

XIII CONVEGNO ANNUALE DELL' ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI
UNIVERSITARI
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"

*"Il diritto commerciale, le lezioni dalla pandemia e la pianificazione
del rilancio economico"*

Roma, 27-28 maggio 2022

ALESSANDRO MORINI

**I nuovi orientamenti della governance societaria nel prisma degli
strumenti di attuazione: *Shadow Governance, Ceo Political Engagement, e
Public Responsibility Committees. Un neo-istituzionalismo di maniera o
Entrenchment?***

SOMMARIO: 1. Premessa e linee di indagine. - 2. Shadow Governance. - 3. La relazione
esistente tra policies, la composizione del consiglio di amministrazione e
l'assolvimento delle funzioni di monitoraggio. 4. CEO Politics. 5. Public
responsibility Committees e la discrezionalità selettiva degli amministratori. 6.
Qualità degli azionisti e corporate purpose. 7. L'ambigua adesione dei CEO alla
teoria del corporate purpose e dello stakeholderism. 8. I due poli della
dialettica: il ritorno ad un (cauto) istituzionalismo o un nuovo e sofisticato
strumento di entrenchment degli amministratori?.

1. Premessa e linee di indagine.

L'avvento della pandemia è stato il catalizzatore di tendenze che
contraddistinguono l'attuale evolversi dell'attività di impresa: il processo
di accelerata digitalizzazione delle funzioni, l'attenzione alle questioni
ambientali, l'esercizio di *voice* su problematiche a sfondo politico. Tutto ciò
genera una complessa ed articolata evoluzione modificativa di strumenti e

contenuti tramite i quali in concreto si declina la *governance* delle società quotate.

Naturalmente, allo stato attuale di questi processi, abbiamo evidenza soltanto delle linee di tendenza: talune ormai accentuate e prossime a definire il perimetro del proprio consolidamento, altre in una fase di formazione e, quindi, non ancora dotate di tutti i caratteri distintivi.

Tuttavia, a prescindere dallo stadio evolutivo di ciascuna, esse aggregano, contemporaneamente, elementi di rilevante innovazione rispetto alla tradizione ed echi amplificati del passato che vengono declinati in nuove ed originali articolazioni grazie - proprio - al coesistere di eccezionali circostanze storiche indotte dalla pandemia ed alle epocali trasformazioni organizzative ed imprenditoriali generate dalla innovazione tecnologica digitale.

Muovendo da questo punto di osservazione è possibile circoscrivere, in prima approssimazione, una articolata serie di strumenti di *soft government* che si affiancano ai tradizionali documenti societari e di auto-regolamentazione (*stewardship codes, By-law*) e generano forme di *self restraint* del potere gestionale degli amministratori fuori del controllo deliberativo degli azionisti: tali strumenti vengono ora raggruppati sotto la denominazione di *shadow governance*.

Quasi in contrapposizione a queste *policies* gestionali - autoimposte dal consiglio di amministrazione - si palesano, al contrario, prese di posizione individuali - su temi di dibattito politico - da parte dei vertici amministrativi delle grandi società quotate, estranee alla tradizione americana di schierarsi nel contesto politico, e che richiamano stagioni nelle quali sussistevano vasi comunicanti tra il governo societario e quello federale. Questo posizionamento politico - che si potrebbe sintetizzare nell'espressione *Ceo's Political Engagement* - rimarca l'autonomia (e la rappresentanza esclusiva) dei vertici operativi dell'impresa rispetto agli

organi gestionali in una stagione nella quale, però, sembrano individuarsi segni evidenti di rinnovato interventismo da parte degli azionisti nell'orientare le scelte organizzative degli amministratori.

Le prese di posizione degli amministratori delegati devono, poi, confrontarsi con la scelta, compiuta da talune società, di ridare impulso a (o comunque utilizzare) articolazioni di *governance* - che possono fregiarsi di una consolidata tradizione - con la finalità di creare un raccordo tra la *corporation* e le pressioni politico-sociali ad essa esterne: soprattutto sui temi della responsabilità sociale e, in ogni caso, raccordando le tematiche della *social responsibility* con gli strumenti appartenenti al novero della *shadow governance*.

Quale dovrebbe, quindi essere, il comune denominatore che unisce i singoli punti e riesce a dare coerenza unitaria ad un quadro, in apparenza, sparso, disomogeneo e forse contraddittorio ?.

Un possibile profilo di aggregazione dovrebbe potersi individuare nel dibattito intorno al *corporate purpose*; esso assume, infatti, diverse declinazioni.

Vi è quella, certamente più nota, che - risalendo nel dibattito fin negli anni '30 - tende a comprimere il ruolo degli amministratori come creatori di valore per gli azionisti ed a costruire una vera e propria *stakeholders governance*.

Ma vi è anche una dimensione più "formalistica" che accede alla formulazione dello scopo sociale (nella sua dicotomia con l'oggetto sociale) ed ai vincoli che esso, in uno con gli altri documenti di *governance*, determina nell'agire amministrativo ovvero, ancor più, laddove esso si spinga fino ai territori della *benefit corporation*.

Ma, in sintesi, il percorso porta a rilevare che sta emergendo una tendenza - nel pensiero e nella riflessione intorno alla *governance* societaria (e non unicamente ad opera degli studiosi ma paradossalmente dalle voci

più vicine al management) - che potrebbe chiaramente ricondursi al versante istituzionalistico; ed è, quindi, particolarmente interessante esaminare i singoli frammenti, che si sono brevemente elencati, nella prospettiva di verificare se essi altro non sono se non tasselli di un nuovo disegno istituzionalista che sta emergendo all'esito di eventi, circostanze, innovazioni che appaiono dirompenti rispetto al quadro di riferimento che aveva consacrato come "norma" la *shareholders primacy* e unicamente orientato gli amministratori al perseguimento del valore per gli azionisti.

Tutto ciò senza, al contempo, dimenticare - assumendo il taglio critico del fenomeno - che gli intenti perseguiti dalla aristocrazia dei vertici rappresentativi delle grandi società americane nel dare un rilievo primario agli *stakeholder* potrebbero essere puramente strumentali al mantenimento del completo dominio gestionale sulle società che amministrano a fronte dell'attivismo (e della conseguenza ingerenza) degli azionisti e dei fondi di private equity.

2. *Shadow Governance*

Un primo aspetto, tra quelli che si sono prescelti allo scopo di individuare talune linee evolutive della governance societaria, è rappresentato dal versante della *shadow governance* (1).

Bisogna anzitutto illuminare che cosa si intenda designare con tale definizione. E' l'evidenza semantica a chiarisce che affiancare "shadow" ad altro sostantivo significa indicarne il segmento occulto non immediatamente percepibile e, in taluni casi, volutamente nascosto (2).

(1) Lo studio che ha avviato l'individuazione del fenomeno è NILI, HWANG, *Shadow Governance*, 108 CALIF. L. REV. 1097 (2020).

(2) Vengono alla mente l'impiego del termine in informatica nella quale una variabile locale si "nasconde", all'interno di un blocco; ovvero l'espressione *work shadowing* con il quale si individua l'apprendimento di *skill* lavorativi per affiancamento ed in generale forme specifiche di psicologia cognitiva; o, ancora, il caso più prossimo dello *shadow banking* con il quale si designano i fenomeni di intermediazione del denaro classificabili come non bancari e, quindi, per implicito che si sottraggono alla regolazione.

Perciò con tale espressione si intende il riferimento alle *policies* interne alla società che ne disciplinano le funzioni di governo ⁽³⁾; esse presentano due caratteristiche fondamentali: la prima, per differenza, essendo esse diverse dall'atto costitutivo e dallo statuto ⁽⁴⁾, la seconda, in ragione della fonte da cui tali documenti promanano che è rappresentata dallo stesso organo gestorio destinato ad utilizzarle senza concorso alcuno della volontà dei soci.

L'aspetto caratterizzante di tali strumenti è dato dal fatto che essi, a differenza dello statuto, forniscono rilevanti indicazioni su come gli organi esecutivi della società (ed anche, in taluni casi, i suoi Key Employee) assumano le proprie decisioni, in funzioni di quali scopi e alla luce di quali auto-limitazioni essi si siano imposti.

La catalogazione delle tipologie di documenti che perimetrano la *shadow governance* non può necessariamente essere unitaria poiché dipende da una serie di variabili.

In prima approssimazioni possono indicarsi alcuni elementi di classificazione. Anzitutto appartengono a questa categoria i regolamenti di cui la normativa nazionale (od europea) impone l'adozione: a questo novero appartengono, a titolo esemplificativo, nel nostro ordinamento i regolamenti per le operazioni con parti correlate, ovvero il Modello di organizzazione gestione e controllo (ex D. Lgs. 231/2001), il regolamento della gestione delle segnalazioni (*whistleblower*) ⁽⁵⁾ nonché la disciplina

⁽³⁾ « internal policies covering a breadth of governance functions » NILI, HWANG, (nt 1), 1099.

⁽⁴⁾ eventualmente nel diritto italiano si dovrebbe anche includere il regolamento assembleare di cui all'articolo 2364 comma 1 n. 5) cod. civ. Circoscrive a tale unico elemento la famiglia della *shadow governance* NILI, HWANG, (nt 1), 10997.

⁽⁵⁾ Previsto, peraltro, anche negli Stati Uniti dal *Sarbanes - Oxley Act* del 2002.

dell'*Internal Dealing* ad essi si apparentano ad esempio, nel Regno Unito, lo *Slavery Statement* previsto dalla *UK Modern Slavery Act* del 2015 ⁽⁶⁾.

