirne le cause (almeno per quanto riguarda i problemi dei mercati finanziari).

Va però sottolineato che anche chi (come ad es. il sottoscritto) ritiene che i problemi cui si è accennato esistono effettivamente, ben può chiedersi se sia opportuno e utile un inquadramento dei fenomeni che caratterizzano i mercati finanziari contemporanei nella contrapposizione tra visioni di breve periodo, concepite come tendenzialmente foriere di problemi, e visioni di lungo periodo, concepite come tendenzialmente produttrici di comportamenti virtuosi.

Come è evidente, e come mi è capitato di dire più volte, affermare che il "lungo periodo" sia necessariamente positivo, sarebbe una sciocchezza. A parte il famoso aforisma di Keynes (che alludeva all'assurdità di tollerare mercati squilibrati per non compromettere il perfetto riequilibrio promesso sul lungo

---

<sup>15</sup> In realtà anche la più tecnica definizione di *short-termism* cui accennerò, più avanti, nel testo, e che fa riferimento all'uso di un tasso eccessivamente elevato nello sconto dei rendimenti futuri, lascia aperti enormi margini di opinabilità con riferimento ai criteri in base ai quali si può stabilire in via generale che un tasso di attualizzazione è eccessivo. Sulle difficoltà di accertare in pratica la ricorrenza di fenomeni di *short-termism*, v. K. WILLEY, nt. 6, 131.

<sup>16</sup> V. ad es. M. ROE, *Stock Market Short-Termism's Impact*, *U. Pa. L. Rev.*, 2018, 71; M. ROE, H. SPAMANN, J.M. FRIED, C.C.Y. WANG, J.M. RAMSEYER, A. FARREL, R. KRAAKMAM, L. BEBCHUK, R. CLARK, *Law and Business Professors' Submission to the EU on EY's Study on directors' duties and sustainable corporate governance*, reperibile a [www.ec.europa.eu](http://www.ec.europa.eu).

termine dai neoclassici<sup>17</sup>) è evidente che le scelte in favore del lungo termine non sono scelte di per sé virtuose e indolori. Sono, al contrario, scelte che implicano sacrifici, e per le quali ben si può porre (come per le scelte del breve termine) il problema del rapporto tra i costi che devono essere sopportati, e i benefici che ne possono derivare<sup>18</sup>. Nessuno può pensare di concentrare tutti i suoi sforzi sul lungo periodo ignorando il breve. Per dirla con una facile metafora, chi semina tutto senza consumare nulla, rischia di estinguersi prima dell'arrivo del lungo periodo, e del momento in cui potrà godere i frutti dei suoi investimenti.

La banale conclusione è che non siamo di fronte ad uno scontro tra visioni positive e visioni negative, ma alla necessità di trovare un adeguato equilibrio tra due contrastanti esigenze, che possono essere entrambe più che legittime.

Questo aspetto, e cioè la centralità di un, più o meno esplicito, riferimento all'equilibrio, non sparisce neppure nella definizione più tecnica di *short-termism*, quella che lo identifica con la scelta di un troppo elevato tasso di attualizzazione dei rendimenti futuri attesi<sup>19</sup>. Se riferiamo questa definizione non ad una singola operazione (dove la natura eccessiva del tasso può essere affermata sulla base di raffronti con operazioni simili), ma al sistema nel suo complesso, la valutazione in ordine al fatto se un certo tasso di attualizzazione sia o non sia eccessivamente elevato dipende inevitabilmente da un giudizio sull'equilibrio complessivo che il tasso in questione realizza tra le varie esigenze ed obiettivi del sistema.

Affermare che un sistema è affetto da *short-termism* significa in sostanza affermare che non è capace di raggiungere equilibri soddisfacenti. Il che, nel caso specifico di cui ci stiamo occupando, significa affermare che i mercati (qui, in particolare, quelli finanziari) non funzionano. Al di là delle differenti possibili definizioni del fenomeno, chi afferma l'esistenza di una anomala diffusione di visioni di breve periodo nei termini descritti nei documenti europei, si pone necessariamente in una posizione che implica una valutazione negativa

---

<sup>17</sup> «But this *long run* is a misleading guide to current affairs. *In the long run* we are all dead. Economists set themselves too easy, too useless a task, if in tempestuous seasons they can only tell us, that when the storm is long past, the ocean is flat again». J.M. KEYNES, *A tract on monetary reform*, London, Macmillan, 1924, cap. 3, 80.

<sup>18</sup> «Long-termism and short-termism both have their virtues and vices – and these depend on context», “*The Tyranny of the Long-Term*”, in *The Economist*, November 22, 2014.

<sup>19</sup> A. HALDANE, R. DAVIES, *The short long*, speech at the 29<sup>th</sup> Société Universitaire Européenne de Recherches Financières Colloquium, Brussels, 11 May 2011, che parlano di «Excess discounting of future outcomes ...». V. anche A. HALDANE, *The Costs of Short-termism*, in 86 *The Political Quarterly*, 2015, 66-76.

del funzionamento degli attuali mercati finanziari<sup>20</sup>. È evidente, infatti, che in mercati “perfetti” lo *short-termism* è teoricamente inconcepibile<sup>21</sup>.

In mercati perfettamente funzionanti ciascun operatore avrebbe le informazioni necessarie a “punire” i comportamenti ispirati da visioni arbitrariamente orientate al breve periodo. I corsi delle azioni delle società che sacrificano gli investimenti in cambio di immediate distribuzioni di utili scenderebbero, invece di salire, e gli investitori, anche quelli più propensi a preferire rendimenti immediati, sarebbero costretti ad orientare le loro scelte in conseguenza. In un mercato perfettamente funzionante l’assunzione di rischi eccessivi verrebbe scoperta ben prima della concretizzazione del rischio, e gli amministratori delle società che li assumono sarebbero ben presto costretti a cambiare strategia. E così via.

Una diagnosi di *short-termism*, in un qualunque senso che presupponga un negativo giudizio di irrazionalità dei comportamenti orientati al breve, implica anche un giudizio negativo sul funzionamento del mercato in cui questi comportamenti si manifestano.

In questa prospettiva, oltre a chiedersi come mai il mercato non riesce più a trovare equilibri accettabili, occorrerebbe stabilire se si tratta di un problema solubile eliminando qualcuno dei soliti fattori di c.d. *market failure* (ma, esattamente, quale?) o se il giudizio sia ancora più radicale, e coinvolga non tanto la capacità del mercato di riflettere preferenze razionalmente formatesi, quanto una valutazione negativa dei contenuti stessi delle preferenze che sul mercato si formano, e degli equilibri che in esso comunque si realizzano. Un giudizio quindi, che, in quest’ultimo caso, prelude non tanto ad un progetto di ripristino dell’efficienza, ma ad una correzione degli equilibri stessi che il mercato (funzionante o non funzionante) riesce a produrre.

Questa prospettiva di intervento politico è rafforzata non solo dalla consapevolezza, su cui abbiamo sinora insistito, che si tratta qui di un bilanciamento, e non dell’ennesima massimizzazione (dopo quelle dei vari *shareholder value*, *consumer welfare*, *economic growth*, ecc.) ma anche dal fatto che il

---

<sup>20</sup> Nella dottrina italiana v. per tutti E. BARCELLONA, in *Le società per azioni*, a cura di G.E. Colombo, G.B. Portale, vol. II, Milano, Giuffrè, 2016, *sub art.* 127 *quinquies*, 3956.

