

# La capacità propulsiva della s.p.a. quotata è andata esaurendosi?

## *Has the driving force of the listed company been exhausted?*

Roberto Sacchi \*

---

### ABSTRACT:

Il lavoro muove dalla premessa che la forte rilevanza acquisita nell'azionariato delle società quotate dagli investitori istituzionali (pur con diversità di caratteristiche e obiettivi fra loro), nonostante l'importante contributo dato dagli stessi allo sviluppo della grande impresa azionaria, ha posto in crisi l'istituto della s.p.a. quotata, come conosciuto nella tradizione. Questo perché i fondi, tendenzialmente, hanno un interesse all'andamento delle singole società in cui hanno investito nettamente inferiore rispetto a quello di altri *stakeholders*, quali, ad esempio, i dipendenti e i fornitori.

L'insoddisfazione per i risultati ai quali conduce l'attuale modello della s.p.a. quotata trova conferma nell'approccio assunto sia dai *managers* (si veda lo *statement* della BRT), sia dai fondi (si veda la presa di posizione del CEO di BlackRock) rispetto al ruolo che la grande impresa azionaria deve svolgere in relazione alle tematiche ESG. Questo approccio è segnapletico dell'attuale incapacità delle società quotate di rispondere in modo adeguato ai problemi posti da queste tematiche.

Nel saggio si sostiene che la soluzione del problema ora segnalato e, più in generale, della crisi dell'attuale s.p.a. quotata non può consistere nell'attribuzione della gestione dei profili ESG ai *managers* (eventualmente con il ricorso a *nominee directors*) o agli investitori istituzionali. Si propone, invece, di rafforzare le competenze degli amministratori, ponendo però rigorosi vincoli al loro operato, mediante l'assegnazione alla loro azione (i) di finalità determinate in modo netto e univoco e collocate secondo un chiaro ordine gerarchico e (ii) di precisi limiti posti da norme inderogabili, a tutela degli *stakeholders* diversi dai soci.

---

\* Professore ordinario di diritto commerciale, Università degli Studi di Milano; e-mail: roberto.sacchi@unimi.it. Questo lavoro è destinato agli Studi per Vincenzo Di Cataldo ed è dedicato a Vincenzo anche in questa sede. Esso costituisce lo sviluppo di una relazione da me presentata al seminario di dottorato su *Il ruolo degli investitori nelle società quotate* organizzato da Giuliana Scognamiglio alla Sapienza Università di Roma il 9 luglio 2020. Nella stesura del contributo ho potuto tenere conto delle indicazioni derivanti dal prezioso confronto con Matteo Gatti e Danilo Semeghini, che ringrazio. Eventuali affermazioni criticabili od omissioni sono imputabili esclusivamente a me.

**Parole chiave:** investitori istituzionali; ESG; mercato vs. regole

*The essay starts from the premise that the great importance acquired by institutional investors in the shareholding structure of listed companies (although with different characteristics and objectives among them), despite the important contribution given by them to the development of the large shareholding company, has put in crisis the institution of the listed company, as traditionally known. This is because funds tend to be less interested than other stakeholders, such as, for example, employees and suppliers, in the performance of the individual companies in which they have invested.*

*The dissatisfaction with the results to which the current model of the listed company leads is confirmed by the approach taken both by managers (see the statement of the BRT) and by funds (see the position of the CEO of BlackRock) concerning the role that the large shareholding company must play in relation to ESG issues. This approach signals the current inability of listed companies to respond adequately to the problems posed by these issues.*

*In the essay, it is argued that the solution to the problem reported above and, more generally, to the crisis of the current listed company cannot consist in attributing the management of ESG profiles to managers (possibly with the use of nominee directors) or to institutional investors. On the contrary, it is proposed to strengthen the competences of directors, but placing strict constraints on their work. This can be done by assigning to their action (i) clearly and unequivocally determined goals placed in a precise hierarchical order and (ii) specific limits set by mandatory rules, to protect stakeholders other than shareholders.*

**Keywords:** institutional investors; ESG; market vs. regulation

---

#### SOMMARIO:

1. Gli investitori istituzionali sono la soluzione o (una parte de) il problema delle società quotate? – 2. Alcune recenti proposte di reazione ai problemi della s.p.a. quotata: critica. – 3. Un'ipotesi in controtendenza.

### *1. Gli investitori istituzionali sono la soluzione o (una parte de) il problema delle società quotate?*

Come noto, nei Paesi connotati da un capitalismo maturo (negli U.S.A., soprattutto, ma in misura sempre maggiore, anche se non uniforme, pure in Europa) la componente più importante sul piano quantitativo e qualitativo dell'azionariato delle società quotate è rappresentata da investitori istituzionali<sup>1</sup> (al di là della eterogeneità che essi presentano).

---

<sup>1</sup> In proposito si vedano, ad es. R.J. GILSON, J.N. GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, 113 *Columbia Law Review*, 2013, 863 ss.; L.A. BEBCHUK, S. HIRST, *Index Funds and the Future of Corporate*

La circostanza che il denaro degli investitori *retail* giunge alle grandi imprese non direttamente, ma per il tramite della intermediazione degli investitori istituzionali consente che la scelta e la gestione dell'investimento siano affidate a soggetti che, rispetto a coloro dai quali provengono i capitali da investire, garantiscono (in linea di massima) una maggiore sofisticazione e dovrebbero avere (date le ingenti – talora enormi – quantità di investimenti gestiti) un maggior incentivo ad affrontare i costi da sostenere per assumere in modo informato e ponderato le decisioni sulle scelte degli investimenti e sulla loro gestione.

A questo si aggiunge che, recentemente, gli investitori istituzionali – per il tramite dell'autorevole voce del *CEO* di BlackRock<sup>2</sup> – hanno manifestato la volontà di affermare il loro ruolo anche in relazione alla cura delle tematiche *Environmental, Social, Governance (ESG)*, centrali nell'attuale dibattito sullo scopo delle grandi imprese azionarie, trovando supporto in letteratura, nella quale si è ad esempio sostenuto che «l'unico strumento per condizionare la gestione verso obiettivi di responsabilità sociale sia costituito dal ruolo degli investitori istituzionali»<sup>3</sup>.

L'evoluzione della composizione della struttura proprietaria delle s.p.a. quotate si è svolta in concomitanza con la modificazione (in realtà, l'inversione) del rapporto tra diritto dell'impresa e diritto del mercato. Il diritto del mercato è nato con la finalità di fornire incentivi agli investitori (anzitutto, a coloro che investono in capitale di rischio) ad accedere ai mercati finanziari, così da consentire alle imprese di procurarsi capitali più agevolmente e a un costo inferiore.

In questa prospettiva la protezione fornita agli investitori dal diritto del mercato aveva la finalità ultima di facilitare la raccolta di capitali in funzione della crescita delle imprese. Da tempo l'informazione diretta a tutelare gli investitori pare invece avere perso la sua strumentalità alla facilitazione della raccolta di capitali da parte delle imprese, essendo divenuta funzionale al conseguimento di obiettivi di diritto del mercato, quali l'efficienza dei mercati finanziari.

---

*Governance: Theory, Evidence, and Policy*, 119 *Columbia Law Review*, 2019, 2029 ss.; J. D. MORLEY, *Too Big to Be Activist*, 92 *Southern California Law Review*, 2019, 1407 ss.; G. STRAMPELLI, *Are Passive Index Funds Active Owners? Corporate Governance Consequences of Passive Investing*, 55 *San Diego Law Review*, 2018, 803 ss.

<sup>2</sup> Cfr. L. FINK, *A Fundamental Reshaping of Finance*, 2020, reperibile in internet al seguente indirizzo: <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter>.

<sup>3</sup> Così V. CALANDRA BUONAURA, 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, 606; nello stesso senso si veda, ad es. anche M. MAUGERI, *ivi*, 611 s. Per un atteggiamento più cauto cfr. G. STRAMPELLI, *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell'ultima lettera annuale di BlackRock*, in *Riv. soc.*, 2020, 51 ss.

