

# Lezione aperta. L'Università e il diritto commerciale, oggi. L'evoluzione della società per azioni: quali prospettive?

*Public lecture. University and Business Law, today. The joint stock companies: which prospects?*

Paolo Montalenti \*

---

## ABSTRACT:

L'articolo prende spunto dalla lezione conclusiva del Corso di Diritto Commerciale tenuta dall'autore nel Dipartimento di Giurisprudenza dell'Università di Torino. Premesse alcune considerazioni generali sull'Università in un rapido confronto con la storia e gli ultimi sviluppi e sul ruolo, oggi, del Diritto Commerciale, l'a. tratta sinteticamente le prospettive della società per azioni, in particolare della società quotata, nel quadro internazionale ed europeo con riferimento alla gestione *long term oriented*, alla tutela degli interessi degli *stakeholders* e ai fattori ESG (*environmental, social and governance*).

**Parole chiave:** società per azioni; *stakeholderism*; fattori ESG; *corporate governance*

*The article is inspired by the concluding lesson of the Business Law Course held by the author at the Department of Law of the University of Turin. After some general considerations on the University in a quick comparison with the history and the latest developments, and on the role, today, of Business Law, the author briefly deals with the prospects of the joint stock companies, in particular of the listed companies, in the international and European framework, with reference to the long-term oriented management, the protection of the interests of stakeholders and ESG (environmental, social and governance) factors.*

**Keywords:** *joint stock companies; stakeholderism; ESG factors; corporate governance*

---

---

\* Professore ordinario di diritto commerciale f.r., Università degli Studi di Torino; e-mail: [paolo.montalenti@studiomontalenti.it](mailto:paolo.montalenti@studiomontalenti.it).

## SOMMARIO:

I. L'UNIVERSITÀ OGGI. – 1. La lezione “aperta”. Una premessa. – 2. L'Università, oggi. – 3. Il diritto commerciale: spunti di riflessione. – 4. Le “Scuole”. – 5. Orizzonti del Diritto Commerciale. – II. LA SOCIETÀ PER AZIONI. – 1. La società per azioni oggi: cenni preliminari. – III. LA NUOVA SOCIETÀ QUOTATA: QUALI PROSPETTIVE? – 1. Il quadro generale: riflessioni metodologiche. – 2. L'evoluzione del concetto di interesse sociale nell'ordinamento italiano: verso il “neo-istituzionalismo”. – 3. L'ordinamento italiano: dati normativi. – 4. Le dichiarazioni non finanziarie. – 5. Le società *benefit*: un modello autonomo. – 6. Il quadro europeo: la direttiva *Shareholders' Rights II*. – 7. L'attuazione della direttiva SHRD II in Italia. – 8. Spunti comparatistici: USA, Gran Bretagna, Francia. – 9. Il Codice di *Corporate Governance 2020* e gli interessi degli *stakeholder*. – 10. La proposta di direttiva europea sulla responsabilità d'impresa. – 11. Il futuro: i problemi aperti.

## I. L'UNIVERSITÀ OGGI.

### 1. La lezione “aperta”. Una premessa.

Oggi, 26 aprile 2021, si conclude il Corso di Diritto Commerciale da me tenuto in collaborazione con la prof.ssa Tilde Cavaliere nel Dipartimento di Giurisprudenza dell'Università di Torino.

Poiché dal 1° novembre 2021 sono collocato fuori ruolo, ho ritenuto, d'intesa con i colleghi del nostro settore disciplinare, di mantenere la tradizione della cosiddetta “ultima lezione” (del corso fondamentale) come “lezione aperta”, pur augurandomi di continuare ad altro titolo alcuni impegni didattici.

L'emergenza Covid ci costringe alla modalità in *streaming* che non consente un contatto più diretto tra di noi, ma la priorità della tutela della salute non può non trovare primaria considerazione.

Ringrazio Tilde Cavaliere, Stefano Cerrato e tutti i colleghi e collaboratori della nostra materia – scusandomi per non nominarli qui personalmente per ragioni di brevità – per aver voluto divulgare il “*link*” della lezione aperta e ringrazio davvero di cuore colleghi, allievi, dottorandi, laureandi, studenti, professionisti e amici che hanno voluto collegarsi.

La lezione è dedicata a qualche riflessione sul futuro della società per azioni ma ho voluto premettere alcune rapide considerazioni di carattere generale sull'Università.

## 2. L'Università, oggi.

La nostra istituzione – l'Università o l'Accademia, termine a volte impiegato, erroneamente, in senso dispregiativo – è oggi spesso oggetto di polemiche, a mio parere distorte, di valutazioni improprie, di critiche immeritate.

L'immagine che dell'Accademia viene fornita alla società civile è non di rado deviata, non corrispondente alla realtà con il rischio di trasmettere ai giovani una rappresentazione scorretta e potenzialmente pregiudizievole per le loro aspettative, le loro aspirazioni, i loro progetti di studio e di formazione professionale.

L'inappropriatezza del giudizio è anche dovuta a fenomeni recenti di “burocratizzazione” che molti di noi giudicano negativamente.

Penso, ad esempio, ai contrasti sulle istituzioni delle cattedre, acuiti dal sistema, introdotto con la riforma del 2010, di assegnazione dei “punti organico” ai Dipartimenti<sup>1</sup> oppure ai conflitti sull'attribuzione dei crediti alle diverse materie. Ricordo, per contro, l'agile meccanismo del passato della partizione tra materie obbligatorie e materie complementari, integrato con gli “indirizzi”.

Ricorrenti sono poi le stucchevoli diatribe sul rapporto, nell'insegnamento universitario, tra teoria e prassi; sul punto si diceva un tempo (si rileggano Vivante ed Ercole Vidari) che la dottrina non deve ricorrere a “vacui trascendentalismi” ma che senza concetti, metodo e principi si scade nell’“empirismo volgare”. E gli esempi potrebbero continuare.

Non vorrei essere criticato per un eccesso di *laudatio temporis acti*.

Non vi è dubbio che il mondo si evolve: si pensi all'apertura dell'Università, soprattutto dopo il 1968, da “cenacolo per l'élite” a strumento di progresso culturale per ampie categorie di giovani; alla introduzione degli strumenti informatici con l'ampliamento della consultazione di testi normativi, documenti, dottrina e giurisprudenza non solo con riferimento al nostro ordinamento; alle lezioni, convegni, laboratori a distanza, non solo in regime di pandemia; all'aumento degli “scambi”, in particolare di studenti, in un ampio quadro internazionale.

Ma un occhio alla storia è sempre necessario.

L'origine dell'Università risale lontano nel tempo: si pensi all'Editto di Lotario di fondazione dello *Studium generale* a Pavia nell'825 d.C., agli Statuti dell'Università di Bologna del 1200, dell'Università di Camerino del 1336, dell'Università di Torino fondata nel 1404, dove, nel 1506, si laureò in teolo-

---

<sup>1</sup> Segnalo in argomento un ironico scritto di C. MAGRIS, “Dare i numeri”, pubblicato in ID., *Istantanee*, Milano, La Nave di Teseo, 2016, 45 ss.

gia Erasmo da Rotterdam: non è un caso che gli scambi internazionali siano oggi denominati “Progetto Erasmus”.

Tra splendori e tempi bui l’Università ha sempre svolto un ruolo pregnante nella società civile, su alcuni paradigmi costanti.

In primo luogo, i *collegamenti sovranazionali*.

Si pensi ai *clerici vagantes*, gli studenti che nel Basso Medioevo si spostavano in Europa per seguire le lezioni preferite; si pensi, oggi, agli scambi tra Università del globo di studenti e professori.

Come molti di noi io stesso ho avuto l’opportunità di insegnare all’Università di Lione e alla Universidad Complutense di Madrid, di frequentare l’Università di Valencia, la Columbia University e, come *Visiting Scholar*, l’Università di Berkeley.

