

Rivista **ODC**

FRANCESCO DENOZZA E ALESSANDRA STABILINI

***LA SOCIETÀ BENEFIT NELL'ERA
DELL' INVESTOR CAPITALISM***

2

2017

ISSN 2282 - 667X

Direttore responsabile: *Francesco Denozza*

Editorial Board/Direzione scientifica: *Pierre-Henri Conac, Jorge Manuel Coutinho de Abreu, Francesco Denozza, Stefan Grundmann, Carlo Ibba, Jonathan Macey, Marco Maugeri, Vincenzo Meli, Massimo Miola, Andrea Perrone, Serenella Rossi, Giuliana Scognamiglio, Ruggero Vigo*

Editorial Staff/Redazione scientifica: *Alessio Bartolacelli, Elisabetta Codazzi, Chiara Garilli, Carmen Herrero Suarez, Corrado Malberti, Alessio Scano, Alessandra Zanardo*

Referees/Revisione scientifica: *Niccolò Abriani, Elisabetta Bertacchini, Vincenzo Calandra Buonauro, Lucia Calvosa, Antonio Cetra, Stefano Cerrato, Antonio Cetra, Nicoletta Ciocca, Monica Cossu, Concetto Costa, , Renzo Costi, Emanuele Cusa, Vincenzo Di Cataldo, Philipp Fabbio, Marilena Filippelli, Carlo Felice Giampaolino, Gianvito Giannelli, Paolo Giudici, Andrea Guaccero, Gianluca Guerrieri, Giuseppe Guizzi, Aldo Laudonio, Mario Libertini, Elisabetta Loffredo, Giorgio Marasà, Marisaria Maugeri, Aurelio Mirone, Paolo Montalenti, Mario Notari, Michele Perrino, Paolo Piscitello, Giuseppe B. Portale, Gaetano Presti, Roberto Sacchi, Luigi Salamone, Davide Sarti, Laura Schiuma, Maurizio Sciuto, Renato Santagata, Antonio Serra, Marco S. Spolidoro, Lorenzo Stanghellini, Mario Stella Richter, Andrea Tina, Alberto Toffoletto, Umberto Tombari, Paolo Valensise, Francesco Vella, Andrea Vicari, Roberto Weigman*

LA SOCIETÀ *BENEFIT* NELL'ERA DELL'*INVESTOR CAPITALISM*

FRANCESCO DENOZZA(*) E ALESSANDRA STABILINI(**)

SOMMARIO: 1. Introduzione. –2. L'*investor capitalism*. -3. Le caratteristiche della società benefit. -4. I principali problemi interpretativi. -5. Il beneficio comune disatteso e la responsabilità della società benefit. -6. Conclusione: gli investitori con preferenze benefit nel sistema del diritto delle spa.

1. *Introduzione.*

La nostra tesi è che la disciplina della società benefit non risolve un conflitto distributivo tra, da una parte, i soci (concepiti come un insieme indifferenziato) e, dall'altra, altri *stakeholders*, ma è uno strumento messo a disposizione dei soci investitori per consentire loro di ordinare e coordinare divergenti visioni in ordine al tipo e alla natura delle attività in cui le risorse finanziarie da essi investite possono essere impiegate ⁽¹⁾. La società benefit trova perciò la sua collocazione istituzionale nell'ambito delle forme giuridiche che l'ordinamento pone a disposizione dei singoli per consentire, e spesso per incentivare, l'esercizio, da parte loro, di attività economiche private. In questa prospettiva (incentivare la creazione di imprese private), e in un sistema capitalistico mercantile, in cui le imprese sono create e sopravvivono quasi esclusivamente per volontà degli investitori in grado di fornire loro le risorse finanziarie

(*) Professore ordinario f.r., Università di Milano, francesco.denozza@unimi.it

(**) Ricercatore universitario, Università di Milano, alessandra.stabilini@unimi.it

(1) Il dibattito internazionale (soprattutto statunitense) sulla natura delle società benefit e sulla funzione che esse potranno svolgere nella sistemazione dei rapporti tra *shareholders* ed altri *stakeholders*, è molto articolato. Si registrano voci profondamente scettiche o quanto meno molto perplesse. V. ad es. il severo giudizio di K. GREENFIELD, *Skeptic's View of Benefit Corporations* (August 4, 2015), *Emory Corporate Governance and Accountability Review*, 2015: "The problem... is not that managers are not permitted to act with an an eye toward society. The problem is that they are not required to do so. Benefits corporation statutes do not solve this problem" o, da un altro punto di vista, le motivate riserve di A. PLERHOPLES, *Nonprofit Displacement and the Pursuit of Charity Through Public Benefit Corporations* (August 2, 2016), Georgetown University Law Center, Scholarship; M. HACKER, *Profit, People, Planet Perverted: Holding Benefit Corporations Accountable To Intended Beneficiaries*, *BCL Rev.*, 2016, 1747 "Although this legislation is a necessary and progressive evolution in corporate law, the current benefit corporation form lacks meaningful accountability and oversight mechanisms. It does little to deter bad actors from taking advantage of socially conscious consumers willing to pay a premium for ethically sourced goods and services by incorporating and operating sham benefit corporations". Cfr. anche R. ANDRÉ, *Assessing the Accountability of the Benefit Corporation: Will This New Gray Sector Organization Enhance Corporate Social Responsibility?*, *J Bus Ethics*, 2012, 133; M. DULAC, *Sustaining the Sustainable Corporation: Benefit Corporations and the Viability of Going Public*, 104 *Geo. L.J* 2015, 171; J. HILLER, *The benefit corporation and corporate social responsibility*, *Journal of Business Ethics*, 2013, 287; M. LOEWENSTEIN, *Benefit corporations: A challenge in corporate governance*, *The Business Lawyer* 2013, 1007; A. PLERHOPLES, *Delaware Public Benefit Corporations 90 Days Out: Who's Opting In?* (2014).

Non mancano però anche valutazioni più o meno entusiasticamente positive. V. M. DORFF, *Why Public Benefit Corporations?* (October 5, 2016), 42 *Delaware Journal of Corporate Law* (DJCL), Forthcoming; Southwestern Law School Research Paper No. 2016-10: "Public Benefit Corporations ("PBCs") are a revolutionary new form of business organization that overturn the fundamental corporate principle of shareholder wealth maximization"; K. NEUBAUER, *Benefit Corporations: Providing A New Shield for Corporations With Ideals Beyond Profits*. *J. Bus. & Tech. L.* 2016, 109: "Delaware benefit corporation legislation permits companies dedicated to philanthropic endeavours to more effectively combat hostile corporate manoeuvres by companies whose profit-maximizing motivations threaten these corporations whose business model requires them to provide public benefits".

necessarie (2), la possibilità per gli investitori di esprimere (e vedere tutelate dalla legge) le proprie preferenze sulle varie possibili combinazioni tra perseguimento del profitto e riconoscimento degli interessi dei vari *stakeholders*, può rivelarsi un importante fattore di crescita economica.