In caso di conflitto fra interessi endosocietari e l'interesse all'informazione del mercato la legge cerca una mediazione, ma, ove essa non sia possibile, privilegia l'informazione al mercato. A questo proposito è significativo che l'art. 17, quarto comma, del Regolamento UE 596/2014 del 16 aprile 2014 (MAR) consente il ritardo nella comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate per evitare un probabile pregiudizio di legittimi interessi dell'emittente, ma l'ammissibilità del ritardo è subordinata (tra l'altro) alla circostanza che esso probabilmente non abbia l'effetto di forviare il pubblico degli investitori, confermando così la prevalenza dell'interesse all'informazione del mercato sui legittimi interessi dell'emittente<sup>4</sup>.

Un'ulteriore manifestazione del fenomeno in discorso è che, sotto l'influenza della letteratura economica e giuridica statunitense, ormai anche in Europa da qualche decennio la massimizzazione del valore del patrimonio sociale è stata sostituita – come obiettivo dell'azione dell'impresa azionaria (per essa, dei suoi amministratori) – dalla massimizzazione del valore aggregato delle azioni<sup>5</sup>.

Sarebbe interessante verificare se siano state le soluzioni normative e interpretative adottate in sintonia con l'orientamento divenuto egemone nella cultura economica e giuridica ad aver determinato l'effetto della proliferazione di investitori con una prospettiva finanziaria e non industriale, con l'inversione nel rapporto fra capitale finanziario e impresa, o se l'approccio prevalso sul piano culturale costituisca solamente la razionalizzazione dell'evoluzione che si è realizzata nei mercati finanziari.

Venendo a quanto più rileva in questa sede, i rischi collegati alla presenza nell'azionariato di investitori con un'ottica finanziaria e non industriale sono stati segnalati con forte anticipo (già nel 1986) da Guido Rossi, il quale si è spinto a proporre *de iure condendo* di togliere il voto ai fondi di investimento<sup>6</sup>. Questa

---

<sup>4</sup> La prevalenza dell'interesse all'informazione del mercato sugli interessi endosocietari, del resto, in Italia ha trovato riconoscimento già con le modifiche apportate alla l. 7 giugno 1974, n. 216 dalla l. 4 giugno 1985, n. 281. In proposito mi permetto di richiamare R. SACCHI, *La nota integrativa nel d. lgs. 127/1991*, in *Giur. comm.*, 1992, I, 77 s., ove anche la segnalazione dell'indicazione in senso opposto offerta invece dall'art. 39, quarto comma, d. lgs. 9 aprile 1991, n. 127.

<sup>5</sup> Cfr., ad. es. D. PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nella società per azioni*, nel *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. COLOMBO, G.B. PORTALE, vol. 3, tomo 2, Torino, Utet, 1993, 24 ss.

<sup>6</sup> Cfr. G. ROSSI, *Niente voto ai fondi*, intervista a cura di G. TURANI, ne *La Repubblica – Supplemento Affari Finanza*, 7 novembre 1986, 7. In senso critico sulla prospettiva in discorso v. invece, ad es., R. WEIGMANN, *I fondi mobiliari come azionisti*, in *Riv. soc.*, 1987, 1096 ss.

posizione – oltre a scontare, probabilmente, una certa propensione per la provocazione dell'autorevole Giurista ora menzionato – è in parte legata a considerazioni legate all'epoca in cui la tesi è stata prospettata, quali quelle sul rapporto tra imprese industriali e sistema bancario.

La proposta è però stata motivata da Guido Rossi anche con rilievi che risultano ancora attuali. Mi riferisco alla segnalazione del rischio che la presenza dei fondi di investimento nell'azionariato determini una pressione verso scelte di gestione orientate al breve termine. Agli inconvenienti legati allo *short-termism* è stato, del resto, da taluno attribuito un ruolo nella attivazione del meccanismo che ha condotto al *default* di Enron all'inizio di questo millennio<sup>7</sup>.

Si potrebbe replicare che teoricamente, in un mercato perfettamente funzionante, nel quale vi è una completa informazione e le decisioni di investimento/disinvestimento, nonché quelle concernenti la gestione dell'investimento, sono assunte esclusivamente su basi razionali, la distinzione fra logica industriale e logica finanziaria e quella fra breve e lungo termine dovrebbero scolorire, in quanto le prospettive del progetto industriale dovrebbero concorrere alla formazione del valore di mercato, per cui anche chi investe in una prospettiva esclusivamente finanziaria e di breve termine dovrebbe essere orientato a privilegiare emittenti con progetti industriali promettenti nel lungo termine. L'esperienza, però, indica che fra questo quadro e la concreta realtà dei mercati finanziari pare esserci non di rado una significativa distanza<sup>8</sup>.

Al di là delle considerazioni sin qui svolte, tuttavia, i maggiori inconvenienti derivanti dalla partecipazione degli investitori istituzionali alle società quotate attengono alle conseguenze che possono prodursi in sede di esercizio (o di non esercizio) del diritto di voto da parte di questi soggetti<sup>9</sup>.

---

All'epoca anch'io avevo assunto una posizione critica sulla proposta di Guido Rossi (R. SACCHI, *L'intervento e il voto nell'assemblea della s.p.a. – profili procedurali*, nel *Trattato Colombo-Portale*, (nt. 5), vol. 3, tomo 1, 345 ss.).

<sup>7</sup> Il ricorso da parte di Enron alle *special purpose entities* è stato infatti collegato ai suoi deludenti risultati trimestrali del 1997, ad es., da J.R. MACEY, *Efficient Capital Markets, Corporate Disclosure & Enron*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 754 ss., il quale ha rilevato (755) che «this sudden deterioration in performance created pressure on management to engage in transactions that increased revenue and moved debt off of the firm's balance sheet» e, più in generale, ha sottolineato «the acute pressure felt by U.S. management to produce superior performance results».

<sup>8</sup> Cfr. già W.K.S. WANG, *Some Arguments that the Stock Market Is Not Efficient*, 19 *University of California Davis Law Review*, 1986, 341 ss.; L.A. STOUT, *The Mechanisms of Market Inefficiency: An Introduction to the New Finance*, 28 *Journal of Corporation Law*, 2003, 635 ss.

<sup>9</sup> Cfr., di recente, S.J. GRIFFITH, D.S. LUND, *Conflicted Mutual Fund Voting in Corporate Law*, 99 *Boston University Law Review*, 2019, 1151 ss.

Anzitutto occorre tenere presente che, data la normale diversificazione degli investimenti dei fondi (che non siano fondi alternativi), può accadere che il fondo comprenda partecipazioni di differente entità in società concorrenti, per cui «può verificarsi che il gestore abbia partecipazioni di dimensioni diverse in società in conflitto e il suo interesse nell'una sia più forte di quello che egli ha alla valorizzazione dell'altra»<sup>10</sup>.

In questo caso si verifica un conflitto fra le esigenze protette dal diritto dei mercati finanziari e quelle protette dal diritto societario. Il primo impone al gestore del fondo di perseguire la massimizzazione del valore del complesso degli investimenti effettuati dal fondo, il secondo, per evitare che il voto dei soci sia inquinato da conflitti di interessi, nel diritto italiano ha ispirato l'imposizione del limite dell'interesse sociale (qualunque sia il contenuto che si intenda dare a questa nozione) all'esercizio del voto in assemblea.

Pertanto quando il patrimonio del fondo X comprende, tra l'altro, una partecipazione nella società A e una partecipazione, di maggiori dimensioni, nella società B e nell'assemblea di A sia all'o.d.g. una fusione con B, svantaggiosa per quest'ultima e vantaggiosa per A, il gestore del fondo X, per adempiere ai doveri posti a suo carico dal diritto del mercato, dovrebbe votare contro l'approvazione dell'operazione vantaggiosa per la società A, anche se questo, sul piano del diritto societario, conduce (se si applica l'art. 2373 c.c.) all'annullabilità della delibera, ove il voto del fondo sia determinante. In questa situazione appare condivisibile il «dubbio circa l'idoneità dell'art. 2373, comma 1, c.c., alla soluzione di conflitti insorti a cavallo tra diritto societario e diritto della gestione collettiva»<sup>11</sup>.