Ho così avuto l’occasione di conoscere illustri colleghi: Melvin Eisenberg, che mi fece omaggio del *Tentative Draft No. 11* dei *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations*, del 1991, epoca in cui in Italia la materia era ancora agli inizi di una riflessione che progressivamente si è poi estesa sino a diventare formula “apicale” nel dibattito sul diritto societario. Oltre ad amabili incontri con John Coffee ho instaurato rapporti di amicizia con diversi colleghi stranieri, in particolare con Jonathan Macey e con Gaudencio Esteban Velasco, che hanno altresì insegnato nel corso di Diritto Commerciale II da me tenuto nel Dipartimento di Giurisprudenza dell’Università di Torino. Interventi didattici che gli studenti di allora hanno fortemente apprezzato.

Rapporti internazionali coltivati anche attraverso lo *European Corporate Governance Institute* e l’Associazione AIDA-WORLD della cui Sezione Italiana ho l’onore di essere presidente.

In secondo luogo, lo stretto contatto tra *didattica e ricerca*.

Troppo spesso si dimentica che i docenti sono anzitutto studiosi e che tra attività scientifica e didattica vi è una dialettica e un’integrazione costante.

In terzo luogo l’Accademia come *incontro e confronto costante tra studiosi* attraverso i convegni, nazionali e internazionali; le direzioni e le redazioni delle Riviste; i colleghi dei dottorati di ricerca, tutti luoghi permanenti in cui il dibattito scientifico, l’evoluzione di diversi filoni di pensiero, il raffronto tra tesi non di rado oggetto anche di scontri serrati, il dialogo permanente con la giurisprudenza, costruiscono, nel corso del tempo, il diritto vivente. E l’Accademia, nel suo poliedrico e articolato agire, consente agli studiosi di interessere rapporti che si consolidano negli anni, rafforza i rapporti scientifici tra le Scuole, crea legami stretti dei colleghi più maturi con i giovani in corso di formazione e con i giovanissimi che muovono i primi passi.

Non posso qui, per ovvie ragioni di brevità, elencare i rapporti di stima ed anche di vera e propria amicizia consolidatisi, negli anni, con tanti colleghi.

Ma mi piace ricordare, oltre agli innumerevoli convegni, seminari, incontri, oltre alla collaborazione con diverse riviste, la mia ultraventennale partecipazione al Dottorato di Diritto Commerciale presso l'Università Bocconi di Milano che, soprattutto nella configurazione normativa originaria, è stato sede di incontro e di cooperazione tra numerose Università con la presenza di autorevoli studiosi da Piergaetano Marchetti a Gastone Cottino, da Renzo Costi a Massimo Bione, da Franco di Sabato a Roberto Weigmann e altri e che è stato luogo di crescita di numerosi dottori di ricerca di cui non pochi oggi sono accademici affermati.

In quarto luogo il ruolo dell'Università come *fonte di progresso della società civile*, non limitato alla formazione tecnica o professionale nei diversi settori disciplinari, ma esteso alla valorizzazione del confronto delle idee, alla conferma del dubbio quale inizio della conoscenza – come diceva Cartesio – all'individuazione del *discrimen* tra pensiero scientifico e divulgazione. E sottolineo, sul punto, anche l'attività costante che l'Accademia deve svolgere per la correzione dei clamorosi equivoci, errori, distorsioni dei concetti e dei principi delle scienze nella *vulgata* comune. In questa prospettiva il ruolo delle Facoltà (ora Dipartimenti) di Giurisprudenza, sin dalle origini<sup>2</sup>, è stato ed è preminente.

In particolare la necessità di rettificare le “distorsioni” in materia giuridica nel pensiero comune – sui fondamenti dell'assetto costituzionale, sui principi del processo civile e del processo penale, sugli istituti primari del diritto delle imprese, delle società, dei mercati; sul ruolo del giudice, dell'avvocato, del notaio – è sempre attuale<sup>3</sup>.

E, a volte, gli “equivoci” non sono limitati ai non esperti.

### *3. Il diritto commerciale: spunti di riflessione.*

In materia di diritto commerciale, ad esempio, si deve sgombrare il campo da un luogo comune, purtroppo ancora diffuso anche tra i giuristi, e cioè che il diritto commerciale sia il diritto del piccolo commercio, insomma il “diritto dei bottegai” per ricordare l'espressione di un civilista d'*antan*.

---

<sup>2</sup> Segnalo, sul punto, la bella *Introduzione* di C. DOLCINI, al volume *Università e studenti a Bologna nei secoli XIII e XIV*, Torino, Strenna Utet, 1988.

<sup>3</sup> In argomento si veda il prezioso volume di V. DI CATALDO, *A che cosa serve il diritto*, Bologna, il Mulino, 2017, che ho chiosato in P. MONTALENTI, *A che cosa serve il diritto?*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2019, 329 ss. Si veda altresì V. ROPPO, *Diritto (e rovesci) di una storia che riguarda tutti. Il racconto della legge*, Milano, Baldini&Castoldi, 2019.

In realtà il diritto commerciale è, *in primis*, *diritto dell'impresa*, in tutte le sue articolazioni, dalle piccole e medie imprese alle società per azioni quotate, ai gruppi multinazionali; in altri termini è il diritto delle forme del sistema economico non solo nei suoi modelli tradizionali ma anche nelle strutture più avanzate, in continua evoluzione: si pensi alle *start up*, al *crowdfunding*, alle PMI innovative.

È, altresì, *diritto delle società* e *diritto dei mercati finanziari*, con particolare attenzione all'evoluzione costante delle forme organizzative e delle tipologie di finanziamento dell'impresa in chiave transnazionale. E proprio sotto questo profilo è il *diritto più aperto alla comparazione giuridica*, non già come mero raffronto di discipline per segnarne differenze e analogie, bensì come studio della contaminazione reale tra sistemi: si pensi all'armonizzazione attraverso le direttive comunitarie o all'omogeneizzazione spontanea attraverso i codici di autodisciplina.

È, parimenti, *diritto dei contratti*: l'evoluzione più consistente in questo campo è avvenuta proprio nei contratti tra imprese e tra imprese e consumatori. Si pensi ai contratti atipici (*leasing*, *franchising*, *merchandising* e così via), ai contratti bancari, ai contratti assicurativi, alla tutela del consumatore.

Il diritto commerciale è stato ed è anche il volano dell'evoluzione di istituti tradizionali del diritto privato: senza dover citare Ripert e *la commercialisation du droit privé*, si pensi all'evoluzione delle *clausole generali* (principi di corretta amministrazione, ragionevolezza economica, adeguatezza organizzativa, diligenza professionale, *business judgment rule*) che si riflettono sulle clausole tradizionali del diritto civile. E si pensi all'evoluzione in tema di *responsabilità civile*: il danno esistenziale, il danno da perdita di *chances*, il danno d'immagine sono creazioni giurisprudenziali e dottrinali prevalentemente relative a rapporti tra privati e imprese.

E di assoluta evidenza è la *vis* espansiva del diritto commerciale generale nelle discipline specialistiche ascritte al settore di *Diritto dell'economia* (IUS05): si pensi alla sua influenza sul *diritto bancario* e sul *diritto assicurativo* nonché sul *diritto industriale* e sul *diritto dei contratti d'impresa*.

Si deve poi sottolineare la centralità del diritto commerciale nelle sfide epocali della società contemporanea: dall'*intelligenza artificiale* alla *sostenibilità sociale, ambientale* e di *governance* dell'impresa (i c.d. fattori ESG).

E ancora si può ricordare come il diritto commerciale sia *fondamento necessario per lo studio di altri settori disciplinari*: dal diritto amministrativo, con riferimento all'impresa pubblica, al diritto penale, con riferimento al diritto penale commerciale, al diritto tributario.