<sup>21</sup> R. ANDERSON IV, *The Long and Short of Corporate Governance*, in 23 *Geo. Mason L. Rev.* 2015, 33. J.B. HEATON, *The “Long Term” in Corporate Law*, 72 *Bus. Law*, 353, 2017, 359; L. BEBCHUK, A. BRAV, W. JIANG, *The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism*, in 115 *Colum. L. Rev.*, 2015, 1085, 1096. L. BEBCHUK, *The Myth That Insulating Boards Serve Long-Term Value*, in 113 *Colum. L. Rev.*, 2013, 1637, 1660-1676; M. KAHAN, E.B. ROCK, *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, in 155 *U. Pa. L. Rev.*, 2007, 1021, 1084.

conflitto tra esigenze di breve ed esigenze di lungo periodo non evoca solo un problema, per così dire tecnico (trovare l'equilibrio più efficiente), ma ha anche una rilevante dimensione distributiva. La decisione di vietare oggi, immediatamente, tutte le automobili non elettriche, sarebbe una decisione saggia sul lungo periodo, ma comporterebbe nel breve l'impossibilità di procurarsi un'automobile per la maggior parte degli attuali automobilisti. La decisione di investire in una prospettiva di quindici anni (ad es. nel biotech) può essere saggia dal punto di vista del lungo periodo, ma se questo implicasse l'impossibilità di realizzarne i benefici per molti anni prima del termine, e se un fondo pensioni investisse tutto in questo modo, molti pensionati correrebbero il rischio di morire (ritorna il saggio ammonimento di Keynes) prima di percepire alcuna pensione.

Non è allora difficile rilevare che in questi casi si prospettano evidenti conflitti di tipo distributivo tra chi ha le risorse per passare subito alle auto elettriche e chi non le ha, tra soggetti ancora lontani dalla pensione, che volentieri possono aspettare gli elevati rendimenti sperati nel lungo periodo, e soggetti che sono già in pensione e non possono aspettare, ecc. La scelta tra lungo e breve si pone in realtà spesso come una scelta politica che implica la maggiore soddisfazione degli interessi di alcuni e il corrispondente sacrificio di quelli di altri.

Delineate le caratteristiche principali dei problemi connessi alla diffusione dello *short-termism*, occorre ora, prima di riprendere il filo del discorso, un adeguato esame delle caratteristiche dei principali protagonisti e dei mercati in cui essi operano.

### 3. *La trasformazione dei mercati finanziari.*

Cominciando dai mercati, cosa, negli ultimi decenni, è cambiato nella struttura dei mercati finanziari che può contribuire a spiegare la diffusione dello *short-termism*?

La causa immediata della pressione verso il breve termine va ricercata, a mio avviso, in una trasformazione radicale che si è verificata sui mercati finanziari negli ultimi decenni, modificazione che è stata notata da tutti, ma le cui profonde implicazioni sono state ben poco esplorate<sup>22</sup>. Alludo ovviamente

---

<sup>22</sup> V., però, ad es., D. MILLON, *Shareholder Social Responsibility*, in 36 *Seattle University Law Review*, 2013, 911, in cui le implicazioni della concorrenza tra investitori professionali e fondi mutualistici in particolare sono ampiamente analizzate.

al fenomeno per cui gli investitori in larga maggioranza presenti sui mercati finanziari attuali, non sono più gli investitori c.d. *retail*, e cioè le c.d. famiglie e, in sostanza, i risparmiatori finali, ma sono intermediari professionali, che, operando per lo più in concorrenza tra loro, investono, per conto altrui, le risorse messe a loro disposizione dai risparmiatori finali e, in certi casi, da speculatori<sup>23</sup>.

Questo fenomeno ha molte implicazioni, ma una merita di essere qui segnalata in particolare, tanto più in quanto si tratta di una implicazione cui non è stata dedicata l'attenzione che merita. Si tratta della trasformazione subita dal riferimento all'obiettivo massimizzazione del rendimento degli investimenti azionari.

Come è ben noto, l'obiettivo della massimizzazione del valore delle azioni della società è indicato dalle teorie negli ultimi decenni dominanti a livello mondiale (le teorie che fanno appunto riferimento alla centralità del c.d. *shareholder value*) come la bussola che dovrebbe orientare tutti gli aspetti della gestione della società per azioni, e tutte le scelte volte a definirne i relativi assetti istituzionali.

Queste teorie, a parte i loro molti altri difetti, hanno contribuito, in modo a mio avviso decisivo, ad occultare l'importanza di quanto stava avvenendo sui mercati finanziari, proprio con riferimento alla massimizzazione dello *shareholder value*, e alle implicazioni connesse alla scelta di esaltare tale obiettivo come il punto di riferimento dell'azione di tutti i soggetti presenti sul mercato.

Il fatto è che la prospettiva di ottenere dal proprio investimento una resa complessivamente elevata (in termini di rendimenti e / o di aumento del valore del capitale) è una prospettiva sicuramente attraente per qualsiasi investitore (ovviamente anche al di fuori dell'investimento in azioni).

Da questo punto di vista, il passaggio da un mercato popolato da investitori

---

<sup>23</sup> Sulla enorme crescita della quota di azioni in circolazione posseduta da investitori istituzionali in senso ampio, v. A. ADMATI, *A Skeptical View of Financialized Corporate Governance*, in 31 *Journal of Economic Perspectives*, 2017, 131; A. DAVIS, *A Requiem for the Retail Investor?*, in 95 *Virginia Law Review*, 2009, 1105; D.C. LANGEVOORT, *The SEC, Retail Investors, and the Institutionalization of the Securities Markets*, in 95 *Virginia Law Review*, 2009, 1025; *Shareholder Activism, Engagement and Proxy Fights – The 35<sup>th</sup> Annual Federal Securities Institute Miami* (Florida: February 2017) reperibile a <https://tinyurl.com/y9yuwt6s>; J. FICHTNER, *The Rise of Institutional Investors, International Handbook of Financialization* (Routledge), edited by Philip Mader, Daniel Mertens, and Natascha van der Zwan, 2019. V. infine gli aggiornati dati forniti da A. DE LA CRUZ, A. MEDINA, Y. TANG (2019), *Owners of the World's Listed Companies, OECD Capital Market Series*, Paris, [www.oecd.org/corporate/Owners-of-the-Worlds-Listed-Companies.htm](http://www.oecd.org/corporate/Owners-of-the-Worlds-Listed-Companies.htm).

*retail* ad un mercato in cui dominano invece intermediari che investono per professione, potrebbe sembrare quasi irrilevante. Ben possiamo supporre che gli intermediari professionali perseguano l'obiettivo di massimizzare il valore degli investimenti che compiono per conto di altri, così come i risparmiatori finali, quando operano come investitori in azioni, volevano, e vogliono, massimizzare il valore dei loro investimenti diretti. Lo *shareholder value* sembra restare la stella polare di tutto il sistema e, da questo punto di vista, nulla di rilevante sembra cambiare.

La superficialità di questa visione che, come vedremo tra un attimo, si rivela assolutamente incapace di interpretare la storia recente dei mercati finanziari, è frutto di un grave limite teorico che affligge le teorie dell'*agency* e dello *shareholder value*. Queste teorie sicuramente colgono un aspetto della realtà, e cioè il fatto che in una società mercantile-capitalista anche i rapporti societari sono, e non possono che essere, governati da una logica di scambio<sup>24</sup>. Esse partecipano però di un vizio che caratterizza tutto il pensiero giuridico (ed economico-istituzionale) neoliberale<sup>25</sup>, e che si manifesta nella generale tendenza a focalizzare ogni attenzione sul momento transattivo e ad isolare nei vari contesti le c.d. transazioni (le specifiche relazioni che governano lo spostamento di risorse tra due parti diverse<sup>26</sup>) concepite e studiate come le cellule fondamentali dell'intero tessuto connettivo sociale.

La teoria dello *shareholder value*, e quella del *nexus of contract*, non fanno altro che proiettare a livello di società per azioni questa visione più generale che tende a vedere ogni realtà (si tratti di un mercato, di una organizzazione e persino di una istituzione) come una rete di transazioni (esplicite o implicite), e ritiene, perciò, che per comprendere il senso dell'oggetto che si osserva, oc-

---

<sup>24</sup> F. DENOZZA, *Logica dello scambio e contrattualità: la società per azioni di fronte alla crisi*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 5.