Per cui, in estrema sintesi: la società benefit non è stata secondo noi concepita come uno strumento di *empowerment* degli *stakeholders* non finanziari, ma come uno strumento di valorizzazione dell'autonomia dei soci-investitori.

Da un altro, ma complementare, punto di vista, la nostra tesi è che la società benefit è coerente con una prospettiva di teorizzazione del diritto societario non più centrata – come era ed è nella visione dell'analisi economica del diritto e nella c.d. *agency theory* – sul rapporto tra i soci – concepiti come un insieme di soggetti portatori di interessi omogenei tra loro – e i gestori, ma centrata, invece, sulle esigenze di funzionamento del mercato finanziario, sul rapporto delle varie componenti della società con i mercati, e su una concezione dei soci non come stabili partecipanti ad una impresa comune, ma come investitori, attenti, ed attivi, molto più sui mercati, che all'interno delle singole società. Una prospettiva che prende atto del fatto che nel corso degli anni i problemi della società per azioni si sono sempre più allontanati da quelli propri di un sistema di *manager capitalism* per avvicinarsi invece a quelli propri di un sistema che potrebbe essere qualificato come di *investor capitalism* (3).

Il resto del lavoro è diviso in cinque parti. Nella prossima cercheremo di chiarire il contesto generale in cui i temi della società benefit devono essere inquadrati. Nella terza descriveremo i caratteri essenziali della società benefit. Nella quarta indicheremo le soluzioni a nostro avviso preferibili dei principali problemi di interpretazione della disciplina. Nella quinta solleveremo alcuni dubbi e problemi su alcuni aspetti caratteristici della disciplina italiana. Nella sesta concluderemo riassumendo i tratti del sistema complessivo che emerge in seguito alla nostra ricostruzione delle caratteristiche della società benefit.

2. *L'investor capitalism.*

La società benefit va pensata, e collocata sistematicamente, all'interno di un modello di *investor capitalism*, un capitalismo ormai molto lontano dalle diverse versioni del capitalismo manageriale, sia quelle dominanti nel secondo dopoguerra, sia quella che per qualche decennio è a nostro avviso sopravvissuta (sia pure trasformata) alla svolta degli anni 70-80 del secolo scorso che condusse all'affermazione, presto divenuta pressoché incontrastata, della c.d. *agency theory* (4).

(2) Chi intende creare un'impresa deve in genere assumere il ruolo dell'investitore-socio e, viceversa, sono proprio coloro che ricoprono il ruolo di soci-investitori che possono in generale decretare la fine dell'impresa stessa: F. DENOZZA, *Logica dello scambio e "contrattualità": la società per azioni di fronte alla crisi*, *Giur. comm.*, 2015, I, 5.

(3) Il tema richiederebbe ben altri approfondimenti che non quelli possibili in questa sede. V. comunque per una prima informazione sulla discussione, M. USEEM, *Investor Capitalism*, Basic Books, 1996; A. STYHRE, *Corporate Governance, the Firm and Investor Capitalism: Legal-political and Economic Views*, Edward Elgar Publishing, 2016.

(4) La più classica sistemazione teorica in M. JENSEN - W. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure*, *Journal of Financial Economics*, 1976, 305. V. anche: E. FAMA, *Agency Problems and*

Di questa affermazione, e della periodizzazione che essa implica (in particolare per quanto attiene alla portata della svolta che ha posto al centro il tema degli *agency costs*), non è possibile dare qui completo conto. Come non è ovviamente qui possibile affrontare una discussione complessiva relativa ai modelli di organizzazione e governo della società per azioni succedutisi negli anni del secondo dopoguerra, e alla loro connessione con il riconosciuto fenomeno della c.d. finanziarizzazione complessiva dell'economia capitalistica.

Il riferimento all'*investor capitalism* serve in questo contesto solo a mettere in luce due punti che sono a nostro avviso essenziali per un corretto inquadramento dei problemi della società benefit.

Il primo, e principale, riguarda la necessità di abbandonare lo schema dell'*agency theory*, sia nella parte in cui pensa i soci di una società come una collettività portatrice di un interesse omogeneo, in sostanza come un unico *principal*, sia nella parte in cui pensa che il comportamento dell'*agent* possa essere condizionato da meccanismi automatici di mercato senza necessità di un attivo coinvolgimento del *principal* ⁽⁵⁾.

Sul ruolo complessivo svolto dall'*agency theory* in collegamento con la tesi dello *shareholder value* occorrerebbe una approfondita riflessione di carattere anche storico. È per esempio dubbio, a nostro avviso, che l'*agency theory* abbia comportato, con riferimento al potere dei *managers*, una svolta in senso radicalmente restrittivo, come ci si sarebbe dovuti aspettare da una teoria in cui la protezione dei soci nei confronti della discrezionalità dei *managers* sembra essere l'obiettivo principale. Rispetto alla realtà implicata dalle precedenti concezioni managerialiste, dominanti nei primi decenni del secondo dopo-guerra, l'*agency theory* ha probabilmente avuto sulla posizione dei *managers* effetti tutt'altro che negativi ⁽⁶⁾ (basti pensare alla vertiginosa crescita esponenziale delle loro remunerazioni e, in termini di potere, alle incisive ristrutturazioni che il diffondersi delle teorie dello *shareholder value* ha contribuito a rendere possibili ⁽⁷⁾).

In attesa di più approfondite indagini, ciò che è certo (e che qui particolarmente interessa) è l'incapacità dimostrata dallo schema teorico dell'*agency theory* di registrare, e tanto meno di sistemare teoricamente, le principali trasformazioni avvenute negli ultimi decenni, soprattutto con riguardo alle modifiche intervenute nei mercati finanziari e nelle caratteristiche economico-sociali dei soggetti che investono nelle società. Intendiamo sottolinearne in questa sede almeno due: l'accresciuta dipendenza delle grandi *corporations* dai mercati finanziari e la modifica della natura dei soggetti operanti su questi mercati. In particolare, per quello che qui ci riguarda, sul mercato azionario.

the Theory of the Firm, *J. Pol. Econ.* 1980, 288; E. FAMA & M. JENSEN, *Separation of Ownership and Control*, *J.L. & Econ.* 1983, 301.

⁽⁵⁾ Abbiamo sviluppato più diffusamente questa tesi in F. DENOZZA- A. STABILINI, *Principal v. Principal: the Twilight of the "Agency Theory"*, di prossima pubblicazione in *Italian Law Journal*, 2017.