Infine, per la compenetrazione stretta tra fenomeno regolato, norma giuri-

dica e applicazione giurisprudenziale (si pensi sempre al monito di Cesare Vivante, all'insegnamento di Tullio Ascarelli, al pensiero di illustri Maestri che non posso nominare tutti per ragioni di brevità) il *diritto commerciale è terreno elettivo per la formazione del giurista*, in particolare per la necessaria applicazione dei diversi criteri metodologici di interpretazione del diritto.

#### 4. Le “Scuole”.

Ma vi è un punto su cui intendo, anche per ragioni personali, soffermare particolarmente l'attenzione.

Frequentemente, in interventi giornalistici, in dibattiti televisivi o in conversazioni comuni si sente evocare l'Accademia e in particolare le “Scuole” come luoghi deviati da nepotismo, lobbismo, favoritismo in pregiudizio del merito.

Non metto in dubbio che possano essersi verificati episodi negativi o addirittura illeciti.

Ma rappresentano, a mio parere, episodi isolati.

Le Scuole sono altro: in tutto il mondo sono luoghi di incontro scientifico, di confronto dialettico, di formazione progressiva, in cui uno studioso – il Maestro – o più studiosi – i Maestri – oppure, se si vuole ripudiare un termine antico, studiosi formati, autorevoli e impegnati trasmettono ai più giovani conoscenze, metodo, strumenti di formazione e passione per la scienza.

Come in ogni campo vi sono Scuole di grande spessore e Scuole minori ma di là dalle etichette la cooperazione tra studiosi è il sale dell'Accademia e del progresso scientifico.

Personalmente ho avuto, nella mia vita universitaria, una grande fortuna.

Attratto al liceo dal neopositivismo logico, iscrittomi a Giurisprudenza dove insegnava Filosofia del diritto Noberto Bobbio, sono stato “folgorato” al secondo anno dalle lezioni di Gastone Cottino. Di qui è scattata la scintilla della mia passione per il Diritto Commerciale: il rigore del metodo, attento al ruolo di dottrina e giurisprudenza ma unito al riferimento costante alla storia e alla realtà economico-sociale sottesa agli istituti, ha rappresentato davvero un insegnamento prezioso.

Ho altresì avuto la fortuna di poter partecipare, sotto la sua direzione, sin dal terzo anno di Giurisprudenza, ad una ricerca pluriennale sull'impresa a partecipazione statale in Europa, poi pubblicata in tre volumi dalla casa editrice Einaudi nel 1978<sup>4</sup>.

---

<sup>4</sup>AA.VV., *Ricerca sulle partecipazioni statali*, a cura di G. COTTINO, Torino, Einaudi, 1978.

Ho iniziato a conoscere sin da allora, in quella ricerca, futuri colleghi – tra cui Marcella Sarale e Marco Ricolfi –; futuri autorevoli magistrati – Luciano Panzani e Giorgio Vitari – altri futuri professionisti come i notai Paola Ferrero e Pietro Boero.

E, in quegli anni ho iniziato a frequentare studiosi già autorevoli come Alberto Jorio, Gino Cavalli, Roberto Weigmann, Oreste Cagnasso, Guido Bonfante, già partecipi, in ruoli più avanzati, della Scuola.

Gastone Cottino è il Maestro di tutti noi. Ci ha indirizzati alla ricerca, ci ha orientati nella scelta delle aree di indagine, ha letto i nostri scritti, ha formulato critiche attente, a volte severe, ha seguito i nostri percorsi accademici e anche personali. Ci ha riuniti quasi settimanalmente, anche nel ricordo della tradizione di Paolo Greco, per confronti critici su contributi dottrinali e giurisprudenziali che egli indicava alla nostra lettura.

Ciascuno di noi ha sviluppato orientamenti scientifici in parte comuni, in parte diversi: dalle società azionarie alla s.r.l., alle cooperative; dai mercati finanziari al diritto fallimentare, al diritto bancario, ai contratti commerciali e, *last but not least*, al diritto industriale.

L'elenco degli allievi di Gastone Cottino rischia soltanto di peccare per omissioni, se partiamo da Renzo Costi per arrivare ai suoi ultimi allievi.

Oltre ai colleghi già menzionati, a cui si aggiungono gli allievi modenesi, tra cui Francesco Cavazzuti e altri purtroppo prematuramente scomparsi, come Gaspare Spatazza, Cesare Silveti e, da poco tempo, Vincenzo Calandra Buonaura, non possiamo dimenticare i suoi allievi più giovani, Niccolò Abriani, Eva Desana, Mia Callegari, Tilde Cavaliere.

Devo ancora aggiungere tutti gli studiosi – e mi scuso per le omissioni – che vedono in lui un riferimento anche se non sono allievi diretti: da Barbara Petrazzini a Stefano Ambrosini, a Paolo Reviglione, a Gianni Mignone a Marco Aiello a Luciano Quattrocchio; da Maurizio Irrera a Stefano Cerrato a Paolo Rainelli; da Marina Spiotta a Elena Fregonara e Alessandro Monteverde; da Alessandro Cogo a Maurizio Cavanna e Rossella Rivaro; da Maria Di Sarli a Giulia Garesio.

E mi piace ancora sottolineare che nell'Università di Torino, nei diversi Dipartimenti, ed anche al Politecnico, stiano crescendo, con i docenti di Diritto Commerciale, ricercatori – Federico Riganti –, assegnisti – Riccardo Russo, Fabrizio Sudiero –, cultori della materia – Stefano Balzola, Antonio Petruzzi, Francesco Masetto –, che collaborano nei diversi insegnamenti e che voglio qui ringraziare collettivamente, scusandomi per non citarli tutti personalmente per ragioni di brevità.

E penso, infine, ai professionisti che, con diverse intensità, mantengono con lui rapporti scientifici in particolare attraverso *Giurisprudenza Italiana*.



Siamo dunque una “Scuola” intesa come comunità scientifica in cui Gastone Cottino ha tracciato e traccia linee comuni ma sempre nel pieno rispetto delle opinioni, anche non strettamente giuridiche, di ciascuno, fermi restando i valori che la Resistenza – non posso non sottolinearlo – ci ha consegnato.

Tra molti di noi – come sanno gli amici presenti – i rapporti di collaborazione pluriennale sono maturati in sincera e solida amicizia.

Non possiamo che ringraziare Gastone Cottino per tutto quanto ci ha trasmesso e insegnato.

Ciascuno dei suoi allievi, con declinazioni diverse e nel proprio ambito, ha cercato di trasmettere ai giovani, stimoli, suggerimenti, e qualche insegnamento nello spirito che ci accomuna: la passione per la ricerca e per la didattica, patrimonio prezioso del nostro lavoro accademico.

Non sta a noi giudicare i risultati.

Mi limito ad una riflessione.

Personalmente sono convinto che *quisquis faber fortunae suae* – come recita l’antica massima attribuita (ma l’autenticità è discussa) a Sallustio – ma quando riceviamo parole di riconoscimento dai più giovani, ormai professori o ricercatori o giudici o notai o professionisti o dottori o anche semplicemente laureati e laureandi pensiamo (o ci illudiamo) di aver apportato un piccolo contributo.

## 5. *Orizzonti del Diritto Commerciale.*

I professori ordinari e professori associati di Diritto Commerciale hanno costituito nel marzo 2009 la propria Associazione, di cui ho avuto l’onore di essere componente del Consiglio Direttivo dal 2009 al 2015 e Presidente dal 2013 al 2015 e che ora è presieduta, con intensa passione, da Giuliana Scognamiglio.