<sup>25</sup> Ho sostenuto l'esistenza di uno "stile" giuridico specificamente qualificabile come neoliberale in F. DENOZZA, *Regole e mercato nel diritto neoliberale*, in M. RISPOLI FARINA, A. SCIARRONE ALIBRANDI, E. TONELLI, *Regole e Mercato*, vol. II, Torino, Giappichelli, 2017, e nell'introduzione (*Lo stile giuridico neoliberale*) e nelle conclusioni (*Conclusioni: lo stile giuridico neoliberale e il suo superamento*) raccolte nel volume *Esiste uno "stile giuridico" neoliberale? Atti dei seminari per Francesco Denozza*, a cura di R. SACCHI e A. TOFFOLETTO, Milano, Giuffrè, 2019. V. anche, ID., *La frammentazione del soggetto nel pensiero giuridico tardo-liberale*, *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2014, 13-47.

<sup>26</sup> O. WILLIAMSON, *The Economics Institutions of Capitalism*, Free Press, 1985, definisce la transazione come "... the transfer of a good or service across a *technologically separable interface*".

corra analizzare la peculiarità delle singole transazioni di cui si compone.

Il fatto però è che, se si osserva la realtà della società per azioni e dei mercati finanziari (come del resto qualsiasi altra realtà) attraverso la lente delle varie singole transazioni concluse tra i vari soggetti coinvolti (tra soci e *managers*, tra soci di maggioranza e di minoranza, tra soci e creditori, ecc.), si perde completamente la visione della totalità di cui le transazioni fanno parte, e quindi si finisce per ignorare il contesto che incide sul modo in cui le transazioni si presentano e si svolgono, con la conseguenza di non riuscire a cogliere le differenze che possono esistere anche tra transazioni che esibiscono a tutta prima caratteristiche simili, e che sono invece profondamente diverse tra loro, a causa della diversità degli insiemi cui appartengono.

Questo è proprio quello che è successo con riferimento alla massimizzazione dello *shareholder value* e alle sue implicazioni. Da un certo punto di vista, la natura della transazione tra soci e amministratori non è cambiata. Si tratta sempre di una transazione con cui alcuni soggetti che intendono impiegare risorse finanziarie di cui sono in possesso affidano le loro risorse a soggetti che hanno capacità imprenditoriali e che si impegnano, dietro adeguato compenso, a valorizzare al massimo le risorse loro affidate.

Il fatto che queste transazioni intervengano non più con investitori che coincidono con i risparmiatori finali, ma per lo più con investitori professionali che investono per conto di altri, sembra, da questo punto di osservazione, assolutamente limitato e parziale, non incidere in maniera rilevante sulla realtà considerata.

È invece agevole rendersi conto che il predominio acquisito sui mercati finanziari dagli investitori professionali modifica, insieme a molte altre cose, anche il senso della “transazione” tra i soci e gli amministratori e, in particolare, il senso dell’impegno che questi ultimi assumono in ordine alla massimizzazione del c.d. *shareholder value*.

Il mondo degli investitori professionali è certamente variegato, frastagliato e le sue caratteristiche generali sono complessivamente difficili da definire. Sembra tuttavia possibile affermare con certezza che la massimizzazione del valore degli investimenti effettuati è un obiettivo che per un investitore professionale non ha lo stesso senso, e la stessa importanza, che ha per un investitore *retail*. Volendo ricorrere ad una battuta, potremmo dire che mentre l’investitore *retail* è un massimizzatore opzionale, l’investitore professionale è un massimizzatore compulsivo.

Più esplicitamente: mentre per l’investitore *retail* la massimizzazione della valorizzazione dei suoi investimenti è un evento sicuramente auspicabile, che però egli può decidere di perseguire con maggiore o minore impegno, perché,

raggiunto un certo livello di soddisfazione delle sue aspettative, il resto non è per lui una questione di vita o di morte, la massimizzazione diventa per gli investitori professionali un imperativo categorico, dalla cui soddisfazione dipende la loro stessa sopravvivenza professionale (per non parlare dei loro guadagni)<sup>27</sup>.

Osservando lo stesso fenomeno da un altro punto di vista, è facile ipotizzare che in un mercato popolato da investitori professionali, in concorrenza tra loro, la pressione verso un continuo aumento della valorizzazione delle azioni, e dei rendimenti che a tale valorizzazione sono strettamente legati, sia molto maggiore di quella che può formarsi in un mercato popolato in prevalenza da investitori *retail*.

Questa differenza ha implicazioni pratiche ancor più rilevanti quando si consideri che gli investitori professionali sono gestiti da *managers* la cui retribuzione, e la cui stessa carriera, dipendono dal successo nella gara con i loro concorrenti. Questo fatto tende a ridurre la varietà di prospettive e di comportamenti rispetto a quella riscontrabile in un mercato in cui i risparmiatori investono direttamente le loro risorse. Scelte i cui effetti possono risultare sopportabili per questi ultimi, e che possono essere perciò ragionevolmente compiute da risparmiatori che investono direttamente, possono risultare insopportabili, e di fatto precluse, per i *managers* di intermediari professionali. L'esempio più rilevante riguarda i comportamenti indotti dalla consapevolezza di trovarsi ad operare in una situazione di bolla speculativa.

Come è noto, in situazioni di questo genere, la partecipazione al gioco speculativo tende ad essere, fino a quando la bolla è in crescita, nel complesso, molto remunerativa, e l'uscita dal gioco tende ad essere, nell'immediato, decisamente penalizzante per chi la compie. Il punto è che per un investitore diretto è relativamente più facile, quando pensa che la improvvisa rottura della bolla potrà costargli perdite eccessive, prendere la decisione di ritirarsi dalla speculazione, di quanto non lo sia per il *manager* di un investitore professionale, che abbia anch'egli intuito l'esistenza di una bolla, che non sia ovviamente in grado di stabilire il momento esatto in cui la bolla è destinata a scoppiare, e che quindi, se esce dal gioco, dovrà fronteggiare, per un tempo non prevedibile, una diminuzione dei rendimenti che riesce a realizzare, in rapporto a quelli che realizzano i concorrenti. In questa situazione, l'attesa del momento in cui

---

<sup>27</sup> In argomento vedi: F. DENOZZA, A. STABILINI, *Principals vs Principals: The Twilight of the Agency Theory*, in *Italian L J*, 2017, 511; F. DENOZZA, *Il conflitto di interessi tra soci e altri stakeholders*, in *Conflitto di interessi e interessi in conflitto in una prospettiva interdisciplinare*, a cura di R. Sacchi, Milano, Giuffrè, 2020, 457, 468.

la sua scelta si sarà rivelata giusta, potrebbe costare, al *manager* dell'esempio, non solo una diminuzione dei guadagni, ma addirittura la perdita stessa del suo incarico.

Più in generale, le scelte di un gestore di un intermediario professionale finiscono per essere inevitabilmente condizionate da meccanismi che spingono verso comportamenti c.d. di gregge, nel senso, in particolare, che per *managers* che operano in queste condizioni può spesso essere meglio prendere le decisioni sbagliate insieme a tutti gli altri, che prendere la decisione giusta da soli. Quello delle bolle speculative è solo l'esempio più chiaro di un fenomeno più generale<sup>28</sup>.

A ciò va poi aggiunto un altro fattore di cui, diversamente da quanto accaduto con quello sinora esaminato, sono state da tempo studiate la consistenza e la portata. Alludo ovviamente all'influenza diretta sulla gestione che gli investitori professionali sono in grado di esercitare sulle società in cui investono mediante l'esercizio dei diritti che spettano ai soci (e anche mediante altri strumenti), influenza che non è invece alla portata di investitori *retail*.

Nel complesso, credo che quanto precede sia sufficiente almeno a delineare le caratteristiche dei meccanismi in cui vanno inquadrati il c.d. *short-termism* e le sue conseguenze.

Detta in breve: gli intermediari professionali hanno molta più forza e, soprattutto, motivi molto più pressanti, per pretendere dalle società in cui investono la concreta ed immediata massimizzazione dei rendimenti degli investimenti che hanno effettuato.