⁽⁶⁾ Nell'impostazione dell'*agency theory* i *managers* conservano tutta la centralità che già derivava loro dal fatto di essere considerati il reale motore dello sviluppo dell'economia e dei profitti della società. Quello che si chiede loro è solo di volgere le loro riconosciute qualità e capacità al servizio dei soci, e non di altri. È significativo del resto che le impostazioni dell'*agency theory* non abbiano prodotto alcuna seria teorizzazione circa la necessità di aumentare l'intervento dei soci nella gestione dell'impresa e di ridurre il potere discrezionale dei *managers*.

⁽⁷⁾ J. FROUD, C. HASLAM, S. JOHAL, & K. WILLIAMS, *Restructuring for shareholder value and its implications for labour*, *Cambridge Journal of Economics*, 2000, 771.

Concentrando l'attenzione su quest'ultimo punto, l'evoluzione che ha condotto alla progressiva sostituzione degli investimenti finanziari diretti delle famiglie con quelli di intermediari finanziari professionali ⁽⁸⁾ ha a nostro avviso modificato radicalmente le coordinate all'interno delle quali impostare i problemi della *corporate governance* ⁽⁹⁾. L'influenza che gli investitori istituzionali sono in grado di esercitare sui *managers* delle società è infinitamente maggiore di quella esercitabile da una massa dispersa di investitori *retail*. Ciò riguarda sia le capacità di effettivo esercizio dei diritti formalmente riconosciuti ai soci dall'ordinamento societario, sia, cosa forse ancora più significativa, le capacità di far valere il potere di fatto che deriva dalla loro (degli investitori istituzionali) posizione sul mercato.

Rispetto alla funzione originariamente attribuita al mercato dall'*agency theory* si può notare a questo proposito una radicale differenza. Al centro della funzione disciplinare che il mercato avrebbe dovuto esercitare sui *managers* secondo le originarie formulazioni della teoria, stava sostanzialmente il meccanismo dei prezzi (dei prezzi delle azioni, soprattutto, ma anche, in parte, dei prezzi esistenti sul mercato dei servizi manageriali). Un meccanismo (questo dei prezzi) automatico, e destinato perciò ad operare in maniera indipendente dalla natura dei soggetti coinvolti.

Nella realtà attuale, motivatamente scettica in ordine alla significatività dei prezzi delle azioni e alla loro capacità di delineare una razionalità sistemica in grado di imporsi a tutti i partecipanti, il funzionamento del mercato sembra dipendere molto più dall'intervento consapevole dei vari operatori, che non da forze impersonali. Il che non può non riflettersi in una diminuzione del reale potere dei *managers* delle società oggetto di investimento, costretti a tener conto dei possibili, attivi, interventi dei *managers* delle società investitrici.

Da un altro, e ancora più importante punto di vista, la presenza degli intermediari istituzionali in concorrenza tra loro esalta l'evidenza di un fenomeno (comunque esistente e percepibile anche quando sui mercati azionari dominava l'investimento *retail*) e cioè l'impossibilità di considerare i soci di una determinata società come un *principal*, e gli amministratori della medesima società come agenti tenuti a perseguire l'interesse di questo unico *principal*.

L'esistenza di potenziali profondi conflitti tra i soci della stessa società è già abbastanza evidente quando si focalizza l'attenzione sulle singole società, e si immagina perciò un gruppo di soci interessato alla riuscita dell'impresa comune. Essa diviene peraltro ancora più chiara se si adotta l'oggi più realistica immagine di investitori professionali che aspramente competono tra loro nella massimizzazione dei rendimenti delle somme che amministrano per conto dei loro clienti.

Vediamo separatamente le due prospettive. Nella prima (quella che guarda ai soci come ai compartecipanti in una specifica società) è facile constatare che i soci possono essere interessati non solo al profilo distributivo (quanto del *surplus* prodotto toccherà a loro e

⁽⁸⁾ Il fenomeno è ben noto e quantitativamente impressionante. V. comunque qualche dato e qualche commento in A. ADMATI, *A Skeptical View of Financialized Corporate Governance* (2017). V. anche A. EVANS, *A Requiem for the Retail Investor?*, *Virginia Law Review*, 2009,1105; D. LANGEVOORT, *The SEC, retail investors, and the institutionalization of the securities markets*, *Virginia Law Review*, 2009, 1025.

⁽⁹⁾ F. DENOZZA, *Quale quadro per lo sviluppo della Corporate Governance?*, in questa Rivista, 2015, 1, p.7.

quanto toccherà ai *managers*) ma anche al profilo produttivo, e cioè al modo in cui il *surplus* viene prodotto. È evidente, allora, che mentre dal primo punto di vista (quello distributivo) l'ipotesi di soci tutti ugualmente interessati a che la loro fetta del surplus sia più grande di quella spettante ai *managers* può avere una certa verosimiglianza, dal secondo punto di vista, quello produttivo, è invece facile immaginare che i soci possano avere ben diverse opinioni e interessi relativamente al modo in cui il *surplus* deve essere prodotto⁽¹⁰⁾ In particolare in relazione all'orizzonte temporale, ai rischi sopportabili, ai costi sociali accettabili, alla disponibilità verso le esigenze degli altri *stakeholders*, ecc.

Quindi anche al livello di una visione concentrata sulla posizione che i soci rivestono in una singola società, l'ipotesi dell'omogeneità degli interessi è inaccettabile.

Se poi si trasferisce la riflessione al livello della comunità degli investitori, è facile notare come queste occasionali diversità di interessi e preferenze possano addirittura arrivare a cristallizzarsi in tipologie diverse di investitori che non solo offrono ai loro clienti diverse combinazioni dei vari fattori rilevanti (orizzonti temporali, rischiosità, responsabilità sociale, ecc.) ma possono anche avere preferenze diverse relativamente non solo alla gestione delle singole società, ma anche alla natura complessiva del sistema (ad esempio, mentre un fondo pensione dovrebbe ovviamente preferire un ambiente poco volatile con un basso grado di rischio sistemico che gli consenta di programmare con tranquillità l'erogazione delle sue prestazioni, un fondo speculativo potrebbe anche avere preferenze opposte).

In conclusione riteniamo che il discorso relativo alle società benefit debba essere affrontato tenendo presenti i seguenti punti fermi. Esistono investitori con interessi e preferenze diverse, interessi e preferenze di cui il legislatore deve tenere adeguato conto se vuole costruire forme giuridiche appetibili, in grado di attrarre investimenti e risorse finanziarie. Nella costruzione di queste forme giuridiche va considerato che il potere discrezionale degli amministratori, al di là di ogni declamazione retorica (come quella contenuta nell'art. 2380 *bis* del nostro codice civile) è in realtà limitato non solo, come è sempre stato, dalla presenza di stabili coalizioni di maggioranza, ma anche dalla dipendenza dal mercato, dipendenza che riguarda oggi tutte le società, anche quelle con soci di riferimento maggioritari.