Un successivo raggruppamento include i regolamenti di funzionamento del consiglio di amministrazione e dei comitati endo-consigliari ed, infine, una ulteriore categoria è quella delle vere e proprie *policies* che le singole società adottano nelle più disparate materie.

Il livello di interesse, ai fini che qui competono, è inversamente decrescente rispetto all'elencazione. Infatti l'obbligatoria adozione di una tipologia di documento fa sì che, nella prassi applicativa, non solo italiana, vengano utilizzati dei modelli standard usualmente predisposti dalle associazioni di appartenenza.

Diverso ciò che accade sia per i regolamenti di funzionamento degli organi gestori e delle rispettive articolazioni interne e per le *policies*.

Quanto ai primi deve anzitutto rilevarsi la significativa differenza che intercorre tra i comitati interni al consiglio di amministrazione negli Stati Uniti ⁽⁷⁾ rispetto alla loro proiezione europea e, per quanto qui interessa, italiana. Infatti i *committees* ⁽⁸⁾ delle società americane, sia per le funzioni che svolgono quando sono stabilmente costituiti sia in relazione alle speciali attribuzioni, quanto vengono nominati *ad hoc*, sono dei veri e propri organi delegati rispetto al consiglio di amministrazione ⁽⁹⁾; al

⁽⁶⁾ Cfr. MANTOUVALOU, *The UK Modern Slavery Act 2015 Three Years On*, 81 MODERN L. REV. 1017 (2018).

⁽⁷⁾ Per un primo approccio storico al tema ed ai relative precedenti cfr. HALLIDAY, *Corporation Executive Committees*, 16 CLEV.-MARSHALL L. REV. 167 (1967).

⁽⁸⁾ La più estesa indagine quantitativa sulla composizione dei *board committees* americani può leggersi in CHEN, WU, *The Structure of Board Committees* (September 1, 2016), Harvard Business School Working Paper 17-032 che ha analizzato un campione di 6000 società americane quotate.

⁽⁹⁾ A titolo esemplificativo EXXON MOBIL CORPORATION By-Laws, Articolle III: «Committees of the Board. 1. The board, by resolution adopted by a majority of the entire board, may appoint from among its members an executive committee and one or more other committees, each of which shall have at least three members. To the extent provided in such resolution, each such committee shall have and may exercise all the authority of the board».

contrario in Italia ⁽¹⁰⁾ ed in Europa ⁽¹¹⁾ hanno una funzione - prevalente se non unica - di supporto ed istruttoria delle decisioni consiliari ma restano privi di poteri gestionali.

Muovendo da tale osservazione si può procedere con la constatazione che, almeno con riguardo all'ordinamento statunitense, l'articolazione consiliare in comitati, produce una segmentazione del potere gestorio al netto della delega attribuita all'amministratore delegato (CEO) della società: risultato del quale, in tempi recenti, si è posta in dubbio la reale efficienza principalmente sotto il profilo della completezza informativa dei membri del consiglio ⁽¹²⁾.

Per quanto poi riguarda l'ultimo dei gruppi di documenti appartenenti alla *shadow governance* che si è inteso circoscrivere cioè quello delle *policies* o dei *code of conduct* è interessante porre in luce alcune caratteristiche.

⁽¹⁰⁾ A titolo esemplificativo ENI S.P.A. - art. 17.6 Statuto: «17.6 Il Consiglio può istituire al proprio interno Comitati cui attribuire funzioni consultive e propositive su specifiche materie». In dottrina italiana sulla funzione consultiva dei comitati interni da ultimo cfr. DESIDERIO, *Poteri individuali degli amministratori non esecutivi di società per azioni di diritto comune, bancarie e finanziarie (a sistema tradizionale)*, Milano, 2021, 120; STABILE, *I presidente del comitato endoconsiliare come amministratore indipendente alla luce del nuovo Codice di Corporate Governance: requisiti, funzioni, poteri*, in *Riv. dir. Societario*, 2021, 815 nonché in giurisprudenza Cass. 27 ottobre 2020, n. 23554 (con riferimento al comitato remunerazioni).

⁽¹¹⁾ Analogamente negli altri paesi europei: in Francia, dopo la legittimazione all'istituzione di tali comitati operata con l'art. 90, alinea 2 Décret n°67-236 du 23 mars 1967 (poi abrogato con Décret n°2007-431 du 25 mars 2007 - art. 3): «Il peut décider la création de comités chargés d'étudier les questions que lui-même ou son président soumet, pour avis, à leur examen. Il fixe la composition et les attributions des comités qui exercent leur activité sous sa responsabilité.» cfr. CALENDINI, *Les comités de direction*, *Bull. Joly* 1992, 851. In Spagna cfr. ALBERTO ALONSO UREBA, *Las comisiones especializadas de supervisión y control en el modelo de consejo de administración de la sociedad cotizada*, in *Revista de derecho de sociedades*, N° 55, 2019, 1 che ha consentito istituzione di tali commissioni interne con Ley 31/2014, de 3 de diciembre che ha introdotto il nuovo articolo 529 terdecies della Ley de Sociedades de Capital.

⁽¹²⁾ Cfr. ADAMS, RAGUNATHAN, TUMARKIN, *Death by Committee? An Analysis of Corporate Board (Sub-) Committees* (May 1, 2020) disponibile su: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2736027>

Anzitutto, come è stato dimostrato ⁽¹³⁾, questi documenti (in particolare i *code of conduct* e simili) sono adottati da una elevatissima percentuale di società anche perché la ragione di la loro implementazione è prevista sia dal *Sarbanes-Oxley Act* del 2002 ⁽¹⁴⁾ ma anche dalle *listing rules* del NYSE e del NASDAQ ⁽¹⁵⁾; al di là dell'elemento puramente statistico è rilevante il fatto che esse coprano una varietà di temi molto estesa che – come è stato rilevato – «aimed at promoting ethical and honest conduct, complying with rules and regulations, producing fair and honest disclosures, reporting internal violations, and promoting accountability»⁽¹⁶⁾.

Analoga indagine compiuta ai fini dell'elaborazione del presente studio ed a valere – quale campione - sulle società italiane che compongono l'indice *Financial Times Stock Exchange Milano* Indice di Borsa (FTSE MIB) ⁽¹⁷⁾ ha dimostrato alcune evidenze significative.

Deve subito segnalarsi che quest'ultima categoria di documenti non è in Italia specificatamente oggetto di alcun obbligo di adozione né derivante da norme né da autoregolamentazione: il che dimostra che, comunque, il modello transatlantico è già profondamente inserito nel tessuto degli strumenti di *governance* delle società nazionali.

⁽¹³⁾ Cfr. NILI, HWANG, (nt 1), 1114.

⁽¹⁴⁾ Cfr. *Sarbanes-Oxley Act of 2002*, Pub. L. No. 107-204, 116 Stat. 745 § 406, [15 U.S.C. § 7264 (2018)].

⁽¹⁵⁾ Cfr. Requirement and Disclosure Requirements of NYSE Listed Company Manual Section 303A.10.

⁽¹⁶⁾ Cfr. NILI, HWANG, (nt 1), 1114.

⁽¹⁷⁾ Si tratta è il principale indice di *benchmark* dei mercati azionari italiani; cattura circa l'80% della capitalizzazione di mercato interna ed è composto da 40 titoli azionari (per le metodologie di calcolo dell'indice cfr. https://www.borsaitaliana.it/azioni/tutti-gli-indici/metodologiadicolo/ftse_pdf.htm). Si segnala che l'indagine ha riguardato trentadue società posto che sette società dell'indice sono di società olandesi (Campari, CNH Industrial, Exor, Ferrari, Iveco Group, Stellantis, STMicroelettronics) ed una del Lussemburgo (Tenaris S.A.).

Un primo aspetto, poi, è dato nella comparazione dei documenti della categoria in esame adottati dalle società italiane e dalle società americane componenti l'indice S&P 1500 ⁽¹⁸⁾: tale comparazione esprime valori percentuali largamente divergenti che, al netto della minore significatività della corte statistica italiana, rappresenta tuttavia un evidente sintomo di una differente sensibilità ai singoli temi ⁽¹⁹⁾.

Più nello specifico è utile segnalare che, con riguardo ad esempio ai temi ambientali, le società appartenenti all'Indice FTSE MIB possono essere classificate in tre distinti gruppi; il primo comprende le società che pubblicano politiche ambientali strutturate che espongono dettagliatamente gli obiettivi concreti e i relativi mezzi di raggiungimento, oltre che il sistema di monitoraggio la cui percentuale sul campione è pari al 26,83%, un ulteriore gruppo include società che adottano politiche ambientali approssimative, o che non hanno politiche specifiche sul tema e trattano l'argomento in altri documenti di *Shadow Governance*, ad esempio in quelli di sostenibilità, ESG ed HSEQE. Alternativamente, si limitano ad affrontare il tema sul sito internet, seppur comunque in maniera piuttosto approfondita che rappresentano il 36,59% identica percentuale rispetto all'ultima categoria composta da che pubblicano solo i risultati ottenuti o, addirittura, che non affrontano il tema.

3. *La relazione esistente tra policies, la composizione del consiglio di amministrazione e l'assolvimento delle funzioni di monitoraggio.*

La scelta di adottare *policies* o codici di condotta ma anche la distribuzione di competenze (seppure in taluni casi con funzioni puramente consultive) tra consiglio e comitati interni - in uno con la creazione di comitati *ad hoc* per peculiari materie od operazioni - non può però essere considerata soltanto dal punto di vista quantitativo ma deve essere

⁽¹⁸⁾ Utilizzato come campione statistico da NILI, HWANG, (nt 1), 1099.