Astrattamente, per evitare questo risultato, si potrebbe sostenere che, nell'esempio sopra riportato, se il gestore del fondo X privilegia nel voto dell'assemblea della società A l'interesse della concorrente B, questo espone il fondo (non il gestore, che vota perseguendo l'obiettivo, che gli è assegnato dal diritto del mercato, di massimizzare il valore degli investimenti complessivi del fondo) alla c.d. responsabilità deliberativa<sup>12</sup>, il che, in teoria, potrebbe rendere l'eser-

---

<sup>10</sup> Cfr. ad es., R. COSTI, *Risparmio gestito e governo societario*, in *Giur. comm.*, 1998, I, 323. Sulla *cross-ownership* cfr., per tutti, S.J. GRIFFITH, D.S. LUND, (nt. 9), 1172 ss. Per una casistica, con riferimento a operazioni sul controllo nello scorso decennio in cui gli amministratori delle società coinvolte hanno fatto affidamento sui voti di fondi *cross-owners*, cfr. A.M. LIPTON, *Shareholder Divorce Court*, 44 *Journal of Corporation Law*, 2018, 312 ss.

<sup>11</sup> Così A. SANTONI, *Il fondo comune azionista*, tesi di dottorato del XXXII ciclo presentata nel Dottorato di Diritto comparato, privato, processuale civile e dell'impresa dell'Università degli Studi di Milano, 114 (si vedano anche 109 ss.).

<sup>12</sup> Sul punto è d'obbligo il richiamo a F. GUERRERA, *La responsabilità deliberativa nelle*

cizio del voto nel senso sopra detto poco conveniente anche per i titolari delle quote del fondo.

Tuttavia lo scarso tasso di effettività dell'istituto della responsabilità deliberativa del socio rende difficile che il remoto rischio di concreto riconoscimento della stessa abbia un peso superiore al vantaggio economico, che deriva ai titolari del fondo dalla scelta di privilegiare l'interesse della società concorrente B, nella quale il patrimonio del fondo è investito in misura maggiore che nella società A.

Vanno, quindi, confermate le perplessità sull'applicazione della normativa sul conflitto di interessi in assemblea, quando l'azionista sia un investitore istituzionale e l'interesse in conflitto con l'interesse sociale attenga alla massimizzazione del valore degli investimenti complessivi del fondo. Si badi che si sta ipotizzando di disapplicare principi di sistema del diritto societario (quale, nel diritto italiano, l'art. 2373 c.c.) in relazione a una tipologia di soci che negli Stati Uniti costituisce la componente principale della struttura proprietaria delle società quotate e che anche in Europa sta assumendo un'importanza in crescita e, comunque, già ora significativa<sup>13</sup>.

Il distacco dal sistema del diritto societario comune sarebbe ancora più forte se si dovesse ritenere che gli amministratori di s.p.a. designati da investitori istituzionali hanno doveri fiduciari anche nei confronti di questi ultimi, oltre che nei confronti della società di cui sono amministratori<sup>14</sup>. Qualora la questione ora segnalata venga risolta in senso affermativo, infatti, un problema di disapplicazione potrebbe porsi non solo per la disciplina del conflitto di interessi nel voto in assemblea, ma anche per quella, ancor più rilevante, del conflitto di interessi nell'organo amministrativo della s.p.a.

Ma vi è di più. Negli U.S.A., accanto ai c.d. fondi attivi, sono sempre più

---

*società di capitali*, Torino, Giappichelli, 2004. Nel diritto statunitense, con riferimento agli investitori attivisti, cfr. I. ANABTAWI, L.A. STOUT, *Fiduciary Duties for Activist Shareholders*, 60 *Stanford Law Review*, 2008, 1269 ss.

<sup>13</sup> Per un'analisi delle soluzioni astrattamente percorribili in caso di conflitto tra soci nel diritto statunitense, ma con riferimento a conflitti tra società acquirente e società *target* (e tra quest'ultima e i propri amministratori e *managers*), cfr. M. GATTI, *It's My Stock and I'll Vote If I Want to: Conflicted Voting by Shareholders in (Hostile) M&A Deals*, 47 *University of Memphis Law Review*, 2016, 182 ss. Sconsigliano di non applicare rimedi ai voti interessati da parte dei fondi anche S.J. GRIFFITH, D.S. LUND, (nt. 9), 1168 s.

<sup>14</sup> Per un quadro aggiornato dei doveri degli amministratori espressi da investitori istituzionali si veda P. FAZZINI, *Doveri fiduciari degli amministratori designati dai fondi attivisti e conflitto di interessi: alcune considerazioni in una prospettiva transatlantica*, in *RDS*, 2020, 218 ss., commentando la decisione della *Court of Chancery* del Delaware in data 18 luglio-16 ottobre 2018.

diffusi<sup>15</sup> fondi (*index funds*) che replicano nel loro investimento la composizione di indici azionari ai quali fanno riferimento<sup>16</sup> e che, quindi, sono interessati all'andamento dell'indice nel suo complesso e non a quello della singola società<sup>17</sup>.

Questo costituisce un disincentivo rispetto alla sopportazione dei costi necessari per un significativo monitoraggio dell'operato degli amministratori<sup>18</sup>. L'importanza assunta dal tema è tale che la tesi favorevole alla possibilità di una *disclosure* selettiva da parte degli amministratori delle società quotate nei confronti di alcune tipologie di azionisti può essere motivata, in relazione agli amministratori espressi da investitori istituzionali, appunto con l'esigenza di ridurre i costi connessi all'acquisizione delle informazioni necessarie per un adeguato monitoraggio sugli amministratori da parte dei fondi (quanto meno dei fondi attivisti)<sup>19</sup>.

Il profilo ora richiamato assume un livello di gravità maggiore di quella che caratterizza l'ipotesi considerata *supra*. Nel primo caso (voto sui temi rispetto ai quali è in conflitto con l'interesse sociale quello di una società concorrente, nella quale l'investimento di un fondo è di dimensioni più elevate) vi è un problema di conflitto di interessi. Nel secondo caso, invece, il problema è l'assenza di interesse di soci, che rivestono un ruolo centrale nella struttura proprietaria delle società quotate, a sostenere i costi richiesti da un informato e ponderato esercizio dei diritti sociali.

Le considerazioni qui sinteticamente svolte inducono a chiedersi se gli investitori istituzionali – anziché rappresentare la soluzione degli attuali problemi della grande impresa azionaria, come ritenuto dall'opinione prevalente nella cultura economica giuridica – hanno oggettivamente fornito un significativo contributo causale alla determinazione di questi problemi.

In proposito Guido Rossi ha dedicato un saggio alla «metamorfosi della società

---

<sup>15</sup> Cfr., ad es., L.A. BEBCHUK, S. HIRST, *The Specter of the Giant Three*, 99 *Boston University L. Rev.*, 2019, spec. 727 s.; nonché G. STRAMPELLI, *Are Passive Index Funds Active Owners?*, (nt. 1), 809 ss., ove si forniscono anche alcuni dati sulla diffusione degli *index funds* in Europa.

<sup>16</sup> Il che pone, tra l'altro, il problema di regolare l'attività dei soggetti che decidono la composizione di questi indici.

<sup>17</sup> In relazione alla "passività" generalmente attribuita a questa categoria di investitori istituzionali cfr. A. Z. ROBERTSON, *Passive in Name Only: Delegated Management and "Index" Investing*, 36 *Yale Journal on Regulation*, 2019, 795 ss.

<sup>18</sup> In generale, quanto all'esistenza per i gestori di *index funds* di incentivi a investire in misura insufficiente o non ottimale in attività di *stewardship*, cfr., per tutti, L.A. BEBCHUK, S. HIRST, *Index Funds*, (nt. 1), 2029 ss.