3. *Le caratteristiche della società benefit.*

La prima importante caratteristica della società benefit è che essa nasce, come qualsiasi altra società, per volontà di una e una sola precisa categoria di *stakeholders*, vale a dire i soci.

Ai soci non spetta però soltanto la decisione di dare vita ad una società benefit, ma anche la scelta delle "finalità di beneficio comune" che la stessa dovrà perseguire. Sotto questo aspetto, la legge sembra infatti lasciare ai soci grandi margini di libertà sia sulla quantità, sia sulla qualità delle finalità da perseguire.

I requisiti minimi previsti dalla legge sembrano limitarsi ai seguenti.

¹⁰ F. DENOZZA, *Non Financial Disclosure between 'Shareholder Value' and 'Socially Responsible Investing'*, in *Investor protection in Europe: corporate law making, the MiFID and beyond*, G. Ferrarini, E. Wymeersch. – Oxford University Press, 2006, 365.

In primo luogo, la società benefit deve perseguire, accanto alle finalità di beneficio comune, anche lo “scopo di dividere gli utili” derivanti dall’attività economica esercitata. Anche qui, per la verità, la legge non è chiarissima. Tanto per cominciare fa riferimento allo scopo lucrativo pur essendo, come abbiamo visto, ben possibile che la società benefit abbia la forma della società cooperativa. A parte questo, sembra comunque che ciò che la legge intende dire è che la società benefit ha quale caratteristica quella di combinare l’attività economica con scopo lucrativo – tipica della società quale forma di esercizio collettivo dell’impresa – con le finalità di beneficio comune; anzi, stando alla lettera della legge, la società benefit persegue le finalità di beneficio comune “nell’esercizio di un’attività economica”, come a confermare che si tratta proprio di una modalità di esercizio di un’attività di impresa (lucrativa, per giunta).

La legge dà poi una definizione di finalità di beneficio comune. Per “beneficio comune” si intende infatti “il perseguimento, nell’esercizio dell’attività economica delle società benefit, di uno o più effetti positivi, o la riduzione degli effetti negativi, su una o più categorie di cui al comma 376”. A loro volta, le categorie di cui al comma 376 sono “persone, comunità, territori e ambiente, beni ed attività culturali e sociali, enti e associazioni ed altri portatori di interesse” – dove, infine, per “altri portatori di interesse” si intendono “il soggetto o i gruppi di soggetti coinvolti, direttamente o indirettamente, dall’attività delle società di cui al comma 376, quali lavoratori, clienti, fornitori, finanziatori, creditori, pubblica amministrazione e società civile” (per le definizioni cfr. il comma 378 dell’art. 1 della legge).

Dunque la società benefit deve (i) perseguire almeno una finalità di beneficio comune (ma, sembra, anche solo una); (ii) fare ciò nell’esercizio di un’attività economica; (iii) operando “... 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” (comma 376).

Al netto di una certa dose di circolarità, almeno nella forma espositiva – un comma che richiama l’altro che a sua volta richiama il primo – il quadro sembra ragionevolmente chiaro: le società benefit devono perseguire un beneficio comune specifico, indicato nello statuto, e un beneficio comune (chiamiamolo) generico, definito dalla legge. In attesa di migliori riflessioni, possiamo notare che a parte capire l’effettiva portata vincolante del beneficio generico (cosa esattamente si richiede alle società benefit che non si richiede alle altre? le società non benefit non sono tenute ad operare in modo responsabile, sostenibile e trasparente?) i margini di libertà riservati ai soci sembrano molto apprezzabili. I soci possono anzitutto liberamente determinare l’ampiezza delle finalità di beneficio comune specifico che intendono la società persegua (“una o più finalità di beneficio comune”). In secondo luogo, le finalità possibili sono declinate dalla legge in modo da coprire virtualmente tutti gli ambiti tradizionalmente considerati rilevanti nell’ambito della responsabilità sociale dell’impresa e tutti gli *stakeholders* che vi corrispondono. In terzo luogo, totale libertà sembra anche essere riservata ai soci – ovviamente, nei limiti imposti in generale dalla legge – nel combinare ed eventualmente bilanciare tra loro diverse finalità di beneficio comune, fermo restando il riferimento al bilanciamento tra interesse dei soci e interessi di “coloro sui quali l’attività sociale possa avere un impatto” (comma 377).

Resta il punto relativo al possibile grado di vaghezza nella definizione delle finalità perseguite, punto particolarmente delicato, ovvio essendo che al grado di vaghezza è strettamente connesso il grado di vincolatività della clausola statutaria. La legge parla di “indicare specificamente” le finalità perseguite, ma la norma non sembra in grado di prevenire formulazioni tanto vaghe da risultare alla fine totalmente incoercibili⁽¹⁾. Del resto si può sin d’ora osservare (riprenderemo il punto tra poco) che chi volesse valorizzare il riferimento alla specificità per prevenire operazioni di pura facciata (i soci indicano un obiettivo così poco specifico da risultare evanescente) dovrebbe fare i conti con la possibilità opposta, e cioè che l’irrilevanza del beneficio comune derivi non dalla sua genericità, ma dalla sua eccessiva specificità. Può risultare infatti ugualmente irrilevante sia l’indicazione di un bene comune troppo ampio, sia quella di un bene comune troppo ristretto.

La realtà è che per soddisfare le velleità di chi volesse imporre al progetto dei soci una sostanziale consistenza (che magari i soci non desiderano dargli) occorrerebbe un severo controllo di merito sulle caratteristiche del beneficio comune indicato nello statuto. Controllo che nell’ordinamento vigente non sembra essere possibile, né coerente. Avrebbe infatti ben poco senso il tentare di imporre ai soci di svolgere attività che non intendono svolgere, sottoponendoli ad un obbligo cui possono sfuggire semplicemente evitando di costituire un tipo di società (la benefit) che non assicura loro nessun vantaggio esterno al di là del fatto di poter dare alla loro società una certa qualificazione.

4. *I principali problemi interpretativi.*

Venendo all’interpretazione sistematica della disciplina, un primo problema, cruciale per la collocazione dell’istituto, è quello di definire la fattispecie “società benefit”. Il quadro disegnato dalla legge è alquanto ambiguo. Da una parte, la legge esordisce disponendo che le sue disposizioni “hanno lo scopo di promuovere la costituzione e favorire la diffusione di società, di seguito denominate ‘società benefit’, 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” (comma 376). E aggiunge, come abbiamo già visto, che la società benefit deve “indicare specificatamente” le finalità dalla stessa perseguite nel suo oggetto sociale (art. 1, commi 377 e 379).