L’Associazione riunisce professori di Diritto Commerciale di tutte le Università italiane e si distingue per aver introdotto e coltivato una forma di incontro annuale particolarmente innovativa: il nostro Convegno è sempre dedicato a temi di ampio respiro, così da consentire la più ampia partecipazione di studiosi e soprattutto perché l’obiettivo primario è promuovere il confronto tra i giovani cultori della nostra materia e professori da più tempo presenti nella comunità scientifica.

Più precisamente, prima del Convegno, in tempi appropriati, vengono segnalati dagli aspiranti relatori i titoli dei *papers* che verranno presentati. Dopo una prima delibazione dei contributi del Consiglio Direttivo a ciascuno viene

assegnato un *discussant* scelto tra studiosi particolarmente competenti in argomento.

L'elemento caratterizzante del nostro confronto scientifico è che i *papers* devono essere inediti, o di recente pubblicazione, rafforzando così il ruolo dell'intera comunità scientifica di Diritto Commerciale anche in termini di stimolo, di approfondimento, di ulteriore riflessione che si aggiunge al sempre prezioso apporto dei professori di riferimento (o Maestri) dei singoli giovani studiosi. Fermo restando che regolarmente anche studiosi già "affermati" presentano *papers* inediti e si "sottopongono" al confronto del *discussant*.

Un metodo, che, a mio parere, conferma e rafforza il ruolo dell'Accademia come comunità scientifica.

## II. LA SOCIETÀ PER AZIONI.

### 1. *La società per azioni oggi: cenni preliminari.*

La società per azioni, dopo le anticipazioni seicentesche delle Compagnie delle Indie (penso qui alle belle pagine di Ariberto Mignoli e all'introduzione storica di Cottino ai suoi manuali), sorge come modello strutturato di società di capitali nelle codificazioni ottocentesche. La società anonima, che supera in Francia la *fièvre des commandites*, nasce dunque in allora, negli ordinamenti europei, come veicolo di collegamento tra il risparmio e l'impresa e si colloca dunque, sin dalle origini, come modello destinato primariamente ad operare nei mercati finanziari.

La storia recente – per limitarci, per un attimo, all'ordinamento italiano – è segnata dall'autonomizzazione del sotto-tipo (o sub-modello) della società quotata, dalla l. n. 216/1974 al testo unico della finanza del 1998.

Ma, come scrissi a suo tempo<sup>5</sup>, la società per azioni quotata non è una "provincia separata dell'impero" bensì un laboratorio di sperimentazione di problemi e soluzioni che si riversano in seguito nel diritto comune.

È ciò che è avvenuto, per diversi profili, con la riforma del diritto societario del 2003: si pensi ai principi di corretta amministrazione e agli assetti organizzativi adeguati trasfusi dal t.u.f. (art. 149) al diritto societario riformato (art. 2403 c.c.) nel 2003 e ora, nel 2019, all'impresa con il Codice della crisi (art. 2086 c.c.).

---

<sup>5</sup>P. MONTALENTI, *La società quotata*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. COTTINO, IV, 2, Padova, Cedam, 2004.

Riforma del diritto societario che ha avuto un altro tratto caratterizzante: la trasformazione – per dirlo con un breve sintagma – della s.r.l. da modello di piccola società per azioni a modello flessibile – ecco il passaggio dai “tipi” ai “modelli” – plasmabile dall’autonomia privata da società azionaria per imprese minori a società di persone a responsabilità limitata, oggi anche con plurimi sub-modelli (start-up; PMI innovative e così via), e con la possibilità di aprirsi al mercato finanziario<sup>6</sup>.

Un *flash* sui numeri: dagli ultimi dati dell’Osservatorio sulle imprese e le società della Camera di Commercio di Milano risulta che dal 2005 ad oggi le società per azioni sono diminuite da 60.000 a circa 37.000; le s.r.l. aumentate sino ad oltre 1.700.000.

Successo di un modello ma anche spia di un’economia che stenta a crescere, come da tempo segnalano gli economisti.

Forse che la società quotata è un tipo (o modello) in declino?

Ritengo di no, anche se, nell’ordinamento italiano, abbiamo assistito, nell’ultimo periodo, a diversi *delisting*.

Viviamo oggi in un tempo di trasformazioni epocali, anche drammatiche: si pensi al *climate change*, ai diritti umani, ai diritti dei lavoratori, agli interessi delle comunità di riferimento.

Il dibattito su questi temi apicali coinvolge i governi, il mondo politico, gli economisti, i sociologi, gli scienziati ed anche i giuristi.

Nell’intero quadro internazionale, dall’angolo prospettico del giurista, l’evoluzione, il dibattito e le prospettive si collocano eminentemente nell’area tematica della *società quotata*.

Ed è a questi temi che voglio dedicare alcune riflessioni rinviando per i doverosi approfondimenti ad alcuni miei scritti già pubblicati o in corso di pubblicazione<sup>7</sup>.

---

<sup>6</sup> Sia consentita l’autocitazione su questi argomenti al volume *Impresa, società di capitali, mercati finanziari*, Torino, Giappichelli, 2017.

<sup>7</sup> Sia consentito il rinvio a P. MONTALENTI, *Il socio di società quotata*, in AA.VV., *Disciplina della società e legislazione bancaria. Studi in onore di Gustavo Visentini*, a cura di A. NUZZO, A. PALAZZOLO, I, *Principi e metodo, società e organizzazione*, Roma, Luiss University Press, 2020, 169 ss. e in *Riv. dir. comm.*, 2020, I, 227 ss.; ID., *La società quotata: quali prospettive?*, in *Riv. dir. comm.*, in corso di pubblicazione e in AA.VV., *La nuova società quotata, Tutela degli stakeholder, sostenibilità e nuova governance*, Atti del Convegno Courmayeur, 9 aprile 2021, nei *Quad. giur. comm.*, in corso di pubblicazione.

### III. LA NUOVA SOCIETÀ QUOTATA: QUALI PROSPETTIVE?

#### 1. *Il quadro generale: riflessioni metodologiche.*

La società per azioni, in particolare la società quotata<sup>8</sup>, nel quadro internazionale, ha registrato – nella prassi, nei codici di autodisciplina, nella *soft law*, nella normativa primaria e secondaria, nazionale e sovranazionale – plurimi mutamenti che impongono alla dottrina economica e giuridica<sup>9</sup> un’analisi approfondita e articolata e una riflessione attenta sugli interrogativi che uno scenario indiscutibilmente mutato pone agli interpreti.

La questione di fondo, che peraltro ha già registrato nel dibattito in corso opinioni anche significativamente distanti, consiste nel dilemma tra chi è orientato in un senso fortemente pessimistico<sup>10</sup> e chi, per contro, vede il futuro segnato da profondi cambiamenti<sup>11</sup>.

Prospettiva *long term*, considerazione degli interessi degli *stakeholder*, sostenibilità ambientale, sociale e di *governance* costituiscono obiettivi di amplissimo respiro, prospettive progettuali non di breve termine, assunti assiologici che sono fortemente condizionati dall’evoluzione, peraltro differenziata, del sistema economico e dei contesti politici.

Conseguentemente, sul più specifico terreno dell’ermeneutica giuridica, è compito dell’interprete tentare di precisare principi generali o clausole generali o, più semplicemente, fattispecie ad ampio spettro, esplorando la possibilità

---

<sup>8</sup>Le riflessioni che seguono sono in parte tratte da un altro mio scritto – *La società per azioni: dallo shareholder value al successo sostenibile. Appunti*, in *Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, a cura di C. COSTA, A. MIRONE, R. PENNISI, P.M. SANFILIPPO, R. VIGO, vol. II, tomo II, Torino, Giappichelli, 2021, 671 ss.

<sup>9</sup>In argomento si vedano sin d’ora due opere generali: R. ROLLI, *L’impatto dei fattori ESG sull’impresa. Modelli di governance e nuove responsabilità*, Bologna, il Mulino, 2020; D. CATERINO, I. INGRAVALLO, *L’impresa sostenibile. Alla prova del dialogo dei saperi*, Dialogi Europei, Lecce, EURI-CONV-Italia, 2020.