<sup>19</sup> In proposito si vedano le interessanti considerazioni di P. FAZZINI, *Le comunicazioni selettive agli azionisti nelle società quotate: profili societari e di Corporate Governance*, tesi di dottorato del XXXIII ciclo presentata nel Dottorato di Diritto comparato, privato, processuale civile e dell'impresa dell'Università degli Studi di Milano, in particolare 166 ss.

per azioni», rilevando che «è ora evidente che l'istituto della società per azioni ha perso ogni identità istituzionale», per cui «la mia conclusione è che la tradizionale società per azioni sta bruciando, come nel mito la Fenice, nel fuoco alimentato dagli arbusti di tutti i suoi istituti: dall'interesse sociale, alla responsabilità limitata, che dovrebbe essere esclusa per chi ha esercitato il potere e il controllo sull'impresa sociale e si è arricchito personalmente a danno di investitori e creditori e di altri *stakeholders*. E poi ancora hanno preso fuoco l'identità dei suoi attori, azionisti, managers, *stakeholders*, nonché le norme e le cosiddette regole di *corporate governance*, che finora hanno cercato di tenerla in vita»<sup>20</sup>.

Con quanto detto non intendo in alcun modo sottovalutare il ruolo fondamentale svolto – in termini di dimensioni del capitale (anzitutto) di rischio raccolto – dagli investitori istituzionali per il raggiungimento dello sviluppo economico antecedente alla pandemia. Né possiedo i mezzi e le competenze per indagare se vi fossero forme di sviluppo alternative<sup>21</sup> (del resto, alla luce del modello di sviluppo dell'economia capitalistica che si è concretamente realizzato, la questione probabilmente non riveste nemmeno un grande interesse).

Tuttavia, di fronte alla constatazione che la componente dell'azionariato delle imprese quotate preminente sul piano quantitativo e qualitativo (già oggi negli Stati Uniti, in prospettiva anche negli altri più importanti Paesi capitalistici) – oltre a porre in crisi l'applicazione di norme cardine del diritto societario italiano, come quella sul conflitto di interessi (quanto meno) in assemblea – è tendenzialmente caratterizzata dal sostanziale disinteresse per l'andamento delle singole società per cui ha investito (o, come minimo, nutre al riguardo un interesse nettamente inferiore a quello di *stakeholders*, quali ad es. i dipendenti, i fornitori e, spesso, i clienti) appare lecito chiedersi – adattando le parole usate nel 1981, in relazione ai Paesi del blocco comunista, da Enrico Berlinguer, all'epoca segretario del Partito Comunista Italiano, dopo l'adozione della legge marziale in Polonia – se la capacità propulsiva della s.p.a. quotata, come strumento di raccolta del capitale di rischio, sia venuta esaurendosi (sotto il profilo non della capacità di raccogliere capitali di grandi dimensioni, ma dei problemi che questa raccolta implica).

---

<sup>20</sup> Cfr. G. ROSSI, *La metamorfosi della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2012, 1 ss.; il passo riportato nel testo è a pag. 10. Nelle rubriche dei paragrafi 3 e 4 si parla – ed è significativo – rispettivamente di «perdita dell'entità degli azionisti» e della «necessità di revisione di tutti gli istituti del diritto societario».

<sup>21</sup> Ossia se l'obiettivo potesse venire conseguito anche per altra via, mediante la formazione di un maggior numero di imprese singolarmente di dimensioni (significative, ma comunque) inferiori a quelle delle odierne multinazionali e se, in questo secondo caso, sarebbe stata ugualmente indispensabile l'attribuzione agli investitori istituzionali di un ruolo egemone.

## 2. Alcune recenti proposte di reazione ai problemi della s.p.a. quotata: critica.

La crisi del modello della s.p.a. quotata (nonché l'insoddisfazione per i risultati ai quali esso ha condotto) trova, del resto, conferma nei recenti tentativi di modificare l'obiettivo dell'azione della grande impresa azionaria, affiancando a quello tradizionale (la creazione di valore per gli azionisti) la salvaguardia dei temi *ESG*.

Non è un caso che in questo senso si siano espressi sia i *CEOs* di importanti imprese statunitensi (il riferimento è ovviamente allo *statement* della *Business Roundtable (BRT)*, sia un'autorevole voce del mondo degli investitori istituzionali, ossia il *CEO* di BlackRock nella lettera precedentemente menzionata. Non credo, tuttavia, che né queste iniziative, né altre proposte avanzate in letteratura per tutelare gli *stakeholders* diversi dai soci attraverso il ricorso a *nominee directors*<sup>22</sup> forniscano una risposta che consente di affrontare in modo soddisfacente i problemi precedentemente richiamati.

In primo luogo appare lecito un certo scetticismo sul tasso di sincerità della preoccupazione per gli interessi degli *stakeholders* manifestata, da una parte, dai *managers*, dall'altra, nel mondo degli investitori istituzionali.

Sotto il primo profilo è ragionevole il dubbio che lo *statement* della *BRT* sia mosso dall'esigenza dei *managers* di sottrarsi alla pressione di soggetti, quali gli investitori istituzionali, dotati (potenzialmente) della capacità (in presenza di adeguati incentivi) di effettuare un monitoraggio effettivo, a differenza della moltitudine degli investitori *retail* disorganizzati, che in precedenza caratterizzava l'azionariato delle imprese quotate<sup>23</sup>. Anche rispetto alla posizione assunta dal *CEO* di BlackRock non è ingiustificato chiedersi se il riferimento agli

---

<sup>22</sup> Cfr. in proposito F. DENOZZA, *Il conflitto di interessi tra soci e altri stakeholders*, in AA.VV., *Conflitto di interessi e interessi in conflitto in una prospettiva interdisciplinare*, a cura di R. SACCHI, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020, 457 ss.

<sup>23</sup> Dubbi sulle reali ragioni che hanno ispirato lo *statement* della *BRT* sono stati manifestati, ad esempio, sia da vari fra gli Autori che sono intervenuti alla già citata tavola rotonda sul tema, i cui lavori sono pubblicati in questa *Rivista*, 2019, 589 ss., sia da P. MARCHETTI, *Dalla Business Roundtable ai lavori della British Academy*, in *Riv. soc.*, 2019, 1303 ss., il quale ha fatto riferimento anche all'esigenza di prevenire interventi legislativi prospettati da alcuni candidati nel corso della campagna elettorale per le ultime elezioni presidenziali statunitensi e, comunque, di prevenire attacchi "populistici" all'impresa. In critica alla *Business Roundtable*, cfr. L.A. BEBCHUK, R. TALLARITA, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, reperibile in internet al seguente indirizzo: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3544978](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3544978), 46 ss.

*stakeholders* sia compiuto strumentalmente in funzione della dialettica con i *managers*.

Di fronte all'improvvisa propensione per le tematiche *ESG* manifestata sia dai *CEOs*, sia dagli investitori istituzionali è condivisibile il rilievo secondo cui «nella misura in cui le dichiarazioni di entrambe le categorie concordano nell'esaltare il lungo periodo, la domanda spontanea è: se siete davvero d'accordo voi, chi mai vi impedisce di passare dalle parole ai fatti?»<sup>24</sup>.

A parte questo – e considerando in primo luogo lo *statement* della *BRT* – con esso viene sostanzialmente riproposta l'impostazione adottata dalla *Team Production Theory*<sup>25</sup>, che riserva ai *managers* il compito di comporre il conflitto di interessi fra i soci e le varie categorie di *stakeholders*<sup>26</sup>, decidendo come va ripartito fra di loro il surplus prodotto dall'impresa.

Questo presenta un duplice – e opposto – inconveniente:

(i) da una parte, quello della sostanziale irresponsabilità degli amministratori, poiché non è chiaro in che modo – e adottando quali criteri, in assenza di una gerarchia di interessi fissata dall'ordinamento – le Corti possano sindacare *a posteriori* le scelte compiute dagli amministratori quando provvedono alla mediazione fra gli interessi degli azionisti e quelli dei vari *stakeholders*<sup>27</sup>; in questo senso è sintomatico che ai *constituency statutes* statunitensi<sup>28</sup> sia stata comunemente attribuita una funzione anti-*takeover*;

(ii) dall'altra, in alternativa – in particolare in un contesto come quello italiano, ove in concreto il richiamo della giurisprudenza alla *Business Judgement Rule* risulta spesso meramente formale e lascia impregiudicate le sue ambiguità

---

<sup>24</sup> Cfr. F. DENOZZA, *Il conflitto*, (nt. 22), 479.