Dall’altra parte, la stessa legge prevede che le società diverse dalle società benefit che intendono perseguire anche “finalità di beneficio comune” devono modificare di

⁽¹⁾ Per tutti gli studiosi di CSR dovrebbe suonare come un monito a non prendere tante cose troppo sul serio il vecchio caso *Tripody v. Johnson and Johnson*, 877 F. Supp. 233 (D.N. J. 1995) in cui la Corte decise che al famosissimo “Credo” di Johnson and Johnson (considerato un esempio di grande responsabilità sociale un po’ *ante litteram*) mancano “specificity and detail required to justify employee reliance”; v. in argomento F. DENOZZA, *Responsabilità dell’impresa e “contratto sociale”: una critica*, in *Diritto, mercato ed etica*, Milano, Egea, 2010, 269, 272.

conseguenza l'atto costitutivo o lo statuto e darne pubblicità secondo le regole previste per ciascun tipo sociale ⁽¹²⁾.

Il complesso di queste disposizioni crea almeno due diversi tipi di ambiguità.

Innanzitutto: il comma 376 definisce la fattispecie “società benefit”? Dalla sua formulazione questo non emerge con chiarezza. Se, si conclude comunque in questo senso, quale parte della norma effettivamente definisce la fattispecie (e quale parte, eventualmente, contiene invece la disciplina della società benefit, e non la sua definizione)?

Inoltre: cosa significa la disposizione del comma 379? La modificazione dell'atto costitutivo significa che la società non benefit che modifica il proprio statuto “si trasforma” in una società benefit, oppure resta una non benefit che persegue tuttavia finalità di beneficio comune?

Pur riconoscendo che queste ambiguità rendono possibili interpretazioni diverse, a noi sembra che la meno problematica possa essere la seguente.

La fattispecie rilevante è quella della società che inserisce nel suo statuto il vincolo al perseguimento di specifiche finalità di beneficio comune. Le società che inseriscono questo vincolo possono qualificarsi anche ufficialmente come benefit ai sensi del comma 379 e sono obbligate ad operare in modo responsabile.

Questa interpretazione, che considera il vincolo statutario al perseguimento del bene comune come parte della fattispecie, mentre considera l'operare in modo responsabile come un obbligo e quindi come parte della disciplina, può avere un preciso senso se si tiene conto che nonostante la legge imponga la specificazione del beneficio comune perseguito, non sembra esistere, come si è già notato, alcuna norma in grado di imporre effettivamente che questo requisito sia rispettato. Come anche si è notato, esiste perciò la possibilità che i soci decidano di indicare o benefici comuni troppo precisi e circoscritti o benefici comuni assolutamente generici. In entrambi i casi l'effetto può essere quello di una totale assenza di serietà dell'operazione.

Il beneficio perseguito può essere infatti reso irrilevante, da un eccesso di specificità, o vago ed inconcludente, da un eccesso di genericità. Se si prende realisticamente atto di queste possibilità, l'obbligo di comportarsi comunque in modo responsabile verso gli *stakeholders* può essere interpretato come un vincolo volto a garantire che l'iniziativa abbia in ogni caso un minimo di effettiva serietà (anche se poi, come abbiamo già notato, non è molto chiaro quale possa a sua volta essere il contenuto dell'obbligo e cosa esattamente differenzi da questo punto divista le società benefit da quelle che non lo sono).

Questa interpretazione aiuta a risolvere in maniera sistematicamente coerente anche l'altro problema interpretativo, quello sollevato dall'art 379, che prevede che le società diverse dalla benefit che intendono perseguire anche “finalità di beneficio comune” devono modificare di conseguenza l'atto costitutivo o lo statuto e darne pubblicità secondo le regole previste per ciascun tipo sociale. Come si era notato, questa norma lascia aperto il dubbio se

⁽¹²⁾ Per la verità la legge non è chiarissima sul punto, perché si limita a prevedere che la società in questione debba modificare il proprio statuto ma non dice esplicitamente che questo la fa diventare una società benefit. Sull'interpretazione di questa disposizione, su cui torneremo tra breve nel testo, v. ASSONIME, *La disciplina delle società benefit*, Circolare n. 19 del 20 giugno 2016, www.assonime.it. 13.

la società non benefit che opera l'indicata modifica statutaria divenga una società benefit, o rimanga una società non benefit ⁽¹³⁾ autorizzata a comportarsi come una benefit.

A nostro avviso il dubbio va risolto nel senso che la società non benefit, che opera la modifica statutaria nel senso previsto dalla legge, diventa benefit a tutti gli effetti. Il che vuole dire che sarà tenuta ad operare in modo responsabile, che potrà fregiarsi del titolo di società benefit ai sensi del comma 379 e sarà soggetta alla disciplina del codice del consumo come previsto dal comma 384.

In questa prospettiva ci sembra poi che un altro delicato problema, quello dell'eventuale diritto di recesso dei soci di una società, per azioni o a responsabilità limitata, non benefit, che inserisca nello statuto il vincolo di perseguimento di un beneficio comune (con o senza conseguente assunzione anche della denominazione di società benefit), debba essere impostato considerando la differenza di disciplina che questo inserimento comporta, e i riflessi che la modifica dello statuto può avere sulla posizione del socio.

La nostra opinione è che la modifica deve essere considerata assolutamente significativa. E ciò a prescindere dal fatto che anche le società non benefit che non hanno alcuna disposizione statutaria in merito possano o non possano compiere atti o attività volti a promuovere un beneficio comune. A nostro avviso la disciplina applicabile ad una società non benefit priva di clausole statutarie particolari resta in ogni caso significativamente differente da quella applicabile ad una società che abbia inserito nello statuto il perseguimento di finalità di beneficio comune (e ciò sia che si ritenga, come noi crediamo, che divenga essa stessa una benefit, sia che si ritenga che resti una non benefit).

Infatti, esiste anzitutto un profilo attinente ai diversi limiti allo svolgimento di attività di questo tipo che possono esistere nei due casi. Per quanto si voglia dilatare l'autonomia delle società non benefit, non riteniamo che la loro libertà di azione con riguardo allo svolgimento di attività non lucrative possa essere totalmente equiparata a quella delle società benefit. Nessuna norma ci sembra autorizzare gli amministratori, o i soci di maggioranza, di società lucrative prive di clausole statutarie particolari, ad operare sistematici bilanciamenti tra il perseguimento di scopi di profitto e il perseguimento di pretesi benefici comuni di loro esclusiva scelta. Riteniamo perciò che tra società benefit e società puramente lucrative esista una insuperabile differenziazione prima di tutto *quantitativa*, con riguardo ai limiti in cui le une e le altre possono svolgere attività di beneficio comune. Il passaggio al regime della benefit comporta sicuramente un ampliamento della possibilità di perseguire benefici comuni.