⁽¹⁹⁾ I dati statistici comparati sono evidenziati nell'Appendice I.

analizzata nel contesto più esteso dell'evoluzione della composizione, dei comportamenti e dei poteri degli organi gestori delle società quotate.

Un primo elemento che deve essere preso in considerazione è rappresentato dalla profonda modificazione che ha subito la composizione del consiglio di amministrazione.

Infatti, se si prende in considerazione l'assetto di tale organo, la più rilevante riforma che di esso è stata attuata nel corso del tempo concerne proprio la sua composizione.

Negli Stati Uniti, innanzi tutto, ed, in misura minore anche in Europa ⁽²⁰⁾ la presenza degli amministratori indipendenti in termini quantitativi e qualitativi è divenuta ormai preponderante ⁽²¹⁾. Ovviamente per quanto riguarda l'esperienza al di qua dell'Atlantico non si è pervenuti ad identici risultati finali prevalentemente in ragione del diverso assetto proprietario delle società che vede ancora quelle a proprietà distribuita rappresentare una minoranza numerica rispetto alle altre per le quali è possibile individuare il soggetto controllante con l'inevitabile conseguenza in termini di condizionamento nella composizione dell'organo.

Il processo morfodinamico del consiglio si è avviato negli anni '50 del secolo scorso ⁽²²⁾ ma ha avuto la propria definitiva consacrazione dopo

⁽²⁰⁾ Cfr. BAUM, *The Rise of the Independent Director: A Historical and Comparative Perspective*, in PUCHNIAK, BAUM, NOTTAGE (eds.), *Independent Directors in Asia: A Historical, Contextual and Comparative Approach*, Cambridge, 2017; per l'Italia evidenziandone anche le ombre: TOMBARI, *Amministratori indipendenti, "sistema dei controlli" e corporate governance: quale futuro?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012, 506

⁽²¹⁾ Cfr. BHAGAT, BLACK, *The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance*, 27 J. CORP. L. 231, 239 (2002) (con l'evidenza del raggiungimento della maggioranza dei componenti da parte degli amministratori indipendenti); GORDON, *The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices*, 59 STAN. L. REV. 1465 (2007) cui si deve aggiungere *ex multis* KASTIEL, NILI, *"Captured Boards": The Rise of "Super Directors" and the Case for a Board Suite*, 2017 WIS. L. REV. 19 (2017).

⁽²²⁾ Cfr. LEHN ET AL., *Determinants of the Size and Structure of Corporate Boards:1935-2000* (Nov. 2003) (inedito), disponibile all'indirizzo: <http://ssrn.com/abstract=470675> ; GORDON, (NT 21), 1472.

gli scandali finanziari che si sono verificati agli inizi del 2000 - in particolare Enron e World Com - che hanno messo in luce un deficit di controllo sulle attività del *board*. Per questa ragione le autorità di regolazione, quelle di mercato ⁽²³⁾ e, infine, gli azionisti, in particolare gli investitori istituzionali ⁽²⁴⁾, hanno esercitato i propri sforzi per materializzare un consiglio di amministrazione nel quale - si dice - “the CEO has often become the lone insider in most boardrooms” ⁽²⁵⁾.

Il processo che si può dire ormai definitivamente compiuto e il *board of directors* vede l'amministratore delegato quale unico punto di riferimento tra il consiglio nel suo complesso e la struttura aziendale ed i relativi *inside officers* a cominciare dalla figura chiave costituita dal *Chief Financial Officer*.

L'assetto così realizzato ha portato ad un inusitato ruolo del CEO che ha quindi assunto una posizione centrale nello svolgimento delle attività del consiglio; appare paradossale che, se, prima della rivoluzione che ha portato all'attuale preminenza numerica degli amministratori indipendenti, si diceva negli Stati Uniti che i componenti del consiglio erano “nominati dal CEO”, oggi si parli, per le ragioni sopra brevemente esposte, di “Super Director” ⁽²⁶⁾.

Gli studiosi che hanno avuto modo di esaminare questo stato di fatto si sono mossi da due distinti punti di vista. Il primo è stato orientato al tentativo di individuare soluzioni pratiche che potessero ridurre il divario

⁽²³⁾ Cfr. *Developments in the Law – Corporations and Society*, 117 HARV. L. REV. 2169, 2194-95 (2004): «The revised listing standards of both the NYSE [New York Stock Exchange] and NASDAQ (. . .) require (with few exceptions) that listed-company boards have a majority of independent directors».

⁽²⁴⁾ Cfr. ADAMS, *Corporate Governance After Enron and Global Crossing: Comparative Lessons for Cross-National Improvement*, 78 IND. L.J. 723, 732, 775-77 (2003); WESTBROOK, *Corporation Law After Enron: The Possibility of a Capitalist Imagination*, 92 GEO. L.J. 61 (2003); BEBCHUK, HAMDANI, *Independent Directors and Controlling Shareholders*, 165 U. PA. L. REV. 1271, 1281 (2017).

⁽²⁵⁾ Cfr. KASTIEL, NILI, (nt 21), 39.

⁽²⁶⁾ Cfr. KASTIEL, NILI, (nt 21), 20.

informativo tra il CEO ed i restanti membri del consiglio di amministrazione; a questo scopo si sono avanzate alcune proposte alternative: ovviamente quella di dare maggiore consistenza alla figura del Lead Independent Director, in particolare nei casi in cui la stessa persona sia contemporaneamente presidente e CEO, ma, soprattutto, sulla scorta della figura del *secretary* prevista nelle società inglesi, creare un vero e proprio “board suite” che, dotato di propria autonoma organizzazione e possibilità di ricorrere anche a consulenti esterni, abbia la funzione, da un lato, di accentrare la possibilità di accesso degli amministratori alle informazioni aziendali e, dall’altro, possa migliorare il rapporto tra amministratori ed azionisti facilitandone il dialogo ⁽²⁷⁾, situazione quest’ultima che dovrebbe oggi risultare presidiata da apposite *guidelines* che ne designano il contenuto, la tempistica e gli altri elementi determinati ⁽²⁸⁾.

La seconda prospettiva è quella che più qui interessa e concerne il ruolo dell’attività di *compliance* da parte del consiglio di amministrazione ⁽²⁹⁾.

Infatti il processo di produzione di procedure, documentazioni, *policies* che si sono esaminate nell’ambito del più articolato fenomeno della *shadow governce*, ha ormai assunto una dimensione così pervasiva dell’attività consiliare da consentire l’affermazione che: « compliance is the

⁽²⁷⁾ Cfr. KASTIEL, NILI, (nt 21), 52; STEVELMAN, HAAN, *Boards in Information Governance*, 23 J. BUS. L. 179 (2020).

⁽²⁸⁾ Cfr. STRAMPELLI, *Knocking at the Boardroom Door: A Transatlantic Overview of Director-Institutional Investor Engagement in Law and Practice*, 12:2 VIRGINIA LAW & BUSINESS REV. 1 (2017); BONACCHI, KLEIN, LONGO, STRAMPELLI, *The Effects of Credible Voluntary Disclosures: Institutional Investor Engagement and Investees' ESG Performances* (January 18, 2022). European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 622/2022, disponibile all’indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=4011957>

⁽²⁹⁾ Cfr. HAUGH, *The Power Few of Corporate Compliance*, 53 GEORGIA L. REV. 129 (2018).

new corporate governance»⁽³⁰⁾ tale da qualificare un persistente obbligo di controllo sull'adeguata implementazione delle procedure⁽³¹⁾.

Quale è dunque l'effetto di tale ulteriore profilo evolutivo?. La risposta va collocata nell'ambito dell'assorbimento della capacità di monitoraggio del consiglio di amministrazione.

Se, infatti, da un lato si osserva che, nel corso del tempo, gli amministratori indipendenti hanno ormai fatto di tale ruolo una vera e propria attività che impone loro di suddividere il proprio tempo tra le varie società nelle quali ricoprono l'incarico⁽³²⁾ risulta evidente che ciò comporta una sostanziale impossibilità di attendere ad altro.

Questa progressiva riduzione delle possibilità di espletare nel consiglio di amministrazione funzioni che non siano quelle di predisposizione e poi verifica dell'applicazione di procedure, partecipazione a comitati endo-consigliari e sviluppo delle relative attività decisionali⁽³³⁾, rende, quindi, disponibile all'amministratore delegato uno spazio sostanzialmente privo di perimetro predefinito per poter intervenire, oltre che nella gestione operativa della società, attraverso la struttura aziendale che resta segregata dal consiglio di amministrazione grazie allo

⁽³⁰⁾ Cfr. GRIFFITH, *Corporate Governance in an Era of Compliance*, 57 WM. & MARY L. REV. 2075, 2075 (2016). In giurisprudenza circa l'obbligo del consiglio di mantenere una verifica delle procedure di rilevazione dei rischi critici che vada al di là delle previsioni normative cfr. *Marchand v. Barnhill*, 212 A.3d 805 (Del. 2019) (con riferimento all'industria alimentare) nonché, soprattutto, *In re the Boeing Co. Derivative Litig.*, No. 2019-0907 (Del. Ch. Sept 7, 2021) (con riferimento al settore aeronautico) su cui anche *infra* nt 31.

⁽³¹⁾ Cfr. ROACH, *The Board of Directors' Role in Compliance and Ethics*, J. HEALTH CARE COMPLIANCE 53, 54 (2007); SHAPIRA, *Max Oversight Duties: How Boeing Signifies a Shift in Corporate Law*, 48 J. OF CORPORATION LAW 1, 24 (2022): « Compliance has become a key corporate governance issue.