Alla luce delle considerazioni che precedono, non è difficile rendersi conto che i mercati attuali sono molto diversi dai mercati di alcuni decenni fa, e che risulta perciò assolutamente verosimile l'ipotesi di una modifica del loro funzionamento, sia dal punto di vista dell'orientamento degli investitori e sia nella intensità della pressione, ben maggiore e ben diversa da quella che può essere esercitata in un mercato dominato da investitori *retail*, che intermediari professionali sono in grado di esercitare sulle società destinatarie degli investimenti che compiono.

---

<sup>28</sup>Come osservava già J.M. KEYNES, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Capitolo 12, V, 4 (in fondo), proprio con riferimento al comportamento degli investitori professionali, “Worldly wisdom teaches that it is better for reputation to fail conventionally than to succeed unconventionally”, oppure con le parole di un recente premio Nobel per l'economia, J. TIROLE, *Theory of Corporate Finance*, p. 22, n. 34: “it is sometimes better to be wrong with the rest of the pack than to be right alone”. Nel caso dei *managers* degli enti che investono professionalmente, la ragione per preferire un errore condiviso ad una iniziativa giusta, ma solitaria, è, come spiegato nel testo, molto evidente.

#### 4. La “cultura” del breve termine.

Le osservazioni svolte nel paragrafo precedente spiegano quale sia la causa “prossima”, e anche quali possano essere quelli che potremmo chiamare i “meccanismi di trasmissione”, dello *short-termism*. Non sono però ancora in grado di spiegare il fenomeno nel suo complesso.

Ammesso pure che le scelte degli intermediari professionali sono condizionate dai meccanismi che abbiamo delineato e, quindi, soprattutto, dalla spinta, provocata dalla concorrenza, ad ottenere rendimenti sempre maggiori, restano ancora da spiegare le ragioni che conducono ad una possibile distorsione nella valutazione dei rendimenti stessi. Resta cioè da spiegare, ad es., come mai la rinuncia a rendimenti immediati in cambio di maggiori investimenti, non trovi adeguato riconoscimento in una proporzionata crescita di valore dei cespiti cui gli investimenti afferiscono, e come mai la competizione tra intermediari possa finire per premiare quelli che riescono a procurare (ai loro beneficiari) elevati rendimenti immediati, invece di quelli che effettuano le più oculate scelte volte alla massimizzazione dell’investimento nel lungo periodo.

In sintesi, il problema, cui abbiamo già accennato, dei difetti presenti nel funzionamento del mercato, torna a presentarsi qui sostanzialmente irrisolto.

Il fatto è che il mercato non corregge, o addirittura incoraggia, un orientamento complessivo verso il breve periodo, che finisce per coinvolgere tutti, o la gran maggioranza dei partecipanti, e che conduce ad una inadeguata valorizzazione degli investimenti, i cui valori non si riflettono correttamente nei prezzi dei cespiti cui gli investimenti afferiscono. Con la conseguente difficoltà di stimare, e di rappresentare ai risparmiatori finali, l’ipotetico reale aumento di valore che gli investimenti hanno procurato al cespite in cui le loro risorse sono state investite. Difficoltà che ovviamente è esaltata dagli evidenti ostacoli che i risparmiatori finali incontrano nell’operare autonome stime dei valori di lungo periodo, cui ben possono aggiungersi contingenti pressioni provenienti da esigenze economiche immediate, e anche da diffusi modi di pensare, orientati a dare importanza decisiva ad elementi immediatamente misurabili, come quelli costituiti da rendimenti e aumenti di prezzo.

Con ciò abbiamo operato un nuovo spostamento del problema che costringe a chiedersi quale sia la causa della diffusione di questo orientamento al breve periodo, che sembra avere contagiato tutti gli operatori, e che impedisce un “corretto” apprezzamento dell’aumento di valore prodotto da certi investimenti.

Se ritorniamo al nucleo essenziale della definizione di *short-termism* (lo sconto dei rendimenti futuri ad un tasso eccessivamente elevato) ci rendiamo

immediatamente conto che le anomalie delle visioni orientate al breve periodo, in qualsiasi modo descritte ed esemplificate, implicano e riflettono una pessimistica valutazione del futuro, della sua durata (nel senso del tempo entro il quale si riesce a fare previsioni) e delle incertezze che lo caratterizzano.

In questa prospettiva la mia opinione è che la causa del recente esacerbarsi dei fenomeni rubricati nella voce *short-termism* va ricercata in un fatto che ha sicuramente una dimensione culturale, ma che ha anche una solidissima base materiale. Alludo alla maggiore incertezza che attualmente incombe sul nostro futuro in una situazione in cui i mercati ordinati di Keynesiana memoria non esistono più, in cui nessun ente pubblico (men che meno gli stati nazionali) sono in grado di operare pianificazioni significative, e di offrire così punti di riferimento agli operatori, e in cui le stesse imprese (per non parlare delle famiglie) hanno difficoltà a varare serie programmazioni della loro attività futura<sup>29</sup>.

Già diversi anni orsono l'epoca attuale venne definita come l'età del rischio<sup>30</sup>, e forse sarebbe meglio dire dell'incertezza (nel senso, chiarito dai lavori di Keynes e Knight, di incertezza assoluta, insuscettibile di misurazione anche solo probabilistica<sup>31</sup>) visto che le probabilità del verificarsi dell'uno o dell'altro evento futuro sembrano essere diventate sempre meno calcolabili e, quindi, sempre più difficili da tradurre in quotazioni e prezzi.

Che in una situazione di incertezza diffusa possano essere utilizzati tassi di sconto del futuro più elevati e, forse, eccessivamente elevati, non credo possa risultare sorprendente.

Lo *short-termism* riscontrato nei mercati finanziari non appare allora come una isolata anomalia, ma come espressione di un fenomeno molto più complesso.

Questa considerazione induce a dubitare dell'orientamento dell'Unione, là dove sembra voler trattare le visioni di breve termine come frutto di irrazionali pregiudizi suscettibili di essere dispersi da una illuminata opera di convinzione, e da qualche aggiustamento istituzionale.

È possibile che si sia formata una anomala “cultura”, per così dire, del

---

<sup>29</sup> In fondo la preferenza per risultati immediati può essere in qualche modo equiparata a quella preferenza per la liquidità che è espressione, tra l'altro, di quello che sempre J.M. KEYNES, *The general theory of employment, interest, and money*, Harcourt, 1953, Ch 13, II, 70, chiamava “desire for security”.

<sup>30</sup> U. BECK, *La società del rischio*, Roma, Carocci editore, 2020 (l'edizione originale è del 1987).

<sup>31</sup> Y. SAKAI, *JM Keynes on probability versus FH Knight on uncertainty: reflections on the miracle year of 1921*, in *JM Keynes Versus FH Knight*, Springer, Singapore, 2019, 39-60.

breve termine, ma credo sia innegabile che essa, trovi comunque una certa base materiale in fatti la cui realtà sembra indiscutibile.

Penso, in conclusione, che questa complessità del fenomeno debba indurre a riflettere sull'opportunità di ipotizzare innovazioni istituzionali molto più radicali di quelle sinora ipotizzate a livello di Unione Europea.

## 5. Il contesto istituzionale.

Prima di tornare al problema da cui siamo partiti (valutazione della necessità di profonde modifiche istituzionali del rapporto tra *shareholders* e altri *stakeholders*), il quadro delineato nei paragrafi precedenti deve essere completato con l'esame della posizione degli altri protagonisti di questa vicenda, i *managers* delle società operative,

Partendo dal quadro istituzionale in cui operano, un primo punto che deve essere ribadito riguarda il *formale*<sup>32</sup> potere discrezionale che i *managers* esercitano, potere la cui ampiezza difficilmente può essere ridotta per via regolamentare.