Tale passaggio comporta però a nostro avviso un'altra differenza, forse ancora più radicale, nella disciplina applicabile alla società. Infatti, nella società non benefit la decisione di approfittare della possibilità, in ipotesi consentita dalla legge, di svolgimento di attività orientate in direzione della realizzazione di un beneficio comune, unitamente alle decisioni circa la determinazione delle modalità e dei limiti di concreta realizzazione della suddetta possibilità, sono tutte rimesse alla volontà degli amministratori o, per meglio dire, a quella di

⁽¹³⁾ Questa è la soluzione sostenuta da M. STELLA RICHTER JR., *L'impresa azionaria tra struttura societaria e funzione sociale, La funzione sociale nel diritto privato tra XX e XXI secolo*, Roma TrE- Press, 2017,

chi li nomina o comunque li controlla. Nella società benefit, invece, la realizzazione di questa attività diventa un obbligo il cui rispetto il socio di minoranza può a seconda delle circostanze anche tentare di imporre (se l'attività è sufficientemente specificata nello statuto) e che lo stesso socio di minoranza non può sicuramente tentare di limitare e di impedire, almeno fino a quando tale attività rimanga all'interno dei limiti fissati dallo statuto e dalla legge. Nel complesso riteniamo perciò che la modifica dello statuto di una società non benefit nel senso indicato dal comma 379 comporta sicuramente una sostanziale modifica della attività della società e delle condizioni dell'investimento del socio.

Quanto al tema della possibilità per la società non benefit di esercitare, *in misura rilevante*, attività volte al bene comune e prive di qualsiasi finalità lucrativa, la nostra opinione è che questa possibilità, ammesso che esistesse prima della legge sulle società benefit (cosa di cui peraltro dubitiamo fortemente) non è oggi più consentita nel nostro ordinamento e si porrebbe in esplicito contrasto con il richiamato art. 379. Le società lucrative potranno continuare a compiere occasionali e marginali atti di beneficenza e, ovviamente, atti e attività che siano nell'immediato non remunerative, ma che possano essere comunque considerate come indirettamente strumentali rispetto ai fini lucrativi della società (come nel classico esempio delle attività filantropiche in grado di assicurare all'impresa sociale una positiva visibilità in maniera non diversa da una spesa di tipo direttamente pubblicitario).

Attività che non siano neppure indirettamente connesse con il perseguimento dello scopo di lucro sociale, se anche potevano essere esercitate prima, non possono più essere esercitate adesso.

Tale soluzione (le società non benefit non possono compiere atti o attività che siano in nessun modo strumentali allo scopo di lucro dichiarato ai soci nel momento in cui hanno investito) ci sembra giustificata dal fatto che qui la tutela dell'autonomia privata della società (che poi in concreto vuole dire dei suoi amministratori e dei suoi soci di maggioranza) e, quindi, la possibilità per lei di decidere liberamente, ad es., se fare o non fare beneficenza, debba cedere di fronte alla tutela dell'autonomia dei soci che hanno investito in una società lucrativa e hanno una conseguente ragionevole pretesa a che le risorse da loro fornite non siano impiegate, senza il loro consenso, in usi diversi da quelli cui hanno ritenuto di destinarle. Non ci sembra che sia meritevole di protezione l'interesse dei soci di maggioranza, e degli amministratori da essi nominati, a poter impiegare i soldi ricevuti da altri in attività di beneficio comune di loro scelta.

Ci sembra poi che quanto abbiamo osservato sin qui sul margine di autonomia di cui godono i soci, trovi una importante conferma nella – apparentemente abbastanza oscura – disposizione del comma 377, secondo cui “sono perseguite mediante una gestione volta al bilanciamento con l'interesse dei soci e con l'interesse di coloro sui quali l'attività sociale possa avere un impatto”. La formulazione letterale sembrerebbe evocare un bilanciamento tra – da una parte – il perseguimento delle finalità di interesse comune e – dall'altra – l'interesse dei soci e quello di coloro sui quali l'attività sociale possa avere impatto. Tuttavia, da un lato, il riferimento all'interesse dei soci non è del tutto chiaro: l'interesse dei soci, in una società benefit, dovrebbe risultare proprio dalla combinazione tra scopo di lucro e finalità di beneficio comune, comunque specificate. Quindi qual'è il significato di questo (ulteriore?)

bilanciamento? D'altra parte, con l'espressione "coloro sui quali l'attività sociale possa avere un impatto" cosa si intende? Coloro che sono stati indicati quali categorie rilevanti dai soci nella clausola dell'oggetto sociale? O invece anche tutti quelli non menzionati?

Una lettura che ci sembra possibile, e coerente con l'impostazione teorica che abbiamo tracciato all'inizio di questo lavoro, è nel senso che il riferimento al bilanciamento quale "modo" di gestione della società benefit deve intendersi proprio come indicazione strumentale, cioè riferita al come la società benefit possa, nell'esercizio della sua attività (economica) perseguire sia lo scopo di lucro – che possiamo assumere implicitamente evocato nel riferimento all'interesse dei soci – sia le finalità di beneficio comune, alle quali sono collegati gli interessi dei soggetti sui quali l'attività sociale possa avere impatto. In questo senso la disposizione sembra un'indicazione rivolta agli amministratori che nel "gestire" la società benefit devono effettuare il bilanciamento tra i diversi interessi al fine di raggiungere lo scopo sociale, nella sua declinazione bidimensionale lucro-interesse dei soci / beneficio comune interesse di coloro sui quali l'attività sociale possa avere impatto. Se la nostra lettura è corretta, questa disposizione risulta coerente con la nostra tesi secondo cui l'obiettivo perseguito dalla legge non è quello di dare maggiore potere all'uno o all'altro dei diversi portatori di interesse diversi dai soci perché questi possano utilizzarlo in una interazione socialmente conflittuale, ma è invece quello di favorire il raggiungimento di un equilibrio ottimale. Equilibrio che nel caso della società benefit è definito dai soci – nella clausola dell'oggetto sociale – come un'ottimale combinazione tra perseguimento del profitto e protezione degli interessi che gli stessi soci hanno deciso di considerare rilevanti. In questa prospettiva, una disposizione "strumentale" come quella del comma 377 appare assolutamente coerente.

5. *Il beneficio comune disatteso e la responsabilità della società benefit.*

Per l'ipotesi in cui il perseguimento del beneficio comune venga disatteso, la legge non attribuisce agli *stakeholders* che sarebbero stati avvantaggiati dal suo perseguimento alcuno specifico rimedio. Tale non può essere considerato quello previsto al comma 384, a norma del quale "la società benefit che non persegua le finalità di beneficio comune è soggetta alle disposizioni di cui al decreto legislativo 2 agosto 2007, n. 145, in materia di pubblicità ingannevole e alle disposizioni del codice del consumo, di cui al decreto legislativo 6 settembre 2005, n. 206. L'Autorità garante della concorrenza e del mercato svolge i relativi compiti o attività (...)".