⁽³²⁾ Cfr. AIDA SIJAMIC WAHID & KYLE T., WELCH, *Does the Market Value Professional Directors?*, HARV. L. SCH. F. CORP. GOVERNANCE & FIN. REG. (Mar. 26, 2017), <https://corp.gov.law.harvard.edu/2017/03/26/does-the-market-value-professional-directors/>.

⁽³³⁾ Su alcuni profili dell'attività di compliance del Consiglio di amministrazione si possono utilmente consultare: VAN ROOIJ, SOKOL, (EDS.), *The Cambridge Handbook of Compliance*, Cambridge, 2021.

schermo costituito dal CEO stesso, anche se soprattutto al di fuori dell'impresa.

Ciò significa che il suo ruolo risulta amplificato nelle possibilità operative rappresentate dai territori gestionali e decisori che il consiglio di amministrazione non può presidiare in ragione della diversione e dell'assorbimento di tempo rappresentato dall'attività di *compliance*.

4. CEO Politics

Nel corso dell'ultimo lustro ⁽³⁴⁾ è emersa la tendenza degli amministratori delegati delle più rilevanti società quotate americano di formulare prese di posizioni con riguardo a questioni concernenti l'ambiente, i rapporti razziali o sociali e quelli elettorali: materie generalmente classificate come "politiche" senza che esse avessero una relazione diretta con le attività sociali ⁽³⁵⁾; affrontare simili temi - definiti anche «socio-political claim» ⁽³⁶⁾ - da parte dei Chief Executive Officers, per questa ragione classificati «Political CEO» ⁽³⁷⁾ non ha precedenti significativi nel passato ⁽³⁸⁾ ed ha subito un incremento drammatico

⁽³⁴⁾ In precedenza si esclude che il fenomeno avesse una significativa rilevanza cfr. LARCKER, MILES, TAYAN, WRIGHT-VIOLICH, *The Double-Edged Sword of CEO Activism* (November 8, 2018), Stanford University Graduate School of Business Research Paper No. 19-5, 4, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=3283297>

⁽³⁵⁾ Cfr. CHATTERJI, TOFFEL, *The New CEO Activists*, HARVARD BUS. REV. (January-February 2018).

⁽³⁶⁾ "immigration, same-sex marriage, and climate change (sociopolitical claims)" cfr. PREUSS, MAX, *Sociopolitical Claims and Corporate Political Activity* (November 22, 2021), disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=3969292> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3969292>

⁽³⁷⁾ Cfr. LARCKER, MILES, TAYAN, (nt 34)

⁽³⁸⁾ Si usa ricordare il caso della dell'importante produttore di motori Cumming Inc. il cui amministratore delegato J. Irwin Miller, negli anni '60, oltre ad applicare specifica politica di assunzione di lavoratori di colore, fu altresì organizzatore della marcia su Washinton di Martin Luther King (MC CORMICK, *Overberg, Diversity Rises Fastest in the Midwest*, WALL ST. J. August 14, 2021) nonché in tempi più vicini gli interventi di Marc Benioff, amministratore delegato di The Salesforces contro la legge dello Stato della North Carolina che limitava i diritti dei gay (MONICA LANGLEY, *Salesforce's Marc Benioff Has Kicked Off New Era of Corporate Social Activism*, in WALL ST. J. May 2, 2016).

dall'inizio della pandemia ⁽³⁹⁾; alcuni esempi possono meglio descrivere questa tendenza.

A seguito dell'emanazione nello stato della Georgia dell' Election Integrity Act of 2021 Coca-Cola Co. e Delta Air Lines Inc. - che hanno sede ad Atlanta - furono richieste da gruppi di attivisti per i diritti civili di prendere posizioni contro di essa in quanto ritenuta razzista; a seguito della tardiva posizione contraria esse ricevettero critiche dagli attivisti e minacce di subire conseguenze economiche negative da parte del locale Congresso. La Business Roundtable - l'associazione che riunisce i *chief executive officers* delle maggiori società americane - ha rilasciato una inusuale dichiarazione contraria a nuove leggi potenzialmente restrittive del voto ⁽⁴⁰⁾. Successivamente a seguito dell'omicidio di George Floyd a Minneapolis e alle proteste che ne seguirono in tutti gli Stati Uniti, la prima ha spento la propria insegna pubblicitaria a Times Square e la seconda ha trasportato a salma in Texas in palese supporto alle politiche anti-razziali ⁽⁴¹⁾.

A seguito dell'approvazione da parte del Texas di una legge che proibisce l'aborto dopo la sesta settimana di gravidanza ⁽⁴²⁾ Lyft Inc. and Uber Technologies dichiaravano che avrebbero sostenuto le spese legali degli autisti che avessero condotto le donne in ospedale ⁽⁴³⁾

Ancor più di recente lo Stato della Florida ha approvato una legge chiamata "Don't Say Gay" Bill ⁽⁴⁴⁾ che proibisce la discussione sull'orientamento sessuale e l'identità di genere in alcune scuole; richiesto

⁽³⁹⁾ L'analisi quantitative di tale fenomeno è riassunta in DELOITTE, *Society for Corporate Governance, The outspoken corporation*, BOARD PRACTICES QUARTERLY (August 2021).

⁽⁴⁰⁾ Cfr. BUSINESS ROUNDTABLE, *Business Roundtable Statement on Voting Rights*, March 31, 2021, disponibile all'indirizzo <https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-statement-on-voting-rights>

⁽⁴¹⁾ Cfr. CUTTER, VRANICA, SIDER, *The New Business of Business Is...Politics*, WALL ST. J., April 10, 2021.

⁽⁴²⁾ *Texas Heartbeat Act* emanata l'11 marzo 2021.

⁽⁴³⁾ Cfr. RANA, *Lyft, Uber to Shield Texas Drivers*, WALL ST. J., April 9, 2021.

⁽⁴⁴⁾ HB 1557 Parental Rights in Education (2022 Session).

di pronunciarsi su di essa durante l'assemblea della società ⁽⁴⁵⁾, l'amministratore delegato della Walt Disney Company affermò che il contrasto alla legge da parte della società sarebbero state controproducenti; la dichiarazione venne immediatamente contestata sia da parte dei dipendenti oltre da alcuni autori (sceneggiatori) e ciò ha indotto la società ad un immediato cambiamento di opinioni e all'invio ai dipendenti di una lettera di ferma condanna della legge ⁽⁴⁶⁾.

L'attivismo politico dei vertici amministrativi di talune delle principali società americane ha prodotto numerose prese di posizione.

Il Senatore Marco Rubio ha proposto l'approvazione di un progetto di legge denominato "Mind Your Own Business Act of 2021" che mirava ad introdurre la responsabilità degli amministratori in relazione a spese sostenute dalla società allo scopo di contrastare leggi statali in materia elettore, di libertà religiosa o sull'aborto ⁽⁴⁷⁾.

Sul piano giornalistico la stampa economica ha sottolineato una mancata chiarezza sugli scopi e l'impatto di simili prese di posizioni oltre a richiamare il sospetto del comportamento ipocrita ⁽⁴⁸⁾ visto che,

⁽⁴⁵⁾ Il *webcast* dell'assemblea è visibile all'indirizzo <https://thewaltdisneycompany.com/the-walt-disney-companys-2022-annual-meeting-of-shareholders/>

⁽⁴⁶⁾ Cfr. GRIMES, *Disney's Bob Chapek apologises to staff over response to 'Don't Say Gay' bill*, FINANCIAL TIMES, March 10, 2022.; ROBBIE WHELAN, ERICH SCHWARTZEL AND JOE FLINT, *Discontent Drags On Disney's CEO*, WALL ST. J., March 19, 2022 che descrive, appunto, il trascolorare dalla neutralità politica dell'amministratore delegato alla posizione di condanna della legge sulla scorta delle pressioni dei dipendenti della società. La situazione si è poi ulteriormente evoluta; infatti il mutamento di posizione a favore della legge ha prodotto una reazione da parte dei Repubblicano i quali hanno minacciato di revocare il particolare status tributario di cui gode la società in Florida nonché di opporsi all'estensione temporale dei diritti di copyright: cfr. ROBBIE WHELAN, ARIAN CAMPO-FLORES, *Disney Faces Backlash in Florida Amid 'Don't Say Gay' Controversy*, WALL ST. J. april 15, 2022.

⁽⁴⁷⁾ MARCO RUBIO, *Proposed Legislation to Address the Problem of Woke Corporations*, HARV. L. SCH. F. CORP. GOVERNANCE & FIN. REG., October 6, 2021.

⁽⁴⁸⁾ Cfr. *From Handshare to Clenched Fist*, THE ECONOMIST, April 17, 2021.

successivamente, di fronte a scelte ancor più divisive, quali quelle in materia di aborto, si è optato per la via del silenzio ⁽⁴⁹⁾.

Ma soprattutto le prese di posizione su argomenti politici da parte degli amministratori delegati hanno suscitato un dibattito tra studiosi sia sul versante aziendalistico ⁽⁵⁰⁾ che in ambito giuridico.

Da tale ultimo punto di osservazione sono stati messi in evidenza due profili: il primo è strettamente legato al grado di attuazione da parte degli amministratori delegati che lo sottoscrissero del *Business Roundtable's Statement su the Purpose of a Corporation*; l'altro - che qui ha maggior interesse - concerne, invece, il fatto che nessuna delle prese di posizione con valenza politica di cui si è fatta menzione sono mai state oggetto di deliberazione dal parte del consiglio di amministrazione nella sua interezza ma sono rimaste, pur avendo un riflesso sulla società, prese di posizioni autonome dei singoli amministratori delegati ⁽⁵¹⁾.