A questo riguardo è opportuno qui ricordare, e ribadire l'importanza del fenomeno che va sotto il nome c.d. di incompletezza dei contratti (e delle leggi)<sup>33</sup>. Se si potesse immaginare la possibilità di confezionare regole (contrattuali e/o legislative) assolutamente complete, nel senso di regole in grado di dare precise indicazioni sul modo in cui i destinatari delle stesse devono comportarsi in ogni possibile circostanza futura, ben si potrebbe immaginare un mondo in cui ciascun interessato, prima di assumere qualsiasi impegno, contratta, e definisce esattamente, con tutti gli altri interessati, sia la prestazione che dovrà effettuare, sia le controprestazioni che dovrà ricevere in cambio. La legge potrebbe completare il quadro, provvedendo a dettare le regole relative ai rapporti che non possono essere oggetto di contrattazione tra le parti (come la protezione dell'ambiente, ad es.).

---

<sup>32</sup> Sottolineo la qualifica "formale" perché come tutti sanno il potere effettivo dei *managers* dipende dagli assetti proprietari della società che amministrano e dalle caratteristiche dei mercati in cui operano.

<sup>33</sup> La letteratura in argomento è sterminata. Restando a due classici, entrambi vincitori del Nobel per l'economia, v. O. HART, *Incomplete contracts and control*, *American Economic Review*, 2017, 1731-52 e J. TIROLE, *Cognition and incomplete contracts*, *Am. Econ. Rev.*, 2009, 265; ID., *Remarks on incomplete contracting*, in J. Tirole, M. Aghion, P. Dewatripont, M. Legros, L. Zingales, *The impact of incomplete contracts on economics*, OUP, 2016, 21.

Sui riflessi più strettamente giuridici del fenomeno. V. tra i tantissimi E. POSNER, *Economic analysis of contract law after three decades: success or failure?* 112 *Yale LJ*, 2002, 829.

L'ineliminabile incompletezza delle norme (siano esse legislative o convenzionali) che si manifesta in forme particolarmente acute quando, come nel presente caso, si tratta di regolare realtà particolarmente dinamiche, fa però sì che nonostante la presenza, evocata dall'impostazione dominante, di una rete di contratti che, insieme alle norme di legge, disciplinano i rapporti tra tutti i fornitori di risorse all'impresa, resta comunque un margine potenzialmente molto ampio di eventi futuri non previsti, non prevedibili e non regolati, che possono essere legittimamente affrontati con strategie anche molto diverse tra loro, e con effetti molto diversificati sulla soddisfazione dei vari interessi in gioco.

È in questo contesto che va inquadrato il tema dei rapporti tra i vari interessati, ed è in questa prospettiva che va valutata l'importanza del tema dello scopo della società. Nel contesto, cioè, di un potere discrezionale, formalmente affidato all'organo amministrativo, che non può essere completamente incanalato da regole definite *a priori*, e che spesso consente di scegliere tra politiche diverse, che, pur restando rispettose dei diritti legalmente riconosciuti, possono però incidere in maniera molto diversificata sulla soddisfazione dei vari interessi.

Questa considerazione consente anzitutto di valutare i limiti delle impostazioni, diciamo alla Friedman<sup>34</sup>, che vorrebbero risolvere anche i problemi connessi allo *short-termism* delegando integralmente al legislatore (ed eventualmente alla contrattazione diretta tra le parti) il compito di fissare i limiti che le imprese, e quindi i loro *managers*, sono tenute rispettare<sup>35</sup>.

L'idea che l'intervento del legislatore possa esaurire la protezione degli interessi che stanno a cuore alla collettività è inaccettabile per almeno due ragioni. La prima è che, come si è appena ricordato, la continua evoluzione delle situazioni rilevanti non può essere prevista e regolata in anticipo dal legislatore. Se il potere discrezionale dei *managers* non viene opportunamente indirizzato e controllato, continueremo a doverci affidare ad un continuo, problematico, inseguimento della realtà da parte di legislatori più o meno volenterosi. La seconda, connessa, ragione è che in molte situazioni i rimedi contro le potenziali violazioni di interessi rilevanti non sono un catalogo fisso, da cui il le-

---

<sup>34</sup> L'ovvio riferimento è al famoso (famigerato) lavoro di M. FRIEDMAN, *The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits*, N.Y. Times Mag., Sept. 13, 1970 (nella dottrina italiana, v., recentemente, C. ANGELICI, *Divagazioni sulla "responsabilità sociale" d'impresa*, in *Riv. soc.*, 2018, 3, 7 s).

<sup>35</sup> L'idea che sia meglio affidarsi al legislatore che ai bilanciamenti dei *managers* aleggia anche come possibile obiezione nei confronti dell'impostazione europea del problema. V. ad es. ROE e altri (nt. 16).

gislatore una volta per tutte sceglie, ma evolvono nel tempo, più o meno velocemente, a seconda del contributo che i soggetti interessati riescono a dare all'innovazione. È verosimile allora che *managers* che non si limitino ad evitare di violare i divieti di legge, ma che siano positivamente impegnati nella soluzione dei problemi, possano dare su questo piano un contributo molto maggiore.

La presenza dell'ineliminabile potere discrezionale degli amministratori ci indica anche i limiti di tutti i progetti che puntano semplicemente a modificare la definizione dello scopo della società per precisare meglio il novero e la natura degli interessi che devono essere protetti.

La definizione legale dello scopo della società ha una capacità di incidenza sull'indirizzo delle scelte dei *managers* che non può andare oltre un certo livello<sup>36</sup>. In assenza di improponibili controlli pubblici sulla coerenza tra scopo definito e comportamenti effettivamente tenuti, soci e *managers* d'accordo hanno ampia possibilità di disattendere praticamente quasi ogni indicazione proveniente dalla definizione legale dello scopo. Alla fine, sia pure in condizioni e con limiti a seconda dei casi diversi, una semplice modifica della disciplina legale relativa alla definizione dello scopo, finirebbe pur sempre per lasciare i soci (in particolare quelli di maggioranza, o comunque quelli di fatto in grado di influenzare il comportamento degli amministratori) sostanzialmente arbitri nel decidere quale concreto livello di effettiva attuazione dovrebbe avere l'eventuale proclamazione (legislativa o statutaria) della protezione degli interessi altrì<sup>37</sup>.

Deriva da ciò l'enorme importanza delle regole relative alla costituzione e al funzionamento della società. Ogni concreta analisi delle prospettive di eventuali interventi istituzionali deve tenere conto di entrambi questi fattori: definizione giuridica dello scopo, da una parte, e, dall'altra, struttura corporativa e patrimoniale, che definisce modalità e limiti della possibilità di incidere sul modo in cui il potere discrezionale è esercitato.

L'effettiva efficacia delle norme che definiscono lo scopo dipende in sostanza da tutta una serie di altre norme, comprese, ovviamente, quelle che regolano, per il caso di violazione, l'irrogazione di sanzioni. Una norma che,

---

<sup>36</sup> La definizione dello scopo sembra destinata a rilevare soprattutto in presenza di contrasti interni alle diverse componenti societarie.

<sup>37</sup> Non diversamente da quanto di fatto avviene già oggi 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 *Dalla benefit corporation alla società benefit*, a cura di B. DE DONNO-L. VENTURA, Cacucci, Bari, 2018, 33.

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, avrebbe come si è già rilevato ben poca efficacia.

Più in generale, si può agevolmente rilevare che 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 presupposto imprescindibile per configurare una qualche responsabilità civile degli amministratori (e spesso anche per configurare l'invalidità degli atti), è evidente che la definizione di uno scopo anche solo in parte diverso dai desiderata dei soci, e, se questo è il loro obiettivo, dalla massimizzazione del valore delle azioni, è destinato a restare sostanzialmente irrilevante<sup>38</sup>.

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 sistematico (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 – i soci – 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 sul modo in cui lo scopo sarà in concreto perseguito.

La morale mi sembra essere: nessuna sostanziale modifica della situazione attuale può essere realizzata modificando semplicemente la definizione legislativa dello scopo, senza intervenire in maniera coerente sulla struttura organizzativa.