<sup>10</sup>Tra gli altri: L. BEBCHUK, R. TALLARITA, *Shareholderism versus Stakeholderism – A Misconceived Contradiction. A Comment on “The Illusory Promise of Stakeholder Governance”*, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3617847](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3617847); L. ENRIQUES, *The Business Roundtable CEOs’ Statement: Same Old, Same Old*, <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2019/09/business-roundtable-ceos-statement-same-old-same-old>; M. VENTORUZZO, *Beware of the Panacea of Stakeholder-friendly Corporate Purposes*, <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2020/04/beware-panacea-stakeholder-friendly-corporate-purposes>.

<sup>11</sup>Si veda, ad esempio, R. SKIDELSKY, *The end of efficiency*, December 17, 2020, <https://www.project-syndicate.org/commentary/economic-thought-efficiency-versus-sustainability-by-robert-skidelsky-2020-12>.

di individuare elementi costitutivi più puntuali, specifici, circoscritti o quanto meno la pluralità di declinazioni concrete che le stesse possono assumere. Si pensi, ad esempio, alla specificazione della c.d. prospettiva *long term*, al significato da attribuire all'espressione «tenere in considerazione gli interessi degli *stakeholder*» oppure al sintagma «obiettivi di *governance*».

In terzo luogo si deve prendere in considerazione l'evoluzione normativa in questa materia che, come avrò modo di mettere in luce, è effettivamente articolata e diffusa sul piano internazionale: tra *lex* e *rei veritas* non sempre vi è coincidenza ma il confinamento delle norme in *abstractum* non è un approccio metodologico accettabile.

Inoltre il riferimento alla realtà del funzionamento delle società e dei mercati è un elemento essenziale di analisi: si pensi, per evocare due fenomeni contraddittori, al ruolo, tutt'altro che marginale, da un lato, dello *high frequency trading* e, per contro, dall'altro lato, alle nuove *policies* degli investitori istituzionali, ad esempio in tema di sostenibilità ambientale.

Infine si deve sottolineare l'evoluzione, in particolare in Europa, nell'ultimo quarto di secolo, del ruolo dell'informazione e della trasparenza<sup>12</sup> nel diritto societario e dei mercati finanziari, che ha assunto un valore cardinale per l'esercizio della funzione di *monitoring* dei soci nei confronti degli amministratori, nella dialettica endoconsiliare, nell'orientamento degli investimenti. Sotto questo profilo anche il mero dovere di *disclosure* – si pensi, ad esempio, alle dichiarazioni non finanziarie (c.d. DNF) – rappresenta un segno di cambiamento.

## 2. *L'evoluzione del concetto di interesse sociale nell'ordinamento italiano: verso il "neo-istituzionalismo".*

Nell'ultimo quarto di secolo il dibattito sull'interesse sociale nel nostro ordinamento è stato particolarmente vivace.

In estrema sintesi l'orientamento oggi prevalente nella dottrina italiana ritiene superata una visione strettamente contrattualistica dell'interesse sociale, limitato alla massimizzazione del profitto, o, per utilizzare l'espressione internazionale, circoscritto al perseguimento dello *shareholder value*, e cioè alla massimizzazione del dividendo e/o del valore patrimoniale delle azioni.

Si può cioè sinteticamente rilevare che gli autori che hanno maggiormente

---

<sup>12</sup> Sia consentito il rinvio al mio *L'informazione nel diritto commerciale: principi e problemi*, in *Impresa*, (nt. 6), 41 ss.

affrontato il tema, sia pure con varietà di sfumature<sup>13</sup> accolgono oggi una concezione dell'interesse sociale che, con un sintagma, si può definire di "istituzionalismo debole" o di "neo-istituzionalismo". Anche se vi sono autorevoli opinioni diversamente orientate<sup>14</sup>.

La nozione di interesse sociale, nelle diverse fattispecie normative in cui rileva, non si configura tanto come comparazione tra operazioni gestorie oggetto di decisione e astratta conformità alla causa lucrativa quanto piuttosto in termini di valutazione della «razionalità economica» delle operazioni stesse in relazione alle strategie gestionali dell'impresa, il cui fine ultimo, ancorché mediato e composto nei termini sopra precisati, è pur sempre lo scopo di profitto: l'interesse sociale ultimo (alla redditività e/o al valore della partecipazione) si realizza attraverso il medio logico e operativo dell'interesse dell'impresa.

L'interesse sociale è dunque composizione di *interessi plurimi* delle diverse categorie di azionisti, nei *limiti degli interessi-altri* (dei lavoratori, dei consumatori, della comunità di riferimento, dell'ambiente, cioè degli *stakeholder* in generale) coordinati dagli amministratori in una sintesi in ultima istanza *profit-oriented* che converge nell'interesse all'*efficienza dell'impresa* ma con un equilibrato bilanciamento con gli interessi degli *stakeholder*.

E la sintonia con l'evoluzione nel quadro comparatistico, come dirò poco oltre, è, a mio parere, intensa.

---

<sup>13</sup> Si vedano, per tutti, G. COTTINO, *Contrattualismo e istituzionalismo, (Variazioni sul tema da uno spunto di Giorgio Oppo)*, in *Riv. soc.*, 2005, 695 ss.; C. ANGELICI, *Note minime sull'interesse sociale*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, I, 255 ss. e, ampiamente, ID., *La società per azioni. I. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, fondato da A. CICU e F. MESSINEO, Milano, Giuffrè, 2012, 90 ss. e 345 ss.; ID., *Note sul «contrattualismo societario»: a proposito del pensiero di Francesco Denozza*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, I, 191 ss.; M. LIBERTINI, *Ancora in tema di contratto, impresa e società. Un commento a Francesco Denozza, in difesa dello "istituzionalismo debole"*, reperibile in internet al seguente indirizzo: [www.orizzontideldirittocommerciale.it](http://www.orizzontideldirittocommerciale.it) e in *Giur. comm.*, 2014, I, 669 ss.; G. GUIZZI, *Appunti in tema di interesse sociale e governance nelle società bancarie*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, I, 241 ss.; P. MONTALENTI, *L'interesse sociale: una sintesi*, in *Riv. soc.*, 2018, 303 ss.; U. TOMBARI, *"Potere" e "interessi" nella grande impresa azionaria*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2019.

<sup>14</sup> Si veda, infatti, F. DENOZZA, *Logica dello scambio e "contrattualità": la società per azioni di fronte alla crisi*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 5 ss.; ID., *Quattro variazioni sul tema: "contratto, impresa e società nel pensiero di Carlo Angelici"*, *ivi*, 2013, I, 480 ss.; per una panoramica generale si vedano ancora AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2010.

### 3. *L'ordinamento italiano: dati normativi.*

Questo orientamento trova specifici riscontri normativi<sup>15</sup>.

In tema di *operazioni straordinarie*, si pensi alla fusione, al *leveraged buy-out* (art. 2501-*quinquies*, art. 2501-*bis* c.c.), alle operazioni sulle proprie azioni (art. 2358, terzo comma, c.c.), dove l'interesse dell'impresa e di gruppo (art. 2358, ottavo comma, c.c.) è elemento caratterizzante della disciplina.

Si pensi poi all'interesse di gruppo disciplinato nella sezione dedicata alla direzione e coordinamento (art. 2497 ss. c.c.), in cui il perseguimento di interessi plurali, nei limiti dei vantaggi compensativi, è espressamente regolato.

E l'emersione della rilevanza di interessi-altri si evince dalle disposizioni in tema di relazione sulla gestione nel bilancio di esercizio (art. 2428, secondo comma, c.c.), così come della prospettiva *long term* (art. 2428, terzo comma, n. 6, c.c.).