<sup>25</sup> Per la cui illustrazione si vedano in particolare M.M. BLAIR, L.A. STOUT, *A Team Production Theory of Corporate Law*, 85 *Virginia Law Review*, 1999, 247 ss.

<sup>26</sup> Per vero il conflitto può anche porsi fra interessi differenti, tutti riconducibili a *stakeholders* che rientrino nella stessa categoria. Ad esempio, se un'impresa non ha mezzi finanziari sufficienti per assicurare un'ottimale sicurezza sul lavoro e accordare aumenti dei compensi, sorge un conflitto fra due interessi, che, ambedue, fanno capo ai dipendenti.

<sup>27</sup> Si vedano, ad esempio, F. DENOZZA, A. STABILINI, *CSR and Corporate Law: The Case for Preferring Procedural Rules*, reperibile in internet al seguente indirizzo: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1117576](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1117576), in particolare § 5. Per la critica basata sui cc.dd. *too many masters* e la relativa difficoltà applicativa per i giudici, cfr. S.M. BAINBRIDGE, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, 97 *Northwestern University Law Review*, 2003, 547 ss.

<sup>28</sup> Per il cui livello di diffusione si vedano L.A. BEBCHUK, A. COHEN, *Firms' Decisions Where to Incorporate*, 46 *Journal of Law and Economics*, 2003, 407 (si veda la *table* 9).

applicative, già presenti nella giurisprudenza statunitense<sup>29</sup> il rischio che l'assenza di una gerarchia di interessi determinata in via eteronoma non precluda (in fatto) ai giudici di sindacare le scelte degli amministratori nella mediazione fra gli interessi degli azionisti e quelli degli altri *stakeholders*, il che potrebbe condurre al «rischio di assegnare alla discrezionalità di un giudice la decisione sulla composizione dei diversi interessi, con la conseguenza di uno strapotere giudiziario nella soluzione dei conflitti tra società e *stakeholder*»<sup>30</sup>.

Venendo alla posizione che assegna agli investitori istituzionali il compito di curare i profili *ESG*<sup>31</sup>, chi la intende sostenere deve farsi carico di problemi di azione collettiva evidenziati da chi ha sottolineato «l'atteggiamento schizofrenico [n.d.r. dei fondi] nei confronti del fenomeno *dual-class stock*, la cui presenza è ampiamente osteggiata in via ufficiale, senza che ciò impedisca però la diffusa sottoscrizione e, per conseguenza, il diffuso sostegno dei corsi, delle azioni delle società che hanno fatto ricorso al deprecato istituto»<sup>32</sup>.

A prescindere da ciò, è vero che i diversi investitori istituzionali (al di là delle differenze legate alle loro concrete caratteristiche) sono in ogni modo sensibili al rischio sistemico di mercato, legato all'impatto ambientale e/o sociale dell'azione dell'impresa<sup>33</sup>.

Tuttavia, se fosse realistico pensare che gli investitori istituzionali (intesi nel loro complesso) vogliano e possano effettivamente e concretamente controllare il rischio sistemico di mercato, allora, per realizzare questo ruolo, essi dovrebbero trovare un compromesso tra gli interessi in conflitto delle varie categorie

---

<sup>29</sup> Cfr., ad es., D. SEMEGHINI, *Il dibattito statunitense sulla business judgment rule: spunti per una rivisitazione del tema*, in *RDS*, 2013, 230 s.

<sup>30</sup> Così M. LIBERTINI, in *Lo statement*, (nt. 3), 602. Nel senso che nel caso (opposto) di atteggiamento deferente da parte dei giudici, gli amministratori, grazie alla *Business Judgment Rule*, potrebbero paradossalmente continuare a tutelare indisturbati gli interessi dei soli soci, cfr. M. GATTI, C. ONDERSMA, *Can A Broader Corporate Purpose Redress Inequality? The Stakeholder Approach Chimera*, 46 *Journal of Corporation Law*, 2020, 21 ss.

<sup>31</sup> Che trova eco anche nella Direttiva (UE) 2017/828 del 17 maggio 2017 (*SHRD II*), la quale promuove l'impegno a lungo termine degli azionisti, anche con riguardo alle materie *ESG*.

<sup>32</sup> Cfr. F. DENOZZA, *Il conflitto*, (nt. 22), 481.

<sup>33</sup> Si vedano sul punto M. CONDON, *Externalities and the Common Owner*, 95 *Washington Law Review*, 2020, 1 ss., nel senso che l'attivismo ambientale di alcuni investitori istituzionali si giustifica come tutela del portfolio di investimento del fondo nel suo complesso e non della singola società, e J.C. COFFEE, JR., *The Future of Disclosure: ESG, Common Ownership, and Systematic Risk*, reperibile in internet al seguente indirizzo: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3678197](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3678197), secondo cui la richiesta di *disclosure* su tematiche *ESG* è una strategia di minimizzazione del rischio sistemico.

di *stakeholders*, con una sostanziale insindacabilità (o, al contrario, con un arbitrario scrutinio giudiziale) delle loro decisioni in mancanza di una gerarchia stabilita dalla legge, per cui si riprodurrebbe il problema già segnalato con riguardo ai *managers*.

In alternativa (e questo appare essere lo scenario più realistico) è ragionevolmente prevedibile che gli investitori istituzionali – ove siano in grado di superare i problemi di azione collettiva precedentemente richiamati e siano realmente disponibili (nel loro complesso) a farsi carico del compito di contenere il rischio sistemico di mercato – si preoccuperanno, nella migliore delle ipotesi, che l’impatto dell’azione delle imprese sia compatibile con il livello minimo di sostenibilità necessario per impedire catastrofi sociali e/o ambientali di entità tali da determinare un crollo (durevole) dei mercati finanziari, mentre tutto ciò che si pone al di sopra di questo livello minimo dovrebbe risultare del tutto indifferente per loro (tranne nei casi, allo stato limitati, nei quali il fondo si rivolga in modo dichiarato a investitori socialmente responsabili), non determinando un rischio sistemico di mercato; è appena il caso di rilevare che l’obiettivo di evitare emergenze di carattere estremo (pur non essendo certamente irrilevante) è un po’ poco per chi si preoccupi della salvaguardia dei vari *stakeholders*.

Venendo infine all’ipotesi di introdurre nel consiglio di amministrazione delle imprese quotate *nominee directors*, se si ritiene che gli amministratori designati da categorie di *stakeholders* hanno gli stessi doveri degli altri amministratori e sono dunque tenuti a perseguire l’interesse sociale (al di là del contenuto che si ritenga di dare allo stesso) anche essi, come tutti gli amministratori, (nella prospettiva qui provvisoriamente accolta in via dialettica) sul piano giuridico formale<sup>34</sup> dovrebbero farsi carico di contemperare gli interessi dei soci e quelli dei diversi altri *stakeholders*, per cui si ripropongono gli inconvenienti segnalati con riferimento alla *Team Production Theory* e all’ipotesi di attribuire il compito in discorso, invece che ai *managers*, agli investitori istituzionali.

Soltanto se venisse invece imposto agli amministratori espressi da una categoria di *stakeholders* il vincolo di realizzare gli interessi degli *stakeholders* di quella categoria<sup>35</sup> vi sarebbero gerarchie di interessi, benché differenti per i vari

---

<sup>34</sup> Al di là della maggiore sensibilità che in fatto presumibilmente avranno in relazione agli interessi della categoria di *stakeholders* che li ha designati.