Tale aspetto è ulteriormente rafforzato dal dato quantitativo, se si pensa che nell'ambito delle indagini compiute relative al periodo 2020-2021, il 45% degli amministratori delegati di grandi società ha rilasciato dichiarazioni politiche e, nel novero di queste società, essi non avevano alcun controllo in merito da parte di altri organi della stessa ⁽⁵²⁾.

⁽⁴⁹⁾ Cfr. JACOB, BADKAR, EDGECLIFF-JOHNSON, *Corporate America declines to comment on Texas abortion ban*, FINANCIAL TIMES, September 3, 2021; LIVNI, *On voting rights, it can cost companies to take both sides*, THE NEW YORK T., June 5, 2021.

⁽⁵⁰⁾ Cfr. HAMBRICK, WOWAK, *CEO Sociopolitical Activism: a Stakeholder Alignment Model*, 46(1) ACADEMY OF MANAGEMENT REV., 33-59 (2021); WETTSTEIN, BAUR, *"Why should we care about marriage equality?": Political advocacy as a part of corporate responsibility*, 138(2) JOURNAL OF BUSINESS ETHICS, 199 (2016).

⁽⁵¹⁾ Cfr. BEBCHUK, TALLARITA, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, 106 CORNELL L. REV., 91 (2020). La rilevazione era riferita all'adesione alla dichiarazione della Business Roundtable del 2019 ma può essere reiterata anche per le dichiarazioni citate sopra nel testo che non sono mai state oggetto di ratifica consigliare.

⁽⁵²⁾ Per questi ed ulteriori dati DELOITTE, *Society for Corporate Governance, The outspoken corporation*, in BOARD PRACTICES QUARTERLY (August 2021).

Sulla scorta di precedenti analisi riferite all'adesione da parte dei CEO a documenti di indirizzo che integravano scelte anche di carattere politico ⁽⁵³⁾ analogamente a quelle sopra elencate, è possibile individuare quattro tipologie di giustificazioni all'omessa richiesta di ratifica consiliare di queste dichiarazioni. Anzitutto si deve escludere che, pur ritenendo rilevanti tali prese di posizioni, si sia reputato inutile l'intervento del consiglio di amministrazione né le si potrebbe qualificare come dichiarazioni a titolo personale e capaci di esprimere la posizione "corporativa" della società. Quindi si dovrebbe ritenere che la giustificazione vada collocata nel novero delle situazioni che già fanno parte della dinamica interna della *governance* della società: ciò dovrebbe quindi rappresentare una conferma della conclusione controintuitiva di taluni studi secondo cui gli amministratori delegati dotati di personalità "narcisistiche" siano tuttavia in grado sviluppare una migliore *governance* e maggiore attenzione dalle tematiche ESG ⁽⁵⁴⁾.

Gli studi che si sono occupati del ruolo delle prese di posizione pubblica su temi di carattere politico quali discriminazione razziale, matrimoni omosessuali, questioni ambientali hanno sempre inteso analizzarli in funzione dell'allineamento o meno all'interesse della società e alla creazione o meno di valore per gli azionisti ⁽⁵⁵⁾; difetta, invece, la verifica in ordine ai temi della *governance* interna agli organi amministrativi della società.

⁽⁵³⁾ Cfr. BEBCHUK, TALLARITA, (nt 51), 34.

⁽⁵⁴⁾ Cfr. LARCKER, O'REILLY, TAYAN, ZAKOLYUKINA, *Are Narcissistic CEOs All That Bad?* (October 7, 2021). Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper (in corso di pubblicazione) disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=3937526> secondo cui: « Both ESG and governance quality appear to be higher among firms with narcissistic CEOs.»

⁽⁵⁵⁾ Cfr. RUMSTADT, KANBACH, *CEO activism. What do we know? What don't we know? A systematic literature review*, SOCIETY AND BUSINESS REVIEW (2022).

Allo scopo di elaborare una spiegazione del fenomeno, alla luce del profilo appena indicato, sembra potersi fare riferimento ad una problematica che evidenzia le prime manifestazioni concrete ed è rappresentata dalla durata media del mantenimento della carica di amministratore delegato in relazione al settore di attività nel quale la società opera. E' assai suggestivo rilevare due ordini di circostanze che muovendo da poli opposti realizzano però una convergenza; e cioè, laddove il ruolo apicale dell'amministratore acquisisce anche una dimensione "politica", come accade nel settore bancario, si assiste ad una durata in carica dell'amministratore delegato mediamente doppia rispetto ad altri settori⁽⁵⁶⁾; all'opposto le prese di posizione su tematiche socio-politiche, quali quelle sintetizzate sopra, provengono da ambito imprenditoriali diversi da quello finanziario e sono finalizzati al rafforzamento del ruolo del CEO nello specifico contesto societario ovvero rispondono alla necessità di prevenire o rispondere a critiche da parte degli *stakeholder* (in particolare dipendenti e collaboratori) ed acquisire crediti con gli azionisti in vista della riconferma.

E' quindi evidente che la posizione dell'amministratore delegato nella grande impresa azionaria si trova al centro del bersaglio individuato sia degli *stakeholder* interni alla società sia da parte degli azionisti con i quali hanno una interlocuzione diretta, in particolare gli investitori istituzionali, i quali - a loro volta - sono oggetto di pressioni specifiche dirette ad adeguare le loro politiche di investimento proprio verso quegli orientamenti (ambientali, sociali, politici) che vengono evocati dagli stessi amministratori delegati nelle loro dichiarazioni

⁽⁵⁶⁾ Cfr. *infra* nt 117 e testo corrispondente.

Da questo punto di vista i *socio-political claims* altro non sarebbero che strumenti di attuazione delle tattiche di *entrenchment* posti in essere da quegli stessi amministratori ⁽⁵⁷⁾.

5. *Public responsibility Committees e la discrezionalità selettiva degli amministratori.*

Nel quadro delle specializzazioni di funzioni per le quali si auspica la creazione di comitati interni *ad hoc* emerge, per interesse, il recente ritorno di rilievo del *Public Responsibility Committee*.

Si tratta di un comitato che ha radici risalenti visto che la sua diffusione risulta addirittura documentata dagli anni '70 del secolo scorso sulla scorta della primitiva esperienza compiuta in tal senso nel 1970 da parte della General Motors su pressioni dei movimenti consumeristici che si andavano affermando in quegli anni negli Stati Uniti ⁽⁵⁸⁾ ma che già allora contava una rilevante diffusione tra le principali società quotate ⁽⁵⁹⁾.

Anche in tempi più prossimi le indagini quantitative attestano una rilevante diffusione ⁽⁶⁰⁾.

Le funzioni (e quindi le competenze) attribuite a tali comitati possono essere descritte in vario modo poiché esse si orientano a rispondere alle questioni locali (cioè al rapporto con il territorio), alle questioni

⁽⁵⁷⁾ Cfr. ANGELICI, *A proposito di shareholders, stakeholders e statuti*, in *Riv. dir. comm.* 2021, 215: «ancora l'apparente paradosso per cui è soprattutto il ceto manageriale, (...) a presentarsi come il più deciso sostenitore della "responsabilità sociale d'impresa": forse un tentativo, si potrebbe pensare, in una più generale situazione di crisi delle classi dirigenti nel mondo occidentale, per recuperare la legittimazione politica di cui, come avvertiva Berle, i *managers* delle grandi imprese hanno effettivamente bisogno».

⁽⁵⁸⁾ La vicenda è ricostruita da SCHWARTZ, *Proxy Power and Social Goals--How Campaign GM Succeeded*, 45.4 ST. JOHN'S L. REV. 9 (2012).

⁽⁵⁹⁾ Cfr. LOVDAL, BAUER, TREVERTON, *Public Responsibility Committees of The Board*, 55:3 HARVARD BUS. REV. 40 (1977) i quali attestano che almeno 35 delle maggiori società allora quotate lo avevano istituito.

⁽⁶⁰⁾ Sotto le diverse denominazioni di *Corporate Responsibility and Compliance Committee*, *Public Responsibility Committee*, *Public Policy Committee*, *Ethics and Culture Committee* quasi il 10% delle società del campione esaminato da NILI, HWANG, (nt 1), 1142 Appendix A lo avevano istituito.

ambientali nonché alle rappresentanze di interessi (*constituencies*) ⁽⁶¹⁾ che giudicano l'agire della società. Tutto ciò richiama il tema della funzionalizzazione dell'agire sociale rispetto ad interessi diversi da quelli degli azionisti.

Da questo punto di vista la creazione di un comitato interno che abbia la funzione di prendere in conto, sia a livello propositivo che a quello decisionale, interessi degli *stakeholders* significa deviare dai principio assoluto della creazione di valore per gli azionisti soprattutto ove si ritenga - nel quadro della *agency theory* - che gli amministratori non sono altro che *agent* degli *shareholders*.