Ancora: l'interesse dei lavoratori e delle comunità di riferimento sono oggetto di specifiche disposizioni in materia di offerte pubbliche di acquisto (art. 103, comma 3-*bis*, t.u.f.) e nelle fusioni transfrontaliere (d.lgs. 3 maggio 2008, n. 108, artt. 6, 8, 13 e 19).

### 4. *Le dichiarazioni non finanziarie.*

Particolare interesse suscita, nel nostro ordinamento, la disciplina relativa alla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario<sup>16</sup> (c.d. DNF).

Il d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254 ha dato attuazione alla direttiva 2014/95/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2014, recante modifica alla direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e taluni gruppi di grandi dimensioni.

La normativa riguarda gli enti di interesse pubblico (*ex art. 16*, primo comma, d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 39) e i gruppi di grandi dimensioni, con più di 500 dipendenti e con un bilancio consolidato che soddisfi almeno uno dei due seguenti criteri: 1) attivo superiore a € 20 milioni; 2) totale dei ricavi netti superiore a € 40 milioni.

---

<sup>15</sup> Ho già trattato il tema ne *Il socio*, (nt. 7).

<sup>16</sup> In argomento si vedano S. FORTUNATO, *L'informazione non-finanziaria nell'impresa socialmente responsabile*, in *Giur. comm.*, 2019, I, 415 ss.; M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2019, 992 ss.

La nuova disciplina prevede informazioni in materia di «temi ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva». Richiede inoltre che siano descritti «a) il modello aziendale; b) le politiche praticate dall'impresa; c) i principali rischi» (art. 3, primo comma).

Di particolare interesse, oltre alle politiche energetiche, l'obbligo di trattare gli «aspetti sociali e attinenti alla gestione del personale» e, in particolare «le modalità con cui è realizzato il *dialogo con le parti sociali*» [art. 3, secondo comma, lett. d)].

Sicuramente un tassello normativo rilevante per l'esplorazione del tema degli interessi degli *stakeholder* e dei fattori ESG.

Le nuove disposizioni, che si applicano, «con riferimento alle dichiarazioni e relazioni relative, agli esercizi finanziari a partire dal 1° gennaio 2017» (art. 12), sono di particolare interesse per l'oggetto e, soprattutto, per la metodologia di rendicontazione (cfr. art. 3, d.lgs. n. 254/2016).

In conclusione le informazioni non finanziarie si traducono in informazioni al mercato che in caso di falsità idonea ad incidere sulle scelte di investimento oppure in caso di dichiarazioni negoziali integranti rapporti contrattuali – ad esempio contratti di lavoro o contratti di fornitura – possono essere fonte di responsabilità<sup>17</sup>.

## 5. Le società benefit: un modello autonomo.

La l. 28 dicembre 2015, n. 208, ai commi 376-384 ha introdotto nel nostro ordinamento la società *benefit*<sup>18</sup>.

Indipendentemente dal tipo prescelto (cfr. comma 379) sono società *benefit* le società che «nell'esercizio di una attività economica, oltre allo scopo di dividerne gli utili, perseguono *una o più finalità di beneficio comune* e operano in modo responsabile, sostenibile e trasparente nei confronti di persone, comunità, territori e ambiente, beni ed attività culturali e sociali, enti e associazioni ed *altri portatori di interesse*».

---

<sup>17</sup>P. ACCINNI, *Rilevanza penale delle falsità nei cd. non financial statements?*, in *Resp. amm. soc. enti*, 2018, 45 ss.

<sup>18</sup>Cfr., *ex multis*, E. DESANA, *L'impresa fra tradizione e innovazione*, Torino, Giappichelli, 2018, 195 ss. e ora D. CATERINO, *Denominazione e labeling della società benefit, tra marketing "reputazionale" e alterazione delle dinamiche concorrenziali*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 787 ss.



Il perseguimento di interessi generali ampliati agli *stakeholder* e l'esercizio di attività sostenibili non sono, a mio parere, sufficienti a qualificare una società come società *benefit*. È già stato esattamente precisato in dottrina che è ben possibile che «le società, in base ad autonome scelte imprenditoriali possono ritenere economicamente conveniente programmare la loro attività tenendo in considerazione interessi, benefici o altri elementi di carattere ideale, che sono quindi anche interessi più generali» «e non vi è dubbio che tali società possono altresì fissare queste valutazioni nello statuto, attraverso una specifica previsione statutaria: qualunque società, senza bisogno di assoggettarsi ai vincoli che derivano dalle regole in tema di impresa *benefit* può, nell'ambito della sua libertà di iniziativa economica e nella sua autonomia di impresa scegliere se svolgere o meno la relativa attività bilanciandola con il perseguimento di interessi esterni, anche semplicemente nella convinzione che questo possa portare vantaggi reputazionali o di altro genere idonei a tradursi, magari in un orizzonte temporale di più lungo periodo, anche in vantaggi di natura economica per l'impresa»<sup>19</sup>.

Del resto si può forse ipotizzare che l'adesione al Codice *Corporate Governance* in punto di successo sostenibile configuri, *per se*, la società come società *benefit*?

## 6. Il quadro europeo: la direttiva Shareholders' Rights II.

Successivamente all'approvazione della Direttiva Azionisti (direttiva 2007/36/CE) c.d. *Shareholders' Rights Directive – SHRD*), attuata nel nostro ordinamento con il d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27, poi modificato dal d.lgs. 18 giugno 2012, n. 91 – su cui non mi soffermo per brevità –, l'Unione europea ha formulato il 10 aprile 2014<sup>20</sup>, con emendamenti proposti il 12 maggio 2015, la *Proposta di direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio di modifica della direttiva n. 2007/36/CE relativamente all'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti* e della *direttiva n. 2013/34/UE in merito a taluni elementi della relazione sul governo societario*, che si è tradotta nella direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento europeo e del Consiglio del 17

---

<sup>19</sup> Così M. STELLA RICHTER, *Società benefit e società non benefit*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, II, 271 ss.

<sup>20</sup> Il testo è reperibile in internet al seguente indirizzo: [http://www.parlamento.it/web/docuorc2004.nsf/8fc228fe50daa42bc12576900058cada/f89731bc3029ae85c1257cba005342ea/\\$FILE/08847\\_14\\_it.pdf](http://www.parlamento.it/web/docuorc2004.nsf/8fc228fe50daa42bc12576900058cada/f89731bc3029ae85c1257cba005342ea/$FILE/08847_14_it.pdf).

maggio 2017 che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti<sup>21</sup>.

L'obiettivo è «contribuire alla *sostenibilità a lungo termine delle Società dell'UE*, creare condizioni propizie per gli azionisti e migliorare l'esercizio transfrontaliero del diritto di voto accrescendo l'efficienza della catena dell'investimento azionario al fine di contribuire alla crescita, alla creazione di posti di lavoro e alla competitività della UE».

La politica di impegno – architrave della direttiva – è ben illustrata nel Considerando n. 14 ove si legge che «un impegno efficace e sostenibile degli azionisti costituisce uno dei pilastri del modello di governo societario delle società quotate, basato su un sistema di *pesi e contrappesi tra i diversi organi e i diversi portatori di interesse*. Il maggiore coinvolgimento degli azionisti nel governo societario delle società rappresenta», quindi, «una delle leve che possono contribuire a migliorare i *risultati finanziari e non finanziari delle società*, anche per quanto riguarda i *fattori ambientali, sociali e di governo*, in particolare ai sensi dei *principi di investimento responsabile* sostenuti dalle Nazioni Unite», in quanto «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» (corsivo nostro).

Disposizioni analitiche sono poi previste in tema di *diritto di voto sulla politica di remunerazione* (artt. 9-bis, 9-ter).