---

<sup>38</sup> Come sembra essere successo alla Sect. 172 del *Companies Act* inglese, di cui abbiamo già parlato sopra alla n. 13. Per un recente esame critico, v. G. TSAGAS, *Section 172 of the Companies Act 2006: Desperate times call for soft law measure*, Draft Paper for contribution: Tsagas, G (2017).

Interessante, a quanto sembra, anche la vicenda dell'ordinamento indiano, dove esiste una norma (art. 166,2 della legge del 2013) che, al contrario di quella inglese che conserva una posizione privilegiata agli azionisti, pone sullo stesso piano gli interessi di tutti gli *stakeholders*, e che, però, in assenza di adeguati ulteriori presidi, "...makes the Indian situation not altogether different from the ESV model followed in the UK", v. M. NANIWADEKAR, U. VAROTTIL, *The stakeholder approach towards directors' duties under Indian Company Law: a comparative analysis*, in Mahendra Pal Singh, *The Indian Yearbook of Comparative Law*, 2016, 95-120.

## 6. Preferenze di “secondo ordine” e problemi di azione collettiva.

Possiamo ora finalmente affrontare il problema che ci siamo posti all’inizio e chiederci se sia convincente la prospettiva che sembra avere sinora prevalso nell’impostazione dell’Unione Europea, e che ruota, da una parte, intorno all’obiettivo di convincere gli operatori ad adottare visioni di più lungo periodo e, dall’altra, a quello di modificare alcuni meccanismi istituzionali relativi ai doveri dei *managers* e ai loro rapporti con i soci.

Il giudizio sulla prospettiva europea dipende a mio avviso soprattutto da una valutazione della possibilità che si riesca ad innescare un cambiamento negli orientamenti dei principali operatori di mercato. Una simile valutazione presupporrebbe una piena comprensione degli attuali rapporti tra investitori professionali e *managers* delle società in cui investono, comprensione difficile da acquisire, considerato anche che gli investitori professionali sono molto diversi tra di loro, il che rende ancora più difficile la ricostruzione dei meccanismi che governano le loro scelte e gli effetti che le stesse possono produrre<sup>39</sup>. Occorrerebbe in realtà una analisi dell’attuale funzionamento dei mercati molto più approfondita e articolata di quella possibile in questa sede<sup>40</sup>.

Restando al livello più superficiale, qualche prima riflessione può essere tuttavia suggerita da un esame di dati aneddotico, dal quale sembra risultare l’esistenza in capo agli operatori (i *managers* delle società e i gestori dei principali investitori istituzionali) di una tendenziale consapevolezza soggettiva dei problemi connessi allo *short-termism*.

Tale consapevolezza chiaramente trapela dalle dichiarazioni programmatiche provenienti da alcuni di tali soggetti. Significative indicazioni a questo ri-

---

<sup>39</sup> Come è stato osservato “The ‘institutional investor’ label says little about the extent of participation or the quality of shareholder engagement. There are important differences between pension funds, insurance companies, hedge funds and other investment funds, and even within each of those categories. The degree of engagement is determined by the institutional investor’s ‘business model’”. A. JOHNSTON-P. MORROW, *Towards long-termism in corporate governance: the Shareholder Rights Directive and beyond in Long-term investment and the Sustainable Company: a stakeholder perspective*, vol. 3, ETUI, 2015, 19, 30.

<sup>40</sup> Per alcuni, come per esempio gli investitori c.d. attivisti, non è difficile immaginare, almeno a grandi linee, quali possano essere i criteri cui ispirano le loro scelte in materia di intervento nelle società in cui hanno investito. Per altri la questione si fa più complessa, come ad es. per gli investitori “passivi” su cui v. J. COATES, IV (2018). *The Future of corporate governance Part I: The problem of twelve*, o i fondi pensione, che dovrebbero avere un orizzonte naturalmente di lungo periodo eppure “...invest a large proportion of their funds in a short-term manner”, cfr. VITOLS (nt. 10), 14. Sul comportamento dei fondi pensione, v. anche MILLON (nt. 22) 938.

guardo possono essere fornite dal recente dibattito originato dalla presa di posizione di numerosi amministratori di importanti società statunitensi, in favore di un impegno, cui tutti si sentirebbero vincolati, alla considerazione degli interessi non solo dei soci, ma di tutti gli *stakeholders*. Oltre alla rottura che questa dichiarazione di principio segna rispetto alla filosofia dello *shareholder value* negli ultimi anni dominante, è interessante rilevare la relativa coincidenza che sui punti principali esiste tra questa dichiarazione dei *managers* delle imprese operative, quelle provenienti dai *managers* degli investitori istituzionali e da numerose altre autorevoli fonti<sup>41</sup>.

Il problema nasce però dai molti dubbi che si possono coltivare in ordine alla effettiva coerenza tra le dichiarazioni di principio e le scelte che vengono poi concretamente compiute sul mercato<sup>42</sup>. Oltre ai dati, pur sempre aneddotici, ma non per questo insignificanti, che possono indicare l'esistenza di una rilevante dissonanza tra i due livelli (dichiarazioni-comportamenti)<sup>43</sup> forti perplessità sono alimentate dalla semplice, quanto paradossale, considerazione per cui se queste dichiarazioni potessero essere assunte come effettivamente impegnative, e come effettivamente descrittive di comportamenti in atto, è evidente che tutti i problemi di cui ci stiamo occupando neppure si porrebbero. Posto che investitori e società operative fossero effettivamente d'accordo sulla necessità di una maggiore attenzione al lungo periodo, e alla protezione degli interessi di tutti gli *stakeholders*, non si vede chi oggi mai potrebbe impedire la realizzazione di questi obiettivi.

Se si accantona il sospetto che le dichiarazioni in questione siano mosse tattiche all'interno di una più complessa partita<sup>44</sup>, si può in alternativa ipotiz-

---

<sup>41</sup> Per una rassegna v. J. FISCH, S. DAVIDOFF, *Should Corporations Have a Purpose?*, *U. of Penn., Inst. for Law & Econ. Research Paper*, 2020, 20-22. V. anche M. LIPTON-S. ROSENBLUM, K. CAIN, S. NILES, A. BLACKETT, K. IANNONE, *It's Time To Adopt The New Paradigm*, in *Post on: Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 2019, February.

Nella dottrina italiana, v. il dibattito contenuto in Aa.Vv., *Lo statement della Business Roundtable sugli scopi della società. Un dialogo a più voci*, a cura di A. PERRONE, in questa *Rivista*, 2019, 589 ss.

<sup>42</sup> In argomento v. ad es. A. PACCES, *Sustainable Corporate Governance: The Role of the Law*, *European Corporate Governance Institute-Law Working Paper*, 2020, 550, che forse dà però troppo per scontata l'esistenza di quelle che chiama le "prosocial preferences" dei beneficiari.

<sup>43</sup> V. ad es. J. TASMAN-JONES, *Nuns accuse Blackrock of greenwashing in shareholder resolution*, in *Portfolio Adviser*, 16 Dec 19.

<sup>44</sup> Gli investitori istituzionali potrebbero voler fare una politica di immagine, magari prevenire (ulteriori) regolamentazioni e soprattutto presentare sé stessi come coloro cui, più che ai

zare che esista qui un problema connesso alle difficoltà di far coincidere le scelte compiute nelle singole situazioni, con le scelte ritenute più opportune a livello più generale. È possibile, cioè, che si verifichi qui un fenomeno simile a quello che si crea quando esiste un conflitto tra preferenze immediate e preferenze c.d. di secondo ordine<sup>45</sup>.

L'ipotesi, in sostanza, è che i proclami, specialmente quelli degli investitori, riflettano una effettiva consapevolezza della necessità di perseguire certi obiettivi che rispondono non solo ad interessi generali, ma anche ad interessi specifici degli stessi investitori professionali, e che però poi, al momento di operare singole scelte, questa consapevolezza non riesca a controllare la forte tentazione di approfittare di occasioni di buoni guadagni, anche in contraddizione con le affermazioni di principio<sup>46</sup>. Si può pensare, cioè, che gli investitori siano consapevoli dell'esistenza di interessi di tipo, per così dire, sistemico, comuni a tutti loro (e all'intera società), e che però sia per loro difficile un pieno coordinamento di questa consapevolezza con le esigenze che, come si è visto, sono dettate dalla necessità di sopravvivere e, possibilmente, di prevalere nel meccanismo competitivo che abbiamo prima descritto.