È possibile che la norma possa finire per introdurre (magari anche molto al di là delle intenzioni del legislatore) una forma di potenziale intervento sanzionatorio nei confronti della società benefit che avesse a non rispettare l'impegno a realizzare i benefici comuni per cui si era impegnata. Quel che è certo però è che l'eventuale protezione degli *stakeholders* delusi dal mancato adempimento delle promesse della società benefit resterebbe comunque indiretta. La protezione riguarderebbe in via diretta consumatori e professionisti, non in quanto *stakeholders*, e cioè in quanto portatori di interessi non finanziari al buon funzionamento delle imprese, ma in quanto controparti mercantili delle imprese. L'oggetto

diretto e principale di tutela non è quindi la responsabilizzazione dell'impresa verso i suoi *stakeholders*, ma il buon funzionamento del mercato e la lotta contro le c.d. *market failures*.

Agli *stakeholders* restano perciò i rimedi eventualmente esercitabili in base al diritto comune, tenendo presente che manca nella nostra legge una previsione espressa, come quella della *model legislation* americana⁽¹⁴⁾, che escluda la possibilità per soggetti diversi (dalla società, e) dagli azionisti di far valere l'inadempimento della società benefit o dei suoi amministratori allo scopo di beneficio comune (generale o specifico)⁽¹⁵⁾.

Forse il nostro legislatore intendeva muoversi nella medesima direzione degli ordinamenti statunitensi, là dove con il comma 381, ha disposto che “l'inosservanza degli obblighi di cui al comma 380 può costituire inadempimento dei doveri imposti agli amministratori dalla legge e dallo statuto. In caso di inadempimento degli obblighi di cui al comma 380, si applica quanto disposto dal codice civile in relazione a ciascun tipo di società in tema di responsabilità degli amministratori”. La disposizione sembra infatti chiaramente ispirata dalla volontà di mantenere la disciplina della responsabilità degli amministratori delle società benefit nell'alveo del sistema vigente del diritto societario e di affermare il principio per cui nessun soggetto la cui tutela nei confronti degli amministratori non sia già prevista nel vigente diritto societario possa far valere pretese contro gli amministratori della società benefit.

Questa conclusione, di per sé abbastanza certa, lascia però aperta, con riferimento al nostro caso, un'incognita, legata alla presenza nel nostro ordinamento dell'art. 2395 cod. civ., norma che fa ovviamente parte di quelle applicabili alla società benefit, e la cui non chiarissima portata può giustificare la formulazione di un inquietante interrogativo. Gli *stakeholders* (quelli potenzialmente avvantaggiati dal perseguimento da parte della società del beneficio comune indicato in statuto e quelli verso cui la società ha l'obbligo di comportarsi in maniera responsabile, sostenibile e trasparente) in caso di inadempimento da parte degli amministratori agli obblighi connessi alla qualità benefit della società da essi amministrata, possono essere annoverati tra i terzi “direttamente danneggiati” ai sensi dell'art. 2395?⁽¹⁶⁾ La questione è molto complessa, sia per le note difficoltà generali di dare una soddisfacente collocazione sistematica alla norma dell'art. 2395, sia per le peculiarità del caso specifico (è possibile che la scelta di adottare la forma della benefit non comporti la nascita di alcun diritto degli *stakeholders* verso la società e comporti invece la nascita di loro potenziali pretese nei confronti degli amministratori di questa?).

⁽¹⁴⁾ La Model Legislation è disponibile in <http://benefitcorp.net/attorneys/model-legislation>. Sulla differenza tra le *B Corp* promosse da *B Lab* e le *Benefit Corporation* previste dalle leggi di alcuni stati americani, cfr. HILLER, (nt.1), 290 e LOEWENSTEIN, (nt. 1), che propone una attenta rassegna di analogie e differenze ma che comunque concorda sul fatto che “the Model Legislation promoted by B Lab has been the basis for all of the benefit corporation legislation adopted to date”.

⁽¹⁵⁾ Nella disciplina-modello statunitense vi è una previsione espressa che esclude che sia la benefit stessa, sia i suoi amministratori abbiano qualsivoglia “enforceable duty” verso soggetti diversi dagli azionisti, a meno che non siano gli stessi azionisti, tramite una specifica previsione statutaria, a prevedere la possibilità che soggetti diversi possano agire contro gli amministratori (o la stessa benefit corporation) per “failure to pursue or create general public benefit or a specific public benefit set forth in its articles of incorporation” Sul punto, cfr. HILLER, (nt.1), 294.

⁽¹⁶⁾ Per qualche prima notazione cfr. ASSONIME, (nt. 12), 27.

Nel complesso la nostra opinione è che sulla base di questa disciplina è ben difficile che agli *stakeholders*, pur identificabili come ipotetici beneficiari dell'attività sociale, verranno riconosciute significative possibilità di agire direttamente contro la società o i suoi amministratori per imporre loro il rispetto dell'impegno assunto, o per ottenere risarcimenti da inadempimento. Con ciò il modello di lettura della disciplina della società benefit qui proposto risulterà confermato, anche con riferimento al nostro ordinamento. Non intendiamo tuttavia escludere la possibilità che il nostro legislatore abbia sottovalutato peculiarità del nostro ordinamento (tra cui, come si è appena detto, la presenza dell'art. 2395 cod. civ.) che potrebbero comportare l'occasionale assegnazione agli *stakeholders* indicati come beneficiari dell'attività della benefit, di diritti esercitabili contro la società e/o i suoi amministratori.

6. *Conclusioni: gli investitori con preferenze benefit nel sistema del diritto delle spa.*

Accantonando i dubbi sollevati nel paragrafo precedente, e immaginando una società benefit (molto simile a quella americana) in cui gli *stakeholders* non possono esercitare alcuna azione e nessuno ha i poteri per sanzionare il mancato perseguimento del beneficio promesso, non è difficile osservare come l'introduzione di un modello di società *ad hoc* in cui i soci godono di ampia autonomia nell'ordinare le proprie (diverse) preferenze in una certa combinazione tra perseguimento del profitto e realizzazione di benefici per (uno o più) *stakeholders*, colmi una lacuna e consenta che le diverse preferenze degli investitori possano essere incanalate in maniera più ordinata e sicura.

D'ora in poi gli investitori interessati al perseguimento dell'uno o dell'altro beneficio comune potranno investire nella società che soddisfa al meglio le loro preferenze con la garanzia, da una parte, che nessun socio di minoranza potrà opporsi al perseguimento del beneficio definito nello statuto e, dall'altra, che la stessa maggioranza, e gli amministratori da essa nominati, dovranno in caso che il beneficio venga disatteso, sopportare le reazioni degli investitori dissenzienti, reazioni che potranno essere tanto più energiche quanto più preciso e concreto sia il beneficio definito nello statuto.