<sup>35</sup> Questa sembra essere la posizione di F. DENOZZA, *Il conflitto*, (nt. 22), 484, il quale auspica una «trasformazione della funzione degli organi di gestione delle società, non più concepiti come riunione di soggetti tutti ugualmente votati ad un’univoca causa comune, vagamente predefinita dall’esterno (l’interesse sociale, lo *shareholder value*, il successo dell’impresa in sé, ecc.) e praticamente concretizzata dai più forti (i rappresentanti dei soci di maggioranza), ma concepiti come luoghi in cui i diversi interessi rilevanti possono essere *presentati* (prima ancora che

amministratori (secondo che siano stati espressi dai soci o da categorie di altri *stakeholders*), che potrebbero fornire alle corti parametri da utilizzare per valutare l'operato degli amministratori, i quali sarebbero allora tenuti a perseguire specifici obiettivi, diversi per i vari amministratori: quelli nominati dai soci dovrebbero preoccuparsi di massimizzare la creazione di valore per gli azionisti, quelli espressi da categorie di altri *stakeholders* dovrebbero proteggere l'interesse degli *stakeholders* appartenenti alla categoria che li ha designati.

Questo, però, in prima impressione rischierebbe di aumentare i fattori di incertezza e di confusione sui criteri che i giudici devono utilizzare quando sono chiamati a valutare il comportamento degli amministratori. Soprattutto, ciò che più rileva è che il ricorso ai *nominee directors*, come le altre ipotesi in precedenza considerate, al di là delle perplessità sul reale tasso di sincerità dello *statement* della *BRT* e della lettera del *CEO* di BlackRock, se costituiscono un significativo indice della diffusa insoddisfazione per il ruolo oggi svolto dalla grande impresa azionaria<sup>36</sup>, non toccano quella che, per quanto detto nel paragrafo 1, attualmente costituisce, a mio parere, la questione centrale della società quotata, collegata al fatto che la principale componente (già ora o in prospettiva, secondo i Paesi ai quali ci si riferisca) della struttura proprietaria delle imprese quotate (gli investitori istituzionali) presentano caratteristiche che (i) rendono problematica la applicazione di segmenti fondamentali del diritto societario (la disciplina del conflitto di interessi in assemblea, ma forse anche nel c.d.a.) quando l'interesse in conflitto con l'interesse sociale riguarda il vantaggio di una società concorrente nella quale il patrimonio del fondo sia investito in misura maggiore, (ii) determinano, per importanti tipologie di investitori istituzionali, il sostanziale disinteresse per l'andamento delle singole società partecipate.

### 3. Un'ipotesi in controtendenza.

Di fronte a questo quadro non appare fuori luogo porsi l'interrogativo se il modo per conservare un significato all'utilizzazione del codice organizzativo

---

*rappresentati*) in modo che chi alla fine dovrà decidere lo faccia tenendo conto di quelli che gli interessati pensano essere i loro interessi e non solo di quello che lui pensa essere conveniente per la tutela degli interessi su cui l'attività dell'impresa incide».

<sup>36</sup> Infatti, anche ove le prese di posizione della *BRT* e di Fink siano, come non improbabile, in realtà motivate da ragioni opportunistiche, non appare casuale che essi abbiano utilizzato il riferimento agli *stakeholders*, né appare casuale il recente proliferare di tentativi di valorizzare i profili *ESG* a livello legislativo – cfr., ad es., la legge francese n. 2019-486 del 22 maggio 2019, che ha modificato gli artt. 1833 e 1835 del *code civil* (*loi PACTE*) – e di *soft law*, oltre che in letteratura.

azionario da parte della grande impresa debba essere un altro. A questo proposito si può muovere dalla constatazione che fra i soci di un'impresa quotata e coloro che possiedono quote di un fondo di investimento non appare sussistere una significativa diversità sul piano della logica (finanziaria) dell'investimento.

Naturalmente, non nascondo le differenze sul piano giuridico formale fra s.p.a. e fondi, a maggior ragione se si esclude che l'attività di gestione dei fondi di investimento sia attività di impresa<sup>37</sup>. Né trascurare la circostanza che, se una componente significativa dell'azionariato delle società quotate è costituita da investitori istituzionali, nei fondi i titolari delle quote sono spesso (ma non sempre) investitori *retail*.

Resta però il fatto che la prospettiva finanziaria connota non solo investimenti in quote di fondi, ma anche, in ampia misura, l'investimento in azioni di imprese quotate. Muovendo da questa premessa ci si potrebbe domandare se l'analogia ora richiamata giustifichi una riduzione dei diritti di *voice* degli azionisti nelle imprese quotate, tenendo presente la compressione dei diritti di *voice* degli investitori nei fondi.

Non sto riproponendo la provocazione compiuta di Guido Rossi negli anni ottanta del secolo scorso, ossia il divieto di voto per le azioni detenute da fondi. Ritengo invece che – in una situazione nella quale la più significativa componente della struttura proprietaria delle società quotate (gli investitori istituzionali) presenta rilevanti problemi di conflitto di interessi/carenza di interessi a supportare i costi per un esercizio informato e ponderato dei diritti sociali – si debba prendere in seria considerazione una contrazione delle competenze decisionali dei soci, allargando, in corrispondenza, la sfera di attribuzioni degli amministratori.

A questo riguardo va ricordato che, ad esempio, negli Stati Uniti è normale fissare a cifre molto alte il limite massimo delle azioni “autorizzate”, il che consente agli amministratori una forte discrezionalità nella decisione se – e, allora, in che misura – effettivamente emettere nuove azioni<sup>38</sup> (potere che si aggiunge a quello in materia di distribuzione dei dividendi).

A differenza che negli U.S.A., però, l'estensione qui ipotizzata delle competenze degli amministratori non dovrebbe determinare il rischio di sostanziale insindacabilità delle loro decisioni – né quello, contrapposto, di arbitrio giudiziale nel sindacato sulle stesse – (e non si espone quindi alle critiche precedenti)

---

<sup>37</sup> Cfr. G. FERRI JR, *Gestione dell'investimento e responsabilità*, in *ODCC*, 2018, 4 ss. Si veda anche P. SPOLAORE, *La gestione collettiva del risparmio*, in *Il Testo Unico Finanziario*, diretto da M. CERA, G. PRESTI, vol. I, Bologna, Zanichelli, 2020, 575 ss.

<sup>38</sup> Cfr. al riguardo, ad es., M. VENTORUZZO, *Issuing New Shares and Preemptive Rights: A Comparative Analysis*, 12 *Richmond Journal of Global Law & Business*, 2013, 519 s.

se si traduce in una discrezionalità ampia, ma tecnica e non “politica”, ossia se non implica il conferimento agli amministratori del potere di scegliersi gli obiettivi (intesi come scopo-fine) da perseguire e gli interessi da proteggere.

In quest’ottica è necessario che gli amministratori siano vincolati (i) alla realizzazione di finalità determinate in modo netto e univoco, (ii) al rispetto di precisi limiti posti dalla legge alla loro azione, a tutela degli interessi esterni alla società.

Sotto il primo profilo, anche ove si ritenga di attribuire un’elevata protezione agli interessi degli *stakeholders* diversi dai soci, questo risultato va perseguito (con le modalità indicate di seguito e) senza intervenire sui profili funzionali della s.p.a. Lo scopo di lucro va perciò conservato, assegnando agli amministratori l’obiettivo di creare valore per gli azionisti, che sono i *residual claimants* e ai quali fanno carico i maggiori rischi, sul piano economico – in quanto il loro rischio in fatto di non recuperare l’investimento azionario è superiore a quello dei creditori di non rientrare del loro finanziamento, salva l’ipotesi in cui il capitale di rischio sia ormai stato perduto – e sul piano giuridico, dato che i soci non hanno un titolo su cui fondare la pretesa giuridica di recuperare il loro investimento, a differenza di quanto accade ai creditori in relazione al loro finanziamento<sup>39</sup>.

Se si ritiene di consentire alle s.p.a. anche il perseguimento di finalità *benefit* – in modo da permettere l’utilizzazione del codice organizzativo azionario per la loro realizzazione – la legge deve attribuire alle stesse un contenuto specifico e deve fissare una chiara gerarchia fra gli scopi assegnati all’azione della società (quindi, dei suoi amministratori).

Occorre, dunque, evitare l’ambiguità che contraddistingue, ad esempio la normativa italiana sulle società *benefit* (l. 28 dicembre 2015, n. 208). Da essa infatti si traggono indicazioni non univoche (pur nella fragilità, nel caso di specie, dell’argomento testuale, dato lo scarso livello tecnico della disciplina delle società *benefit* contenuta nella l. n. 208/2015) sia in relazione al grado di specificità nella determinazione delle finalità di beneficio comune, sia sul rapporto fra scopo di lucro e finalità *benefit*.