## 7. L'attuazione della direttiva SHRD II in Italia.

Il d.lgs. 10 maggio 2019, n. 49 ha dato attuazione alla direttiva SHRD II nel nostro ordinamento, accogliendo sostanzialmente tutte le innovazioni proposte.

---

<sup>21</sup> La direttiva è reperibile in internet al seguente indirizzo: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32017L0828>. In argomento si vedano A.M., PACCES, *Hedge Fund Activism and the Revision of the Shareholder Rights Directive* (July 5, 2017). *European Corporate Governance Institute (ECGI) – Law Working Paper No. 353/2017*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2953992> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2953992>; B. LE-COURT, *Réflexions collectives sur la nouvelle directive «Droit des actionnaires» du 17 mai 2017*, in *Rev. sociétés*, 2017, 675 ss. Sia consentito anche il rinvio al mio scritto *Investitori istituzionali e gruppi di società: i flussi informativi*, in *Informazione societaria e corporate governance nella società quotata*, a cura di U. TOMBARI, Atti del Convegno, Milano, 16 marzo 2017, Quaderni Cesifin, n. 69, Torino, Giappichelli, 2018, 61 ss. e più recentemente in *Il socio*, (nt. 7).

Con riferimento ai soci le innovazioni rilevanti riguardano l'identificazione degli azionisti (art. 83-*duodecies* t.u.f.), le indicazioni sugli «*interessi a lungo termine*» e sulla «*sostenibilità della società*» da inserire nella *Relazione sulla politica di remunerazione e sui compensi corrisposti* (art. 123-*ter*, comma 3-*bis*, t.u.f.), e l'intera sezione sulla *Trasparenza degli investitori istituzionali, dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto* (sez. I-*ter*, da art. 124-*quater* ad art. 124-*novies* t.u.f.).

Di particolare interesse la previsione di obblighi di informazione sul comportamento di voto e sul ricorso ai servizi di consulenza in materia di voto (art. 124-*quinquies*, secondo comma, t.u.f.), la disciplina in tema di strategie di investimento degli investitori istituzionali (art. 124-*sexies* t.u.f.) e le disposizioni in tema di trasparenza dei consulenti in materia di voto (art. 124-*octies* t.u.f.).

Per i profili che ci occupano si vedano ancora le norme che impongono nelle quotate la deliberazione assembleare vincolante sulla *politica di remunerazione* espressamente orientata *long-term* (art. 123-*ter*, commi 3-*bis* e 3-*ter*, t.u.f.) e l'obbligo degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi di comunicare al pubblico la «*politica di impegno*», in particolare sui «*risultati non finanziari*» e «*sull'impatto sociale e ambientale*» (art. 124-*quinquies*, primo comma, t.u.f.), assistiti da un apposito apparato sanzionatorio (cfr. d.lgs. n. 49/2019, art. 4).

## 8. Spunti comparatistici: USA, Gran Bretagna, Francia.

Il quadro comparatistico<sup>22</sup> conferma che vi è una precisa convergenza “neo-istituzionalistica” nei principali ordinamenti. Negli Stati Uniti si segnalano i *non-shareholder constituency statutes* (che prevedono il dovere di tenere in considerazione gli interessi della comunità di riferimento).

Nel Regno Unito il *Companies Act* del 2006 alla *Sec. 172*, disciplina, nel quadro dei doveri degli amministratori, *the Duty to promote the success of the company*, statuendo che:

«(1) A director of a company must act in the way he considers, in good faith, would be most likely to promote the success of the company for the benefit of its members as a whole, and in doing so *have regard (amongst other matters) to*

---

<sup>22</sup> Per accurati riferimenti si veda R. ROLLI, (nt. 9), 35 ss.

- (a) the likely consequences of any decision in the *long term*,
- (b) the interests of the company's *employees*,
- (c) the need to foster the company's business relationships with *suppliers, customers and others*,
- (d) the impact of the company's operations on the *community* and the *environment*».

In sintesi: prospettive *long term*; considerazione degli interessi dei lavoratori, fornitori, clienti; impatto sulla comunità di riferimento e sull'ambiente sono obiettivi a cui gli amministratori devono prestare considerazione («*regard*»).

Uno spunto particolarmente interessante ci proviene dalla Francia dove recentemente è stata modificata la definizione stessa dell'interesse sociale.

Infatti la *Loi* n° 2019-486 del 22 maggio 2019, relativa alla crescita e alla trasformazione delle imprese (c.d. "*Loi Pacte*"), ha modificato l'art. 1833 del Code civil che definiva come «*objet de la société*» «*l'intérêt commun des associés*», aggiungendo l'*alinéa* che stabilisce che «*la société est gérée dans son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité*»<sup>23</sup>.

Le sfide sociali e ambientali devono dunque essere tenute «*en considération*».

A queste considerazioni si devono aggiungere i segnali pervenuti dal mondo delle imprese – si pensi alla Business Roundtable del 2019<sup>24</sup> – dalle posizioni assunte dagli investitori istituzionali<sup>25</sup> – si pensi alla lista nera di Black Rock<sup>26</sup> – dall'Unione europea che ha dedicato alla sostenibilità ai fattori ESG una nutrita attività di consultazione; mi limito a segnalare, da ultimo, il *Final Report* per la Commissione europea di Ernst Young da titolo evocativo: «*Study on directors' duties and sustainable corporate governance*», July, 2020<sup>27</sup>.

---

<sup>23</sup> In argomento si veda AA.VV., *L'intérêt social dans la loi Pacte*, eds. par E. CHEVRIER, E. ROYER, Paris, Dalloz-Sirey, 2019.

<sup>24</sup> Per un'analisi delle varie posizioni cfr. *ex multis*, P. MARCHETTI, *Dalla Business Roundtable ai lavori della British Academy*, in *Riv. soc.*, 2019, 1303 ss.

<sup>25</sup> Ho trattato il tema, in un più ampio contesto, in *Sociedades cotizadas, mercados financieros y relaciones con los inversores*, in *Revista de Derecho de Sociedades*, 44, Enero-Junio 2015, 15 ss. e in *Il socio*, (nt. 7). In argomento si veda, *ex multis*, C. SANDEI, *Attivismo degli azionisti e nuove forme di partecipazione*, Milano, Giuffrè, 2016.

<sup>26</sup> Cfr. V. D'ANGERIO, *Clima, Black Rock compila la lista nera: bocciate 244 società*, in *Il Sole 24 Ore*, 14 luglio 2020 e per un approfondito commento si veda G. STRAMPELLI, *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell'ultima lettera annuale di BlackRock*, in *Riv. soc.*, 2020, 51 ss.

<sup>27</sup> Reperibile in internet al seguente indirizzo: <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/e47928a2-d20b-11ea-adf7-01aa75ed71a1/language-en>.

## 9. Il Codice di Corporate Governance 2020 e gli interessi degli stakeholder.

Il Codice di *Corporate Governance* di Borsa Italiana, nell'ultima versione del gennaio 2020, che verrà applicato dalle società che lo adottano a partire dal primo esercizio che inizia successivamente al 31 dicembre 2020, informando il mercato nella relazione sul governo societario da pubblicarsi nel corso del 2022, ha introdotto numerose innovazioni<sup>28</sup>.

In considerazione dell'applicazione del Codice nell'esercizio 2021, ancorché l'informativa al mercato debba essere resa nella relazione sul governo societario da pubblicarsi nel 2022, le società quotate che aderiscono al Codice di Autodisciplina devono esaminare sin d'ora le nuove disposizioni per verificare se e quali adempimenti siano dovuti o opportuni in materia di *governance* societaria e/o di assetti organizzativi interni. Vero è, come si preciserà poco oltre, che la DNF già contiene informazioni rilevanti in tema di interessi degli *stakeholder* e di sostenibilità, ma un approfondimento alla luce del nuovo Codice di *Corporate Governance* pare necessario.