In conclusione, se si osserva la società benefit non dal punto di vista della creazione di uno strumento di *empowerment* degli *stakeholders* non finanziari, ma da quello di uno strumento di composizione di possibili contrasti tra investitori, essa viene a contrapporsi alle società lucrative ordinarie in una più che coerente e ragionevole divisione dei ruoli.

Se si osserva il sistema da questo (dei soci-investitori) punto di vista, e non si dimentica che gli amministratori devono tenere conto degli interessi di costoro non solo per evitare possibili azioni di responsabilità, ma anche per garantirsi la permanenza in carica, potremmo ricostruire il quadro seguente.

Assumendo come oggetto la possibilità di effettuare scelte che riducono i profitti a beneficio dell'interesse di qualcuno degli *stakeholders* diversi dai soci, e come variabile il potere dei soci al riguardo, possiamo ricostruire il seguente schema.

Nelle società esclusivamente lucrative le scelte in questione:

- se si accetta la teoria dello *shareholder value* ⁽¹⁷⁾ (e se si interpreta letteralmente il comma 379 della legge) possono essere impedito da qualsiasi socio (con la minaccia di azioni di responsabilità nei confronti degli amministratori) a meno che esista un immediato e constatabile legame tra l'erogazione del beneficio per gli *stakeholders* e un qualche guadagno per la società;

- se si accetta la teoria dell'*enlightened shareholder value* ⁽¹⁸⁾ possono essere impedito da qualsiasi socio solo quando comportino svantaggi per i soci che siano più o meno significativi (a seconda delle varie sfumature interpretative della nozione di "illuminazione") e non siano bilanciati da alcun beneficio, anche remoto e futuro, mentre possono essere in ogni caso impedito (o almeno punite) dalla maggioranza dei soci mediante la revoca o la mancata riconferma degli amministratori;

- se si accetta la *team production theory* ⁽¹⁹⁾, o qualche teoria equivalente sulla insindacabilità dell'esercizio di certi poteri degli amministratori ⁽²⁰⁾, devono essere sopportate dai singoli soci e possono essere impedito solo dalla maggioranza dei soci mediante minaccia di revoca, o di non riconferma, degli amministratori (e possono essere punite dagli investitori con le loro scelte di investimento).

Nelle società benefit, invece, le scelte in favore di *stakeholders* non finanziari che non siano in alcun modo strumentali all'accrescimento del lucro sociale:

- possono essere dai soci precisamente indirizzate (attraverso la scelta di definire un beneficio sufficientemente specifico) o rimesse alla discrezionalità degli amministratori (attraverso una definizione molto generica del beneficio), sotto la sorveglianza del potere di revoca o di non riconferma della maggioranza. Nei limiti in cui il beneficio sia sufficientemente identificabile, il singolo socio può tentare di imporre il perseguimento con la minaccia di azioni interne all'ordinamento societario ⁽²¹⁾;

⁽¹⁷⁾ *eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark*, p. 35: "Directors of a for-profit Delaware corporation cannot deploy a rights plan to defend a business strategy that openly eschews stockholder wealth maximization—at least not consistently with the directors' fiduciary duties under Delaware law".

⁽¹⁸⁾ M. JENSEN, "Value Maximisation, Stakeholder Theory and the Corporate Objective Function" (2001) http://papers.ssrn.com/abstract_id=220671. Per un'analisi recente e documentata cfr. M. RAHIM, *The rise of enlightened shareholder primacy and its impact on US corporate self-regulation*, *Int'l Company and Commercial L. Rev.* 2014, 409. V. HARPER HO, 'Enlightened Shareholder Value': *Corporate Governance Beyond the Shareholder-Stakeholder Divide* (August 11, 2010), *Journal of Corporation Law*, 2010, 59, SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1476116> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1476116>.

⁽¹⁹⁾ L. STOUT, *The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public*; Berret Keohler Publications, 2012; M. BLAIR - L.A. STOUT, *A Team Production Theory of Corporate Law*, 85 *Virginia Law Review*, 1999; M. BLAIR - L. STOUT, *Director Accountability and the Mediating Role of the Corporate Board*, <http://papers.ssrn.com/abstract=266622>; e le annotazioni critiche di A. MEESE, *The Team Production Theory of Corporate Law: a Critical Assessment*, in *William and Mary Law Review* (March 2002), http://www.accessmylibrary.com/coms2/summary_0286-90424_ITM.

⁽²⁰⁾ B. CHOUDHURY, *Serving Two Masters: Incorporating Social Responsibility into the Corporate Paradigm*, 11 *U. Pa. J. Bus. L.* 631, 657 (2009) ("[A] corporate decision that promotes the interests of any corporate stakeholder, but fails to align with profit goals, will likely still find protection under the business judgment rule").

⁽²¹⁾ La possibilità per i soci di minoranza di imporre il rispetto della vocazione "sociale" della benefit, è giustamente considerata da alcuni come la specifica caratteristica della società benefit (nella dottrina italiana v. L. VENTURA, *Benefit Corporation e circolazione di modelli*, *Contratto e impresa*, 2016, 1134, 1151; la rilevanza di questo aspetto- non si tratta solo di cosa le società possono o non possono fare, ma soprattutto di chi al loro interno può imporre cosa a chi - sembra invece sfuggire al commento di Assonime).

- possono essere nei fatti disattese con il consenso di tutti i soci (salve le eventuali sanzioni derivanti alla società dall'applicazione del codice del consumo) specialmente quando i soci abbiano definito il beneficio in maniera adeguatamente vaga.

Come emerge da questo quadro, l'introduzione della società benefit arricchisce la gamma di opzioni a disposizione degli investitori e assicura loro una certa trasparenza in ordine all'opzione in concreto scelta dalla singola società (specie se si ritiene che le società puramente lucrative debbano perseguire esclusivamente lo *shareholder value* nella sua più restrittiva concezione).

Questa caratteristica è sufficiente a conferire alla società benefit una precisa identità istituzionale in una prospettiva (*sistemica*) che affida agli investitori la scelta degli equilibri che preferiscono realizzare. Resta da vedere se gli spunti offerti dal rinvio al codice del consumo, e la mancata esplicita esclusione dell'azione *ex art. 2395 cod. civ.*, possano condurre ad una qualche forma di *empowerment* degli *stakeholders* diversi dai soci e possano dare un senso alla società benefit anche nella prospettiva (*sociale*) di un intervento regolatore dei conflitti che esistono tra i vari interessi coinvolti nell'esercizio delle imprese.

Va considerato però che questa possibilità può nella realtà scontrarsi con una serie difficoltà di fatto, come l'esistenza di una definizione statutaria del beneficio che non ne consenta una pur minima "operazionabilità", i limiti alla sindacabilità del potere di bilanciamento attribuito agli amministratori, la difficoltà di provare il danno per la società, ecc..