Tuttavia questa impostazione - altresì denominata *stakeholderism* ⁽⁶²⁾- ha un ulteriore elemento che qui deve essere messo in luce. Per essa gli amministratori sono legittimati discrezionalmente a soppesare diverse finalità dell'agire societario; ma l'aspetto rilevante - e che in questa sede si intende mettere in luce - è dato dal fatto che nella dimensione prospettata l'interesse degli azionisti e quello degli *stakeholders* sono, ciascuno individualmente e nella reciproca relazione, *autonomi* e, quindi, possono

⁽⁶¹⁾ E' importante l'impiego del termine per richiamare la legislazione statale americana che negli anni '90 del secolo scorso, allo scopo di contrastare le scalate societarie ed i relativi effetti sulle comunità locali, in termini occupazionali, imposte corrisposte e ricadute non economiche, consentivano e tuttora consentono di prendere in considerazione gli interessi dei dipendenti ed altre categorie consimili allo scopo di giudicare l'offerta cfr. su questo tema AMERICAN BAR ASSOCIATION COMMITTEE ON CORPORATE LAWS, *Other Constituencies Statutes: Potential for Confusion*, 45 BUS. LAW. 2253 (1990); ORTS, *Beyond Shareholders: Interpreting Corporate Constituency Statutes*, 61 GEO. WASH. L. REV. 14 (1992); BAINBRIDGE, *Interpreting Nonshareholder Constituency Statutes*, 19 PEPP. L. REV. 971 (1992); SPRINGER, *Corporate Constituency Statutes: Hollow Hopes and False Fears*, 1999 ANN. SURV. AM. L. 85 (1999).

⁽⁶²⁾ Le radici dello *stakeholderism* risalgono agli anni '30 ed alla disputa tra Berle and Dodd [Adolf A. Berle, Jr., *Corporate Powers as Powers in Trust*, 44 HARV. L. REV. 1049 (1931); E. Merrick Dodd Jr., *For Whom Are Corporate Managers Trustees?*, 45 HARV. L. REV. 1145 (1932); Adolf A. Berle, Jr., *For Whom Are Corporate Managers Trustees: A Note*, 45 HARV. L. REV. 1365 (1932)].

essere privilegiati gli uno a discapito degli altri in funzione di una valutazione discrezionale degli amministratori ⁽⁶³⁾.

L'aspetto determinante è, allora, come è stato ben chiarito che: «In practice, stakeholderist proposals rely on the discretionary judgment of corporate leaders» ⁽⁶⁴⁾. Perciò sono gli amministratori esecutivi (e quindi in ultima istanza, data la composizione del consiglio, il CEO) deve valutare quali interessi far prevalere, il relativo costo e come risolvere il relativo *trade-off*.

Quindi, sotto tale profilo, ben si comprende l'interesse strumentale a creare comitati interni che "gestiscano" il rapporto con gli stakeholder nella dimensione sopra descritta: sarà così possibile, da un lato, impedire una relazione diretta tra i portatori di interessi e l'amministratore delegato, visto che essa avviene ad opera del comitato e, dall'altro, conservare piena autonomia al momento decisione senza però contemporaneamente poter contraddire l'affermazione che a tali interessi è stata data adeguata rilevanza.

6. Qualità degli azionisti e corporate purpose

Per comprendere il comportamento reattivo degli amministratori delegati nelle materie di rilevanza politica – di cui sopra si è dato conto – occorre individuare un modello di interazione tra, da un lato, il ruolo che vanno assumendo talune categorie di azionisti (c.d. activist shareholders e investitori istituzionali) e, dall'altro, la capacità che assumono le teorie del *corporate purpose* nel condizionare le scelte gestionali degli amministratori.

Muoviamo dal secondo elemento di questa dialettica; eccederebbe i limiti della presente indagine una ricostruzione puntuale delle declinazioni

⁽⁶³⁾ Cfr. in particolare per questa prospettiva BEBCHUK, KASTIEL, TALLARITA, *For Whom Corporate Leaders Bargain*, 94 SOUTHERN CALIFORNIA L. REV. 1467, 1483 (2021).

⁽⁶⁴⁾ Cfr. BEBCHUK, KASTIEL, TALLARITA, (nt 63), 1480.

temporali e teoriche della corporate purpose ⁽⁶⁵⁾ e, quindi, di essa verranno colti i profili che rappresentano un addentellato concreto con quanto si va descrivendo.

In estrema sintesi si possono individuare due declinazioni del dibattito sulla *corporate purpose*.

Il primo che potrebbe essere definito come “debole” è, essenzialmente, una ulteriore e diversa estensione logica dello *stakeholderism*. Esso, infatti, intende disancorare la discrezionalità decisionale degli amministratori dal perseguimento dell’interesse esclusivo degli azionisti della forma della massimizzazione del valore economico della società e della sua redditività ed orientarla, anche, alla considerazione, su piani di equivalenza, di interessi diversi ed appartenenti ai dipendenti, ai creditori, alle comunità locali ⁽⁶⁶⁾.

Tale tensione della *corporate purpose* ⁽⁶⁷⁾ ha assunto, a sua volta, due diverse articolazioni legislative. Quella avviata nell’ambito della legislazione statale americana della *benefit corporation* che si è successivamente estesa anche all’Italia ⁽⁶⁸⁾ ed, invece, la designazione di un

⁽⁶⁵⁾ Per un primo sguardo d’insieme utilizzando numerose prospettive cfr. POLLMAN, THOMPSON (eds.), *Research Handbook On Corporate Purpose And Personhood*, Edward Elgar Publishing 2021.

⁽⁶⁶⁾ In un intervento recente si è distinto poi tra una concezione unitaria degli *stakeholders* e quella pluralistica osservando che, in questa seconda prospettiva, gli amministratori potrebbero anche compiere una selezione tra interessi dei singoli *stakeholders* cfr. LICHT, *Varieties of Shareholderism: Three Views of the Corporate Purpose Cathedral*, in POLLMAN, THOMPSON (eds.), (nt 65), 386.

⁽⁶⁷⁾ Cfr. in Italia TOMBARI, *Corporate Social Responsibility (CSR), Environmental Social Governance (ESG) e “scopo dell’impresa”*, in *Riv. dir. comm.* 2021, 225; ID., *Corporate purpose e diritto societario: dalla «supremazia degli interessi dei soci» alla libertà di scelta dello «scopo sociale»?*, in *Riv. soc.*, 2021, 1. Per gli Stati Uniti cfr. *infra* nel testo.

⁽⁶⁸⁾ Da ultimo, anche per i riferimenti cfr. DACCÒ, *Le società benefit tra interesse dei soci e interesse dei terzi: il ruolo degli amministratori e i profili di responsabilità in Italia e negli Stati Uniti*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2021, I, 40.

vero e proprio “scopo sociale” nell’ambito della definizione di società come accade in Francia ⁽⁶⁹⁾ ⁽⁷⁰⁾.

La seconda rappresentazione del tema della *corporate purpose* – che potremmo definire “forte” – è sostenuta da coloro che intendono rileggere, suo tramite, la logica stessa della società per azioni. Questo orientamento contesta in radice i presupposti attualmente prospettati dallo *stakeholderism* o dalla *corporate social responsibility* poiché la sua capacità finale di fornire i benefici sociali promessi è seriamente compromessa dalla mancata articolazione di un chiaro principio-base che consenta di selezionare tra obiettivi e interessi concorrenti delle diverse parti interessate ⁽⁷¹⁾.

Peraltro, muovendo da questa premessa, si intende proporre il *corporate purpose* come strumento di riequilibrio tra interessi pubblici e privati o, meglio, la loro reciproca coesistenza ⁽⁷²⁾. A questo scopo la

⁽⁶⁹⁾ Il riferimento è, ovviamente, alla riforma degli articoli 1833 e 1835 del Code Civil conseguente loi n° 019-486 du 22 mai 2019 c.d. «Loi PACTE» sulla quale l’ormai ampia letteratura, *ex multis*: COURET, DONDERO, *Loi PACTE et droit des affaire*, Levallois, 2019; CHEVRIER, ROYER (a cura di), *L’intérêt social dans la loi PACTE*, Paris, 2019; TIREL, *Le nouvel intérêt social, un changement de modèle normatif*, *Archives de philosophie du droit* 2020, 537; ID., *La réforme de l’intérêt social et la «ponctuation signifiante»*, *Recueil Dalloz* 2019, 2317; CONAC, *Le nouvel article 1833 du Code civil français et l’intégration de l’intérêt social et de la responsabilité sociale d’entreprise: constat ou révolution?*, in *Rivista ODC* 2019, 497; SCHILLER, *L’évolution du rôle des sociétés depuis la loi PACTE*, *ivi*, 2019, 517; URBAIN-PARLEANI, *L’article 1835 et la raison d’être*, *ivi*, 2019, 533. Per la comparazione della nozione di interesse sociale in Francia ed in Germania cfr. FLEISCHER, *Unternehmensinteresse und intérêt social Schlüsselfiguren aktienrechtlichen Denkens in Deutschland und Frankreich*, in *ZGR* 2018, 708.

⁽⁷⁰⁾ Per la comparazione tra *benefit corporation* e l’impostazione della Loi PACTE cfr. VERHEYDEN, *Quand il pleut à Paris et aux États-Unis... ? Analyse du Code des sociétés et des associations à la lumière de la loi PACTE française et des benefit corporations américaines*, In *Les instruments de droit des sociétés et de droit financier de l’économie durable*, Bruxelles, 2021, 277.

⁽⁷¹⁾ Cfr. LUND, POLLMAN, *The Corporate Governance Machine*, 122 COLUM. L. REV. 2563 (2021): in questo senso, paradossalmente, sposando una critica dei sostenitori della *shareholder primacy* cfr. MILLER, *How Would Directors Make Business Decisions Under a Stakeholder Model?*, *Business Lawyer*, 2022, (in corso di pubblicazione ma disponibile su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4032539>).