Dal primo punto di vista, se, da un lato, nella parte iniziale del trecentosettantasettesimo comma si prevede che le finalità di beneficio comune sono indicate specificatamente nello statuto, dall’altro, la parte finale del trecentosettantaseiesimo comma stabilisce, con estrema genericità, che le società *benefit* operano «in modo responsabile, sostenibile e trasparente nei confronti di persone,

---

<sup>39</sup> Pur con uno spazio concesso, ad esempio in Italia, alle scelte statutarie nella determinazione del contenuto delle azioni, delle obbligazioni e degli strumenti finanziari partecipativi.

comunità, territori e ambiente, beni ed attività culturali e sociali, enti e associazioni ed altri portatori di interesse»<sup>40</sup>.

Dal secondo punto di vista, il trecentosettantasettesimo comma prevede che gli scopi *benefit* siano indicati nell'oggetto sociale – e dunque li colloca sul piano dello scopo-mezzo, il che dovrebbe indicare una loro subordinazione rispetto al lucro (scopo-fine)<sup>41</sup> – ma il trecentosettantaseiesimo comma menziona insieme lo scopo di lucro e le finalità di beneficio comune, il che farebbe pensare a una loro equi-ordinazione<sup>42</sup>.

Venendo poi ai limiti all'azione degli amministratori posti a protezione di interessi esterni alla società, la tutela delle istanze sociali e ambientali – e degli *stakeholders* interessati ad esse più che alla stabilità patrimoniale dell'impresa – va affidata a norme inderogabili che fissano regole di condotta presidiate da sanzioni pecuniarie<sup>43</sup>, che determinino per la società un rischio il cui valore negativo, ponderato alla luce della probabilità di applicazione delle sanzioni, sia superiore al vantaggio apportato alla società dalla violazione delle regole in discorso.

In questo modo la violazione delle regole stesse da parte degli amministratori diventa economicamente svantaggiosa per i soci e conseguentemente l'osservanza da parte degli amministratori della normativa ambientale e di quella a tutela del lavoro<sup>44</sup> è doverosa anche nella prospettiva della creazione di valore per gli azionisti.

Inoltre – in presenza di norme come l'art. 2395 c.c. italiano – gli *stakeholders* che siano a contatto più stretto con l'impresa e subiscano effetti pregiudizievoli diretti in conseguenza dell'attività di questa (ad esempio, coloro che vivono nella località nella quale viene svolta l'attività produttiva e sono esposti a effetti inquinanti della stessa, conseguenti alla violazione della normativa anti-

---

<sup>40</sup> Per la segnalazione che alcuni statuti hanno individuato finalità *benefit* in modo molto ampio, cfr. M. BIANCHINI, C. SERTOLI, *Una ricerca Assonime sulle società benefit. Dati empirici, prassi statutaria e prospettive*, in *AGE*, 2018, 211.

<sup>41</sup> Resterebbe comunque da capire che succede se sono indicate più finalità *benefit*, fra loro contrastanti.

<sup>42</sup> Per il dibattito sui problemi aperti dalla disciplina in discorso si vedano ad es. C. ANGELICI, *Divagazioni sulla "responsabilità sociale" d'impresa*, in *Riv. soc.*, 2018, 3 ss. e U. TOMBARI, *L'organo amministrativo di S.p.A. tra "interessi dei soci" ed "altri interessi"*, *ivi*, 2018, 20 ss. Per una ricognizione dello stato della dottrina sul punto cfr. S. PRATAVIERA, *Società benefit e responsabilità degli amministratori*, *ivi*, 2018, 919 ss.

<sup>43</sup> A parte sanzioni afflittive a carico degli amministratori, nelle ipotesi di maggiore gravità.

<sup>44</sup> Come, ad esempio, le norme attinenti alla sicurezza sul lavoro e al monitoraggio da parte dell'impresa delle modalità di lavoro utilizzate da fornitori che operano in Paesi – o in ambienti – nei quali vi sono scarse garanzie sotto il profilo del rispetto dei diritti umani.

inquinamento) potrebbero agire per il risarcimento (del danno diretto che essi subiscono)<sup>45</sup> nei confronti degli amministratori e anche nei confronti della società (in Italia, in applicazione estensiva dell'art. 2049 c.c. o sulla base del rapporto organico fra amministratori e società), il che potrebbe costituire un ulteriore incentivo per gli amministratori a non tenere condotte *contra legem*, non solo per evitare iniziative giudiziarie nei propri confronti, ma anche in vista dell'obiettivo di creare valore per gli azionisti.

Quanto alla protezione degli *stakeholders* interessati alla stabilità patrimoniale dell'impresa (quali – a parte le banche, in grado di tutelarsi da sole con la previsione di *covenants* – i dipendenti<sup>46</sup> e i fornitori), essa va affidata all'imposizione agli amministratori del dovere (del resto esistente, quanto meno sul piano interpretativo, in vari ordinamenti) di rispettare (non soltanto nelle società assoggettate a vigilanza di settore, ma anche) nelle società di diritto comune *ratios*<sup>47</sup> che – utilizzando una distinzione di moda – dovrebbero comprendere anche *rules* e non solo *standards*, ossia non limitarsi a *solvency tests* non strettamente correlati a dati contabili, ma collegare vincoli di indisponibilità del patrimonio sociale a criteri connotati da un sufficiente grado di precisione e includere anche parametri patrimoniali, accanto a parametri reddituali e finanziari.

A questo riguardo va ricordato che in Italia l'art. 13 c.c.i.i., introdotto con il d. lgs. 12 gennaio 2019, n. 14 (c.c.i.i.) e modificato con il d. lgs. 26 ottobre 2020, n. 147, considera indicatori di crisi, oltre agli squilibri di carattere reddituale o finanziario, anche quelli di carattere patrimoniale e, fra gli indici della non sostenibilità dei debiti per almeno i sei mesi successivi, prevede non solo quelli che misurano la non sostenibilità degli oneri dell'indebitamento con i flussi di cassa che l'impresa è in grado di generare, ma pure gli indici

---

<sup>45</sup> Mentre per gli *stakeholders* che non abbiano un diretto rapporto con l'impresa, si potrebbe eventualmente pensare – ammesso che ciò sia desiderabile – all'introduzione di una legittimazione diffusa, anche da parte di associazioni di categoria, all'esercizio di azioni risarcitorie.

<sup>46</sup> Peraltro anche interessati alla sicurezza dell'ambiente di lavoro, la quale può implicare costi che potrebbero porsi in attrito con la stabilità patrimoniale dell'impresa.

<sup>47</sup> Si vedano: G.B. PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, nel *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. COLOMBO e da lui stesso, vol. I, tomo 2, Torino, Utet, 2004, 30 e F. D'ALESSANDRO, *La crisi dell'impresa tra diagnosi precoci e accanimenti terapeutici*, in *Giur comm.*, 2001, I, 414 s., i quali ipotizzano l'introduzione di un rapporto proporzionale fra mezzi propri e mezzi di terzi; P. MARCHETTI, *Relazione generale*, in *Dalla riforma Draghi alla riforma delle società non quotate* (atti del Convegno di studi di Alba, 21 novembre 1998), in *Società*, 1999, 786, che si interroga sull'opportunità di fissare parametri di patrimonializzazione obbligatoria correlati al volume di affari, al volume di indebitamento, al tipo di attività.

che rilevano l'inadeguatezza dei mezzi propri rispetto a quelli di terzi<sup>48</sup>.

Ancora più interessante risulta il nuovo testo (già in vigore) dell'art. 2086 c.c. (come modificato dal c.c.i.i.), che prevede il dovere di tutte le imprese in forma societaria o collettiva – in particolare, dei loro amministratori – di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa, anche in funzione della rilevazione tempestiva della crisi dell'impresa e della perdita della continuità aziendale.