Facendo un esempio, tutti (o quasi) gli investitori possono essere interessati

---

*managers* delle società operative, spetta occuparsi del lungo periodo, degli interessi degli altri *stakeholders*, e dei relativi bilanciamenti. 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 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 sostanziale 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 al servizio di una massa dispersa ed amorfa di *stakeholders*.

<sup>45</sup> Come è noto, il caso considerato tipico è quello, ovviamente diverso da quello di cui ci occupiamo in questa sede, della intossicazione e dipendenza, cfr. A. CARBALLO, *Rationality and second-order preferences*, in *Noûs*, 2018, 196; D. BRUCKNER, *Second-order preferences and instrumental rationality*, in *Acta Analytica*, 2011, 367-385.

<sup>46</sup> Si ripropone, tra l'altro, qui il tema del comportamento di gregge cui abbiamo già accennato. Il singolo investitore ben potrebbe essere personalmente convinto che i prezzi non riflettono adeguatamente il valore delle imprese che fanno investimenti rilevanti, e però continuare a comprare azioni che sa essere sopravvalutate, almeno fino a quando potrà sperare che seguendo la corrente, potrà comunque realizzare, e "mettere al sicuro", qualche immediato guadagno. V. PETRIN, CHOUDHURY, (nt. 13), 16.

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*<sup>47</sup>. 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 ciò che si nasconde 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. Qui l'interesse generale ad una gestione delle imprese corretta e trasparente ben si può presumere che coincida con l'interesse specifico della maggioranza degli investitori ad un certo tipo di regolazione della competizione che si svolge tra di loro.

Questo ragionamento può essere generalizzato e può essere riferito ad altri temi ancor più importanti, come il rispetto dell'ambiente, o degli interessi di altri *stakeholders*. Anche qui possiamo immaginare che gli investitori abbiano buoni motivi per considerare almeno alcuni aspetti di questi temi come terreni che invece di essere oggetto di competizione (ciascuno cerca di investire nelle società che riescono a massimizzare i profitti e a minimizzare i rischi di essere punite per la violazione di norme a protezione di qualche interesse di terzi), dovrebbero essere piuttosto oggetto di forme di "garanzia" (un certo livello di rispetto degli *stakeholders* deve essere garantito per tutti, altrimenti si crea un rischio "sistemico" che può diminuire il valore delle partecipazioni colpendo così tutti gli investitori, e non solo quelli meno abili nella competizione).

In un simile contesto sembra decisamente verosimile che questa consapevolezza possa bensì emergere al livello delle riflessioni generali, ma possa poi rivelarsi non in grado di condizionare adeguatamente le scelte che vengono compiute nelle situazioni specifiche dove in concreto si presentano le occasioni di guadagno. Proprio con riferimento alla *corporate governance*, è, per esempio, ben noto l'ambiguo atteggiamento degli investitori nei confronti del fenomeno indicato come *dual-class stock*, la cui presenza è ampiamente osteggiata in via ufficiale<sup>48</sup>, cosa che però non sembra comportare un diffuso

---

<sup>47</sup> F. DENOZZA, (nt.3). In senso analogo M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2019, 992 ss., che sottolinea l'esistenza di un interesse, potenzialmente comune a tutti gli investitori, a prevenire i rischi sistemici.

<sup>48</sup> Cfr. Council of Institutional Investors, *Dual Class Stock*, reperibile a <https://www.cii.org/>

rifiuto di sottoscrivere le azioni delle società che hanno emesso azioni a voto plurimo, il che finisce in sostanza per sostenere comunque i corsi delle azioni delle società che fanno ricorso al deprecato istituto.

L'ipotesi che esista un problema di preferenze di secondo ordine, che si concretizza qui in un problema di azione collettiva, porta con sé precise indicazioni sul modo in cui il problema potrebbe essere affrontato a livello istituzionale. I problemi di azione collettiva non si risolvono sul mercato da soli, ma richiedono o interventi esterni, o 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.

La seconda alternativa indirizza verso il ricorso ad accorgimenti istituzionali che possano favorire e regolare l'assunzione di impegni vincolanti atti a prevenire l'opportunismo che potrebbe manifestarsi nelle singole scelte.

## *7. Il coinvolgimento degli stakeholders.*

Accantonando la prima alternativa, che richiederebbe interventi legislativi particolarmente incisivi e che richiederebbe uno studio a parte, la seconda alternativa suggerisce di valutare un obiettivo che finora non è stato al centro dei programmi di intervento istituzionale dell'Unione Europea, e che invece potrebbe rappresentare a mio avviso una effettiva ed importante svolta. Potremmo definire questo obiettivo come la creazione di spazi istituzionali in cui possa essere sviluppata una riflessione che tenga conto delle prospettive generali e sistemiche, una riflessione, quindi, particolarmente predisposta a dare adeguato peso a preferenze di secondo ordine ed a visioni di lungo periodo, e che sia in grado di fissare punti fermi non suscettibili di essere messi in discussione dall'opportunismo che può manifestarsi al momento di compiere scelte specifiche.

Dico subito che secondo me questa funzione di produttore di decisioni e di punti di riferimento generali potrebbe essere svolta dai consigli di amministrazione delle grandi imprese. Aggiungo, anche, che il coinvolgimento nei relativi processi decisionali di tutti gli *stakeholders* interessati dovrebbe essere considerato come un fattore decisivo nel determinare il successo nello svolgimento di questa funzione.

---

dualclass\_stock, ed ivi un elenco di iniziative ufficiali volte ad ottenere l'eliminazione, o almeno la limitazione, della possibilità per le società che si presentano alla quotazione in borsa, di emettere azioni a voto plurimo.

L'adozione di questa prospettiva dovrebbe comportare una ulteriore evoluzione del ruolo dei consigli di amministrazione delle grandi imprese, già passati dall'essere organi di tipo esecutivo, ad organi di controllo, e che, adesso, nella prospettiva che qui si sta delineando, dovrebbero diventare organi in cui vengono mediate le diverse visioni e i diversi interessi di tutti i soggetti in qualche modo interessati alle sorti dell'impresa. Una mediazione, quindi, anche con gli interessi degli *stakeholders* altri rispetto ai soci, cui dovrebbe essere riconosciuto il diritto di partecipare in qualche modo al processo di valutazione dei vari interessi in gioco<sup>49</sup>.

Ovviamente, come si è già notato, non tutti gli *stakeholders* possono essere accreditati come portatori di interessi e di visioni spontaneamente orientate al lungo periodo. Questa non è però una controindicazione decisiva, soprattutto dopo che si sia riconosciuto (v. sopra par. 2) che l'obiettivo non è quello di far prevalere, in ogni modo e a tutti i costi, le visioni di lungo periodo, ma è quello di raggiungere un ragionevole equilibrio tra le esigenze del presente e quelle della preparazione del futuro.

Se si osserva il problema da questo punto di vista (ricerca dell'equilibrio) l'adeguata considerazione di tutti gli interessi rilevanti diventa lo snodo decisivo di tutto il processo di ricerca della migliore mediazione possibile. Da questo punto di vista, sembra difficile negare l'importanza della partecipazione, non necessariamente con lo stesso peso decisionale, di tutti gli *stakeholders* al processo di elaborazione delle concrete mediazioni che dovranno essere di volta in volta effettuate.