⁽⁷²⁾ Cfr. OMAROVA, *The “Franchise” View of the Corporation: Purpose, Personality, Public Policy*, in POLLMAN, THOMPSON (eds.), (nt 65), 214: «The most effective way to reintroduce a meaningful notion of corporate purpose into corporate governance may involve balancing a firm-level private interest (pursuing profitable business opportunities) and the system-level public interest (promoting sustainable nation-wide economic development). This balancing act would establish the new corporate settlement, defining the boundary

proposta è quella di replicare il modello delle imprese regolate, in particolare quelle bancarie, e quindi imporre, già in fase di costituzione, l'indicazione degli scopi che si intendono perseguire e le modalità attraverso le quali realizzarle: in altri termini un intervento pubblico nella fase costitutiva allo scopo di verificare la compatibilità con gli interessi pubblici coinvolti e, tra essi, specificatamente i livelli occupazionali ed identico profilo si dovrebbe assumere laddove si intendesse modificare lo scopo inizialmente determinato ⁽⁷³⁾.

Questa impostazione potrebbe apparire eccessivamente dirigista ma in realtà l'estremismo che essa chiaramente incorpora non risulta essere tale se confrontato con l'evoluzione che stanno vivendo gli assetti proprietari delle più rilevanti *corporation* americane.

In tempi sufficientemente lontani uno tra i più celebri studiosi di diritto societario statunitense aveva prefigurato l'avvento del controllo delle società quotate da parte dei fondi pensione che avrebbero, quindi, esercitato una sempre maggiore attenzione sulla gestione di esse e, per questo, un ruolo altrettanto rilevante avrebbero giocato gli intermediari finanziari incaricati di amministrare tali risorse ⁽⁷⁴⁾.

Sembrerebbe che tale predizione si sia avverata se, come è stato messo in evidenza, ad oggi oltre il 20% dei diritti di voto nelle 500 società dell'indice Standard & Poor è nella disponibilità di tre società di gestione di

between public and private interests in the management of productive economic enterprise».

⁽⁷³⁾ Cfr. OMAROVA, (nt 72), 221 e ss.

⁽⁷⁴⁾ Cfr. CLARK, *The Four Stages of Capitalism: Reflections on Investment Management Treatises*, 94 HARV. L. REV. 561, 567 (1981): « The characteristic role players of the fourth stage are the corporate officers and union representatives who bargain over employee benefit plans. But crucial roles are also played by the financial intermediaries' officers who market benefit packages to such plans (and who differ from the financial intermediaries' portfolio managers), and the governmental decision-makers who shape social security policy and devise legal subsidies to private employee benefit plans».

index fund cioè Blackrock, Vanguard e State Street Global Advisors e che, nei prossimi venti, anni, tale percentuale crescerà ad oltre il 40% (75).

Quindi gli orientamenti di tali soggetti acquisiscono un ruolo determinante sulle scelte delle società da essi partecipate e dei loro amministratori (76). In tempi recentissimi due dei due più importanti di questi gestori hanno rilasciato le proprie politiche sul voto che essi eserciteranno nel 2022 nelle quali sono stati stigmatizzati i profili relativi alla *environmental, social, and governance* (ESG) (77) ribadendo la necessità di una specifica *accountability* da parte del consiglio di amministrazione nonché ribadendo la necessità della prevalenza di amministratori indipendenti nel consiglio stesso (78). Sotto questo profilo l'utilizzo del diritto di voto da parte degli *index fund* rappresenterebbe una forma di regolazione privata ed, in particolare, allo scopo di riempire il vuoto regolatorio in materia ambientale e delle disuguaglianze (79).

Ma soprattutto la svolta che è intervenuta rispetto al comportamento passato si deve alla scelta, per ora solo dichiarata, da parte di BlackRook

(75) Cfr. BEBCHUK, HIRST, *The Specter of the Giant Three*, 99 BOSTON UN. L. REV., 721 (2019).

(76) Su questi temi si devo richiamare, in sequenza cronologica, BEBCHUK, HIRST, *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence and Policy*, 119 COLUM. L. REV. 2029 (2019); C. COATES IV, *The Future of Corporate Governance Part I: The Problem of Twelve*, HARV. PUB. L. WORKING PAPER NO. 19-07 (Mar. 2019), 43, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=3247337> ; TALLARITA, *The Limits of Portfolio Primacy*, 76 VANDERBILT L. REV. (2023) (in corso di pubblicazione) e SHARFMAN, *Opportunism in the Shareholder Voting of the 'Big Three' Investment Advisers to Index Funds*, 48 J. of Corporation L. (2022) (in corso di pubblicazione).

(77) Cfr. TALLARITA, (nt 77).

(78) Cfr. BlackRock, *Investment Stewardship Proxy voting guidelines for U.S. securities*, (<https://www.blackrock.com/corporate/literature/fact-sheet/blk-responsible-investment-guidelines-us.pdf>); John Galloway, Vanguard, Inc., *Proxy Voting Policy for U.S. Portfolio Companies*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance (October 19, 2021) (<https://corpgov.law.harvard.edu/2022/01/26/proxy-voting-policy-for-u-s-portfolio-companies/>). Per le passate indicazioni di voto cfr. STRAMPELLI, *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell'ultima lettera annuale di BlackRock*, in *Riv. dir. societario* 2020, 1.

(79) Cfr. LUND, *Shareholders as Regulators*, 171 UN. OF PENNSYLVANIA L. REV. (2022) (in corso di pubblicazione).

Inc. (il maggiore tra i gestori di *index fund*) di porre in essere gli strumenti affinché i clienti della società possano esercitare, tramite il gestore, il diritto di voto nelle assemblee delle società cioè in altri termini, di “ri-attribuire” ai sottoscrittori il diritto di voto ⁽⁸⁰⁾: ciò significa, in pratica, avverare la profezia di una sorta di capitalismo dei fondi pensione ma soprattutto mette in luce il problema costituito dal rischio che il voto di tali soggetti sia altrettanto disinformato di quello dei *retail investors* ovvero che sia condizionato con le scelte del legislatore in materia di policy previdenziale ⁽⁸¹⁾.

Per tale ultima ragione si propone di predisporre un nuovo set di doveri fiduciari a carico dei fondi che dovrebbero essere garantiti sulla base dei principi contenuti sia nel *Employee Retirement Income Security Act* (“ERISA”) del 1988 che del *Investment Advisers Act* del 1940 (“Advisers Act”) ⁽⁸²⁾. Il soggetto titolato nella verifica del rispetto di questi principi dovrebbe essere il Department of Labour.

Ora non è chi non veda che le soluzioni che sono state proposte per risolvere la tematica del voto degli *index fund* ha fondamenti sostanzialmente equivalenti a quelli, sopra prospettati, della corporate purpose che abbiamo definito “dura”. In altri termini, allo scopo di risolvere, la concentrazione del diritto di voto che si attua attraverso i meccanismi del risparmio gestito (sia esso privato o previdenziale) si vorrebbe realizzare un surrettizio intervento pubblico o, comunque, una funzionalizzazione pubblica dell’interesse sociale.

⁽⁸⁰⁾ Cfr. Mark McCombe, Salim Ramji, and Sandy Boss, BlackRock, Inc., *Expanding Proxy Voting Choice*, HARV. L. SCH. FORUM ON CORP. GOV. (Oct. 19, 2021), <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/10/19/expanding-proxy-voting-choice/#more-141071>. Si ritiene che la prospettazione della riattribuzione del diritto di voto sia, in realtà, già prospettata nel passato ([AUL G. MAHONEY, JULIA D. MAHONEY, *The New Separation of Ownership and Control: Institutional Investors and ESG*, 2021 COL. BUS. L. REV. 840, 876-77 (2021)]).

⁽⁸¹⁾ Cfr. *retro* nt 74

⁽⁸²⁾ Cfr. SHARFMAN, (nt 76).

Perciò l'amministratore delegato, unico *insider* del consiglio, verrebbe condizionato in via mediata dall'autorità pubblica attraverso gli strumenti di controllo e di regolazione sui gestori del risparmio e sui fondi pensione.

7. *L'ambigua adesione dei CEO alla teoria del corporate purpose e dello stakeholderism*

Manca un ultimo tassello per completare il quadro che si va costruendo nel corso di quest'ultimo periodo di eccezionalismo storico; esso è rappresentato dagli indici della significativa rinascita dello *stakeholderism*: comunemente essi sono individuati nell'allontanamento dall'adesione alla teoria dello *shareholders value* da parte sia della Business Roundtable nel Manifesto di Davos nonché, infine, dalle prese di posizione a favore della dottrina del corporate purpose da parte del noto *corporate lawyer* Martin Lipton.

Nell'agosto del 2019 la Business Roundtable ⁽⁸³⁾ – cioè l'associazione che raggruppa con dichiarati scopi lobbystici i più influenti amministratori delegati delle principali *corporations* americane – annunciò di aver modificato la propria precedente concezione della *corporate purpose*.

In tale dichiarazione veniva, infatti, assunto l'impegno dei CEO per cui: «Each of our stakeholders is essential. We commit to deliver value to all of them» ⁽⁸⁴⁾ e, quindi, allontanandosi dal riconoscimento della *shareholders primacy* come principio ispiratore dell'azione degli amministratori. Ciò produsse nell'opinione pubblica – ed in particolare

⁽⁸³⁾ L'associazione fu fondata nel 1972 e si è evoluta nel corso del tempo assumendo le caratteristiche di una potente associazione di influenza politica e rilasciando a partire dal 1978 dei "Principles of Corporate Governance" cfr. WATERHOUSE, *Lobbying America*, Princeton (N.J.), 2014, 76.