Nelle grandi imprese, alla luce del fatto che l'adeguatezza degli assetti è parametrata (fra l'altro) alle dimensioni dell'impresa, questa prescrizione sembra già autorizzare, in via interpretativa, un'anticipazione alla fase *in bonis* del dovere degli amministratori di verificare il rispetto di *ratios* presenti nella *best practice*.

A quanto detto sin qui è possibile opporre che occorre evitare il rischio della funzionalizzazione dell'impresa a interessi "altri", in contrasto con i principi di vertice delle economie di mercato, che trovano riconoscimento costituzionale nei Paesi capitalistici (si vedano, ad es. l'art. 16 della Carta dei diritti fondamentali dell'Unione Europea e l'art. 41 della Costituzione italiana).

Per superare questa obiezione non è sufficiente replicare che le considerazioni precedentemente svolte attengono a limiti dell'azione della grande impresa azionaria e dei suoi amministratori e non alle finalità da perseguire, che resta la creazione di valore per gli azionisti, in coerenza con i principi dell'economia di mercato. Infatti, la distinzione fra fine dell'attività dell'impresa (e dei suoi amministratori) e limiti posti alla stessa, se è chiara a livello teorico, in presenza di un eccesso di limiti rischia di scolorire in concreto e di non essere sufficiente a evitare che l'impresa divenga in fatto funzionalizzata a interessi "altri".

A questo rilievo di carattere giuridico-formale se ne accompagna un altro di carattere sostanziale: un eccesso di vincoli all'attività dell'impresa e dei suoi amministratori può disincentivare l'investimento in capitali di rischio e quindi ridurre le *chances* dell'impresa di raccogliere capitale di rischio sul mercato, pregiudicando così lo strumento che ha consentito il formidabile sviluppo raggiunto (prima della pandemia) dall'economia dei Paesi capitalistici.

Con questo si giunge, mi pare, alla questione di vertice concernente la grande impresa, ossia il contemperamento fra l'esigenza di remunerare adeguatamente

---

<sup>48</sup> Resta da verificare l'eventuale impatto sugli strumenti di allerta della Direttiva UE 2019/1023 del 20 giugno 2019, che va attuata entro il 17 luglio 2021, termine, tra l'altro, anteriore a quello dell'entrata in vigore delle norme del c.c.i.i. concernenti gli strumenti di allerta.

il capitale di rischio e quella di proteggere gli interessi dei vari *stakeholders* sui quali impatta la sua azione. Al riguardo le scelte attengono alla selezione degli interessi collettivi da tutelare e, quando (come nel caso in questione) essi possono trovarsi in conflitto, al tipo di temperamento da realizzare fra gli interessi contrapposti.

Esse, quindi, implicano decisioni di carattere politico, che, nei Paesi di democrazia rappresentativa, vanno affidate a soggetti che fondano – direttamente o indirettamente – la loro legittimazione sul voto espresso dall'elettorato<sup>49</sup> (salva la possibilità del controllo di costituzionalità, quando le decisioni in discorso incidono sui valori costituzionali<sup>50</sup>).

In questa prospettiva si conferma la condivisibilità della soluzione qui ipotizzata: le decisioni sul contenuto del compromesso fra necessità di consentire una adeguata remunerazione del capitale di rischio e tutela dei vari *stakeholders* diversi dai soci non possono essere lasciate ai *managers* o agli investitori istituzionali, ma, in coerenza con quanto appena detto, vanno compiute, mediante norme inderogabili, da soggetti dotati di legittimazione politica (diretta o indiretta)<sup>51</sup>.

Quanto detto chiarisce, confido, che l'attribuzione di decisioni di questo genere ai *managers* o agli investitori istituzionali non è soltanto poco realistica<sup>52</sup>, ma, soprattutto, non è desiderabile. Mi rendo conto che l'ipotesi qui prospettata

---

<sup>49</sup> Naturalmente non ignoro la crisi di credibilità della classe politica nei principali Paesi capitalistici. Il tema non può certo (e probabilmente non deve) essere affrontato in questa sede. Mi limito a rilevare che i problemi posti dalle ricadute sui profili qui esaminati delle disfunzioni dei meccanismi di democrazia rappresentativa non possono essere risolti delegando ai *managers* delle grandi imprese o ai gestori dei fondi le scelte sul bilanciamento da realizzare fra gli interessi in conflitto toccati dall'azione della grande impresa.

<sup>50</sup> È appena il caso di ricordare che se la libertà di impresa è costituzionalmente protetta nei Paesi capitalistici, lo stesso discorso vale per altri valori (salute, lavoro, ecc.) sui quali l'attività dell'impresa può interferire.

<sup>51</sup> Questo, tra l'altro, pone il tema, che qui può essere solo segnalato, se decisioni di questo genere possono essere affidate ad Autorità indipendenti, del cui operato, se esse sono effettivamente indipendenti, nessuno dovrebbe portare una responsabilità politica, né i componenti di queste Autorità, né chi li ha nominati, data l'indipendenza dei primi. Il profilo risulta particolarmente delicato, se si condivide l'impostazione qui ipotizzata, in quanto la rigidità dell'intervento legislativo rischia di lasciare insoddisfatta l'esigenza di flessibilità per consentire l'adattamento all'evoluzione dei rapporti fra le varie categorie di *stakeholders*. Questo può indurre ad affidare una parte consistente dell'intervento in via di eteronomia proposto in questo lavoro a una regolazione con normazione secondaria da parte di agenzie amministrative. Ciò, tuttavia, pone la questione se è desiderabile che le agenzie alle quali affidare questo compito siano o non siano indipendenti, il che rimanda al tema segnalato nella parte iniziale di questa nota.

<sup>52</sup> In questo senso, con riferimento agli investitori istituzionali, G. STRAMPELLI, *Gli investitori istituzionali*, (nt. 3), 68 ss.

implica un'opzione forte a favore dell'eteronomia e, dunque, si pone in contrasto frontale con la tendenza largamente prevalente da decenni nella cultura economica e giuridica non solo statunitense, ma anche europea (e italiana).

Questo ne rappresenta un grave limite, dato che soluzioni, come quella qui ipotizzata, presuppongono una condivisione sul piano transnazionale, poiché altrimenti, alla luce della globalizzazione delle scelte di investimento, la prevedibile conseguenza sarebbe la fuga degli investimenti dai Paesi in cui la soluzione in discorso venisse eventualmente accolta.

Tra l'altro sono consapevole che l'ipotesi qui formulata non costituisce certamente l'unico mezzo per reagire all'incapacità (come categorie e al di là di singoli casi) dei *managers* e degli investitori istituzionali di gestire in modo soddisfacente i problemi posti dalla attività della grande impresa azionaria, come (si ribadisce) confermato dalle (sterili, ma) frequenti invocazioni della necessità di tutelare gli *stakeholders*. Basti pensare, ad esempio, alla disciplina dell'*asset stripping*, dettata dalla Direttiva UE 2011/61 del giorno 8 giugno 2011 (art. 30, rispetto al quale, per vero, la proposta qui ipotizzata sembra porsi in linea di continuità, sotto il profilo della valorizzazione dell'eteronomia).

Quello che, però, più interessa sottolineare in queste sintetiche notazioni è la necessità di una discontinuità rispetto all'impostazione largamente diffusa nello studio dei problemi in discorso, impostazione che si limita alla descrizione (che spesso diviene, più o meno consapevolmente, razionalizzazione) della realtà delle attuali società quotate, con una semplice presa d'atto degli effetti indesiderabili che essa presenta (accanto agli innegabili profili positivi). Proprio l'esperienza del Giurista che qui onoriamo (e per questo, ma non solo per questo, Vincenzo Di Cataldo va ringraziato) testimonia, tuttavia, che il mestiere del giurista (*a fortiori* di chi studia il diritto commerciale) parte dall'osservazione e dalla comprensione della realtà, ma ha come sua componente imprescindibile la tensione verso soluzioni – interpretative, se è possibile, ovvero, se non lo è, in prospettiva *de iure condendo* – dirette a modificare l'esistente, quando esso è caratterizzato da assetti di interessi non desiderabili.