Si tratta di passare da una impostazione in cui il principale problema è 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 (questa è l'impostazione che mi sembra tuttora dominante a livello di Unione Europea), ad una concezione dove invece ci si preoccupa di dare ai titolari degli interessi protetti gli strumenti perché possano essi stessi intervenire, e tentare in tal modo di condizionare il comporta-

---

<sup>49</sup> L'idea di affidare ai consigli di amministrazione il compito di mediare tra gli interessi dei vari *stakeholders*, è stata vigorosamente sostenuta da M. BLAIR, L. STOUT, *Director accountability and the mediating role of the corporate board*, Wash. ULQ, 2001, 403. V. anche, M. BLAIR, *Boards of directors as mediating hierarchs*, Seattle UL Rev., 2014, 297. Il punto fondamentale, come ho cercato di chiarire nel corso di tutto questo lavoro, è se la mediazione avviene in un contesto in cui tutti gli interessi rilevanti hanno il modo di presentarsi e farsi ascoltare, oppure in un modo in cui sono rappresentati solo gli interessi dei soci e degli interessi dei terzi si tiene conto solo nei limiti in cui questa considerazione sia percepita come conveniente anche per i soci, ed a loro perciò gradita.

mento di chi detiene il potere gestionale, senza aspettare che questi ultimi decidano quali interessi di quali *stakeholders* meritano di essere presi in considerazione.

Rispetto all'attuale politica dell'Unione, sinora 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 indicare direttamente gli interessi che stanno più loro a cuore, manifesterebbe una maggiore incisività e più realistiche prospettive di qualche effettiva trasformazione.

L'obiettivo non è quello di "balcanizzare" i consigli di amministrazione, per usare l'espressione a volte utilizzata per evocare distopiche visioni di imprese paralizzate da infinite dispute tra tanti frammentati interessi, ma di garantire che tutti gli interessi in gioco vengano correttamente presentati e possano essere oggetto di adeguato dibattito e valutazione.

Per raggiungere questo obiettivo non è indispensabile privare i soci del potere che attualmente, in genere, hanno, di nominare tutti, o la maggioranza dei membri dei consigli e quindi di condizionare le decisioni finali dell'organo<sup>50</sup>. Si tratta, almeno in prima battuta, di modificare le modalità di esercizio del potere di assumere le decisioni finali, rendendo espliciti i conflitti di interessi su cui ogni decisione va ad incidere, e in qualche modo ufficializzando le mediazioni che vengono di volta in volta decise tra le esigenze dei vari *stakeholders*.

Ovviamente le difficoltà di ingegneria istituzionale possono essere molte, a cominciare dalla scelta degli *stakeholders* cui attribuire poteri di *voice* all'interno dell'organizzazione societaria<sup>51</sup>.

---

<sup>50</sup> L'art. 5 della *Risoluzione del Parlamento Europeo* citata alla nota 2 si limita timidamente ad affermare che "gli Stati membri assicurano che le imprese procedano in buona fede a discussioni proficue, significative e informate con i portatori di interessi pertinenti quando stabiliscono e attuano la loro strategia di dovuta diligenza" però poi, con po' più di coraggio, aggiunge: "Gli Stati membri assicurano che i portatori di interessi abbiano il diritto di chiedere all'impresa di discutere degli impatti negativi potenziali o effettivi sui diritti umani, sull'ambiente o sulla buona governance che li riguardano, a norma del paragrafo 1."

<sup>51</sup> 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.

Per il resto gli accorgimenti istituzionali ipotizzabili possono essere numerosi. Oltre alla presenza nei consigli di rappresentanti in qualche modo designati dagli *stakeholders*, si può immaginare l'obbligo per le società di certe dimensioni di creare appositi luoghi di sistematica consultazione degli *stakeholders*, oppure la creazione, all'interno del consiglio, di comitati aventi il compito specifico di approfondire i problemi connessi alla tutela di certi interessi, previa consultazione degli interessati, ecc.

Credo tuttavia che questa strada, delineata qui in termini pur molto generici, sia quella più coerente con il quadro di problemi che emerge dall'analisi compiuta nei paragrafi precedenti. Essa tiene anzitutto conto del fatto che siamo in presenza, come si è appena ricordato, di un problema non di prevalenze assolute, ma di equilibri.

Tiene conto, inoltre, della natura anche distributiva che (come a suo tempo sottolineato, v. par. 2) caratterizza l'alternativa tra programmi di breve e programmi di lungo periodo. Se si tiene conto di questo dato, l'idea di affidare tutte le scelte, e tutti i bilanciamenti necessari, ad una sola delle parti in causa (gli investitori soci) non può non suscitare evidenti perplessità, non solo sul piano della giustizia, ma anche su quello dell'efficienza e realizzabilità di programmi che non tengano conto di tutti gli interessi rilevanti.

Quanto, infine, alla garanzia dell'adozione di visioni che diano adeguato spazio al lungo periodo, a me sembra che il fatto stesso di inquadrare il processo decisionale all'interno di un dialogo tra interessi diversi i cui titolari saranno di volta in volta chiamati a prendere impegni, a subire sacrifici, a collaborare, ecc., non può non favorire l'emersione di prospettive di lungo periodo. Se il problema viene appropriatamente posto non come una questione di massimizzazione dei risultati di volta in volta ottenibili, ma come un problema di coordinamento tra i titolari dei vari interessi su cui l'esercizio dell'impresa incide, le prospettive di breve periodo sono destinate ad essere tendenzialmente spiazzate dalla convenienza, e, a volte, dalla necessità, di dilazionare nel tempo la ripartizione dei vantaggi e dei sacrifici. Ripartizioni che potrebbero risultare nell'immediato insopportabili per alcuno, e magari eccessivamente vantaggiose per qualcun altro, potrebbero trovare un accettabile equilibrio quando la ripartizione fosse opportunamente modulata nel tempo.

Un ultimo punto che vorrei sottolineare ci riconduce al tema degli investitori e al problema di azione collettiva che a mio avviso può contribuire ad ostacolarne gli interventi. Il superamento dei problemi di azione collettiva richiede (se non si accoglie l'improbabile prospettiva di affidare tutto al legislatore) di un dialogo ed, in definitiva, un qualche aumento della collaborazione tra gli investitori, dialogo e collaborazione che dovrebbero condurre alla condivisione di prassi e di regole di comportamento.

Questa prospettiva porta con sé aspetti non poco problematici, e può evocare scenari decisamente inquietanti<sup>52</sup>. Il passaggio da una fase di più o meno

---

<sup>52</sup> V. le preoccupatissime considerazioni di E. ELHAUGE, *How horizontal shareholding harms our economy – and why antitrust law can fix it*, *Harv. Bus. L. Rev.*, 2018, 207. V. anche F. MORTON, H. HOVENKAMP, *Horizontal Shareholding and Antitrust Policy*, 127 *Yale L.J.*

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 *stakeholders* si finisca per dar vita ad una situazione (accordi e cartelli autorizzati tra investitori) in cui i rischi per gli altri *stakeholders* (e per tutti) anziché diminuire, aumenterebbero a dismisura<sup>53</sup>.

Se si considera anche questo aspetto, il fatto di evitare che tutte le principali decisioni finiscano per essere affidate ad accordi più o meno informali tra i principali investitori, e vengano invece istituzionalizzati, come uno dei principali luoghi del dialogo e della composizione tra i vari interessi, consigli di amministrazione in cui siano adeguatamente presentati anche gli interessi di tutti gli altri *stakeholders*, mi sembra che possa anche contribuire a ridurre i pericoli impliciti in una collaborazione tra concorrenti realizzata in luoghi meno istituzionali, e senza alcuna forma di partecipazione e di presenza di altri interessati.

---

2018, 2026; D. GILO, *The Anticompetitive Effect of Passive Investment*, 99 Mich. L. Rev. 2000, 29-33; E. ROCK, D. RUBINFELD, *Defusing the Antitrust Threat to Institutional Investor Involvement in Corporate Governance*, Working Paper (Mar. 1, 2017), available at <https://ssrn.com/abstract=2925855>.

<sup>53</sup> Già oggi alcuni commentatori sottolineano la preoccupante concentrazione di potere in capo ai gestori dei principali fondi, v. J. COATES IV (2018) *The Future of corporate governance Part I: The problem of twelve*. Harvard Public Law Working Paper No. 19-07, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3247337> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3247337>.