Per i profili qui rilevanti (i) il Codice di *Corporate Governance* ha introdotto la definizione di successo sostenibile e (ii) nei Principi relativi all'Art. 1 – Ruolo dell'organo di amministrazione ha statuito, al punto I, che «l'organo di amministrazione guida la Società perseguendone il successo sostenibile».

Il successo sostenibile è definito come «obiettivo che guida l'azione dell'organo di amministrazione e si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri *stakeholder* rilevanti per la società».

La nuova formulazione è dunque in linea con l'evoluzione dell'ordinamento interno ed europeo sotto il profilo (i) della prospettiva long-term e (ii) della rilevanza degli interessi degli *stakeholder* diversi dagli azionisti.

La specificazione «per la società» è, a mio parere, significativa e di pratico rilievo perché individua con maggiore precisione il “perimetro” degli *stakeholder* rilevanti, non già in termini assoluti e generici, ma da individuarsi nell'area di operatività della Società.

Ciò incide anche su un diverso profilo operativo.

Il Codice di Corporate Governance prevede tra i Principi relativi al Ruolo dell'organo di amministrazione che «L'organo di amministrazione promuove, nelle forme più opportune, il dialogo con gli azionisti e gli altri *stakeholder* rilevanti per la società» (art. 1, IV).

---

<sup>28</sup> Per approfondimenti e riferimenti bibliografici rinvio a P. MONTALENTI, *Il nuovo Codice di Corporate Governance*, in *Corporate Governance*, 2021, 39 ss.

Nel programmare dunque le “forme di dialogo” la più puntuale specificazione degli *stakeholder* – rilevanti dunque per la Società – pare opportuna.

## 10. La proposta di direttiva europea sulla responsabilità d’impresa.

Si deve infine segnalare la recente – del 10 marzo 2021 – *Proposta di direttiva del Parlamento europeo* sulla responsabilità d’impresa<sup>29</sup>.

La proposta prevede l’introduzione di un dovere generale delle imprese – non solo di grandi dimensioni – di rispettare «i diritti umani, l’ambiente e le regole di buon governo». Sul piano applicativo si impone di adottare formali meccanismi di ricezione, gestione e risposte a rilievi critici formulati, non già come prevede, in termini di dialogo, il nuovo codice italiano di *Corporate Governance* dagli *stakeholder rilevanti per le società* bensì da qualsiasi interessato ed inoltre anche in relazione a eventuali «impatti negativi attuali o potenziali» della loro attività, ponendo in essere «azioni rimediali» genericamente descritte.

La proposta suscita non poche perplessità: la previsione di doveri generici e la previsione di possibili azioni di responsabilità in cui sembra operare una sorta di inversione dell’onere della prova rischia di tradurre principi e raccomandazioni – tipiche, correttamente, di Codici etici e di Codici di autodisciplina – in norme giuridiche “a fattispecie aperta” la cui applicazione può condurre a *overshooting* non appropriati<sup>30</sup>. A mio parere una pausa di riflessione, anche alla luce dell’attuazione pratica delle regole di *soft law*, pare necessaria.

## 11. Il futuro: i problemi aperti.

Formulare oggi valutazioni prospettiche è arduo.

Il tema della sostenibilità ambientale si articola, in primo luogo, su diversi piani teorici e pratici: dalle posizioni assunte dagli scienziati nei diversi settori disciplinari (climatologia, geologia, biologia ecc.), sovente non coincidenti,

---

<sup>29</sup> La proposta è reperibile in internet al seguente indirizzo: [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2021-0073\\_IT.pdf](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2021-0073_IT.pdf).

<sup>30</sup> Vedi, in argomento, i rilievi critici di M. VENTORUZZO, *Troppa responsabilità per l’impresa*, in *lavoce.info*, 2 aprile 2021, nonché THE EUROPEAN COMPANY LAW EXPERTS GROUP, *The European Parliament’s Draft Directive on Corporate Due Diligence and Corporate Accountability*, reperibile in internet sul sito ECGI.

alle opzioni ideologiche alle scelte statuali e sovranazionali – di *policy* e di regolazione – il quadro generale risulta fortemente diversificato, contraddittorio e difficilmente riconducibile a linee comuni.

E la situazione è analoga per quanto riguarda la tutela dei lavoratori, l'attenzione agli interessi delle comunità di riferimento, la protezione dei diritti umani.

Di là dalla condivisione di principi generali, peraltro anch'essi di difficile interpretazione (ambiente, transizione ecologica, diritti umani, lotta alla corruzione) non ritengo appropriato cercare di tradurre i principi in regole di uguale latitudine, per il rischio, a mio parere tutt'altro che remoto, di costruire norme o inapplicabili per eccesso di genericità o suscettibili di interpretazioni soggettive, variabili, incerte e quindi contrarie alla se pur relativa certezza del diritto.

Un esempio davvero eclatante ci è fornito dalla già ricordata proposta di direttiva europea in materia di diligenza e responsabilità delle imprese.

La mera lettura dell'*Oggetto e finalità* della direttiva nella sua declinazione operativa (cfr. art. 1, secondo comma) è paradigmatica: «La presente direttiva – si dispone testualmente – stabilisce gli obblighi in materia di dovuta diligenza nella catena del valore delle imprese da essa disciplinate, vale a dire adottare tutte le misure proporzionate e commisurate e impegnarsi entro i mezzi a loro disposizione per scongiurare che si producano impatti negativi sui diritti umani, sull'ambiente e sulla buona governance lungo le loro catene del valore e per fronteggiare tali effetti in maniera adeguata allorché si verificano. In virtù dell'esercizio del dovere di diligenza, le imprese sono tenute a individuare, valutare, prevenire, far cessare, attenuare, monitorare, comunicare, contabilizzare, affrontare e correggere gli effetti negativi potenziali e/o effetti sui diritti umani, sull'ambiente e sulla buona governance che possono comportare le loro attività e quelle delle loro catene del valore e di altri rapporti d'affari. Coordinando le garanzie per la tutela dei diritti umani, dell'ambiente della buona governance, tali obblighi di dovuta diligenza sono volti a migliorare il funzionamento del mercato interno» (evidenza nostra).

È vero che il quadro normativo, attraverso un'attenta indagine comparatistica, offre un ampio materiale di riflessione che dovrebbe, a mio parere, essere ricostruito per settori.

Alcuni esempi, in termini problematici.

Il panorama europeo vede istituti diversi di protezione degli interessi dei lavoratori alla gestione dell'impresa.

Rispetto al vivace dibattito degli anni settanta<sup>31</sup>, nonostante i tentativi sen-

---

<sup>31</sup> Sia consentito il rinvio al mio *Democrazia industriale e diritto dell'impresa*, Milano, Franco Angeli, 1981.

za successo di pervenire ad una direttiva in materia, è possibile oggi individuare un minimo comune denominatore traducibile in norme sovranazionali?

L'istituto delle Dichiarazioni non finanziarie può essere rafforzato imponendo *disclosure* e responsabilità più precise così da rafforzare gli obblighi e i conseguenti interventi attuativi in materia di fattori ESG declinati nella specificità delle singole imprese?

Ancora: una ricostruzione attenta dell'applicazione nella prassi, e nella giurisprudenza, delle regole già vigenti in altri Paesi (Inghilterra, Olanda, Francia e così via) sulla presa in considerazione (*regard, consideration, overweging...*) degli interessi degli *stakeholder*, così come una ricognizione analitica della prassi indotta dai Codici di Autodisciplina in materia di ambiente, diritti sociali e *governance* potrebbe fornire utili indicazioni quanto meno sul terreno della individuazione dei problemi specifici e della possibile regolazione normativa in un quadro inevitabilmente contraddittorio tra nuovi orizzonti e mera declamazione.

Un pensiero debole, ma forse realistico.