⁽⁸⁴⁾ Cfr. Bus. Roundtable (Aug. 19, 2019), *Business Roundtable Redefines the Purpose of a Corporation to Promote 'An Economy That Serves All Americans'*, disponibile all'indirizzo: <https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-redefines-the-purpose-of-a-corporation-to-promote-an-economy-that-serves-all-americans> nonché in *Riv. Soc.*, 2019, 1310 ss.

nella stampa finanziaria specializzata - un consenso unanime che si sia trattata di una svolta epocale ⁽⁸⁵⁾.

Questa prima presa di posizione da parte di una così influente associazione non è rimasta senza seguito ed eco; infatti nel dicembre dello stesso anno, immediatamente prima del diffondersi della pandemia il World Economic Forum ha pubblicato un proprio manifesto che sollecita le società a sposare integralmente la filosofia dello *stakeholderism*: «The purpose of a company is to engage all its stakeholders in shared and sustained value creation. In creating such value, a company serves not only its shareholders, but all its stakeholders» ⁽⁸⁶⁾.

Successivamente, il più influente dei *business lawyers* americani ha reso pubblico uno dei suoi celebri Memorandum ⁽⁸⁷⁾ nel quale si affermava : «The purpose of a company is to engage all its stakeholders in shared and sustained value creation. In creating such value, a company serves not only its shareholders, but all its stakeholders – employees, customers, suppliers,

⁽⁸⁵⁾ Cfr. tra i molti commenti giornalistici: DAVID BENOIT, *Top CEOs See a Duty Beyond Shareholders*, WALL ST. J., Aug. 20, 2019; DAVID GELLES & DAVID YAFFE-BELLANY, *Feeling Heat, C.E.O.s Pledge New Priorities*, N.Y. TIMES, Aug. 19, 2019; ANDREW ROSS SORKIN, *How Shareholder Democracy Failed the People*, N.Y. TIMES (Aug. 20, 2019); DAVID IGNATIUS, *Corporate Panic About Capitalism Could Be a Turning Point*, WASH. POST (Aug. 20, 2019); EDITORIAL BOARD, *Business Must Act on a New Corporate Purpose*, FINANCIAL TIMES (Aug. 19, 2019). Per il dibattito italiano cfr. PERRONE (a cura di), *Lo statement della Business Roundtable. Sugli scopi della società. Un dialogo a più voci*, in *Rivista ODC*, 2019, 589 ss., con interventi di G. Marasà, V. Calandra Buonauro, F. Denozza, R. Sacchi, M. Maugeri, U. Tombari e M. Libertini nonché DENOZZA, *Lo scopo della società: dall'organizzazione al mercato*, ivi, 615 ss.; LIBERTINI, *Un commento al manifesto sulla responsabilità sociale d'impresa della Business Roundtable*, ivi, 627 ss.; MAUGERI, « Pluralismo » e « monismo » nello scopo della s.p.a. (glosse a margine del dialogo a più voci sullo Statement della Business Roundtable), ivi, 637 ss.

⁽⁸⁶⁾ Cfr. World Economic F. (Dec. 2, 2019), *Davos Manifesto 2020: The Universal Purpose of a Company in the Fourth Industrial Revolution*, reperibile all'indirizzo: <https://www.weforum.org/agenda/2019/12/davos-manifesto-2020-the-universal-purpose-of-a-company-in-the-fourth-industrial-revolution/>

⁽⁸⁷⁾ La rilevanza di questi Memorandum ha indotto la University of Pennsylvania Carey Law School, a creare un archivio di essi consultabile all'indirizzo www.theliptonarchive.org. (cfr. LAWRENCE A. HAMERMESH, THEODORE N. MIRVIS, AND LEO E. STRINE, *The Lipton Archive*, HARV. L. SCH. FORUM ON CORP. GOV. (Monday, May 17, 2021) <https://corp.gov.law.harvard.edu/2021/05/17/the-lipton-archive/>

local communities and society at large»⁽⁸⁸⁾ irrobustendo, quindi, la platea delle voci a favore del mutamento di prospettiva⁽⁸⁹⁾.

Tuttavia il fatto che la posizione espressa da una rilevante associazione sia stata immediatamente rispesa ed, in un certo qual senso, addirittura rafforzata dalla quella del più influente avvocato d'affari americano non deve essere interpretata come una voluta adesione allo *stakeholderism* ma deve essere posta all'interno della linea di direzione ed al supporto che tali adesione vogliono, in realtà, realizzare.

Si deve, infatti, ricordare che la Business Roundtable nel corso degli anni '80 si resa protagonista di una rilevante attività di promozione della legislazione statale che attraverso i *Constituency Statutes* - come sopra descritto - aveva protetto le società (ed i loro) amministratori dalle scale ostili, proprio sul presupposto che esse danneggiassero interessi pubblici locali (in particolare quelli fiscali e quelli occupazionali); tale attività difensiva era stata basata sulla sottolineatura della necessità di perseguire - nella gestione delle *corporations* - interessi ulteriori rispetto a quelli degli amministratori⁽⁹⁰⁾.

⁽⁸⁸⁾ Cfr. Martin Lipton, Steven A. Rosenblum & Karessa L. Cain, Thoughts for Boards of Directors in 2020, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE (Dec. 10, 2019), <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/12/10/thoughts-for-boards-of-directors-in-2020/>. La posizione è stata poi nuovamente ribadita in Martin Lipton, Some Thoughts for Boards of Directors in 2022, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE (Tuesday, December 28, 2021), <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/12/28/some-thoughts-for-boards-of-directors-in-2022/>.

⁽⁸⁹⁾ Poco prima delle attestazioni indicate nel testo la British Academy fatto eco al tema con il manifesto "Principles for Purposeful Business" (<https://www.thebritishacademy.ac.uk/documents/223/future-of-the-corporation-principles-purposeful-business-executive-summary.pdf>) [su cui P. MARCHETTI, *Dalla Business Roundtable ai lavori della British Academy*, in *Riv. soc.* 2019, 1303 ss.) e, inoltre il Reporter (Edward Rock) del progetto attualmente in corso *Restatement of the Law, Corporate Governance* stanno valutando la possibilità di introdurre al suo interni richiami in tal senso come dichiarato nella Tavola Rotonda "For Whom is the Corporation Managed?" tenutasi presso NYU School of Law (December 6, 2019) (<https://www.law.nyu.edu/centers/icgf/events/roundtables>).

⁽⁹⁰⁾ Cfr. Roundtable, *Corporate Governance and American Competitiveness*, 46 BUS. LAW. 241, 244 (1990): «Corporations are chartered to serve both their shareholders and society whole.

Come è stato messo in evidenza, a quel tempo le società avevano esercitato forti pressioni affinché fossero introdotte leggi statali anti-takeover nonostante la posizione contraria degli investitori istituzionali e delle organizzazioni di azionisti ⁽⁹¹⁾. Tale posizione è stata spiegata rilevando che le scalate ostili avevano l'effetto di trasferire il potere dagli amministratori agli scalatori e agli azionisti: amministratori che avevano largamente beneficiato della proprietà azionaria frammentata e diffusa che la legislazione finanziaria e societaria americana aveva incentivato e diffuso allo scopo di evitare che si formassero blocchi economici che potessero esercitare un ruolo dominante sul potere politico ⁽⁹²⁾. Perciò risultò agevole ottenere l'approvazione di disposizioni che rafforzassero l'arroccamento degli amministratori o legittimassero protezioni statutarie anti-scalata quali i *poison pill*.

Non è dunque casuale ritrovare sulla stessa sponda in questa nuova vicenda anche quello che è comunemente riconosciuto come l'inventore delle clausole statutarie a protezione dei *takeover* ostili giustificando lo strumento in ragione della centralità del ruolo degli amministratori rispetto agli azionisti ⁽⁹³⁾. Ed in questa dimensione deve, ancora oggi, collocarsi il contrasto con il principale difensore della *shareholder primacy* ⁽⁹⁴⁾.

The interests of the shareholders are primarily measured in terms economic return over time. The interests of others in society (other stakeholders) are defined by their relationship to the corporation».

⁽⁹¹⁾ Cfr. ROMANO, *The Future of Hostile Takeovers: Legislation and Public Opinion*, 57 U. CIN. L. REV. 457, 463 (1988).

⁽⁹²⁾ E' la tesi di ROE, Mark J., *Takeover Politics*, in M. BLAIR, (ed.), *The Deal Decade*, Washinton 1993, 321 ss.

⁽⁹³⁾ Cfr. LIPTON, *Takeover Bids in the Target's Boardroom*, 35 BUS. LAW. 101, 121 (1979): « Our present system of corporate governance places the directors at the center of corporate decisionmaking and has expanded the corporation's responsibilities to safeguard interests broader than those of shareholders alone». Una sintesi (ovviamente di parte) delle ricadute di tale posizione può leggersi in LIPTON, *Twenty-Five Years After "Takeover Bids in the Target's Boardroom": Old Battles, New Attacks and the Continuing War*, 60 Bus. Law. 1369 (2005).

⁽⁹⁴⁾ Si veda LIPTON, SAVITT, *The Many Myths of Lucian Bebchuk*, 93 Va. L. Rev. 733 (2007): « Bebchuk's prescription is policy revolution masquerading as reform. (...). Bebchuk has

8. *I due poli della dialettica: il ritorno ad un (cauto) istituzionalismo o un nuovo e sofisticato strumento di entrenchment degli amministratori?*

Gli indizi che si è cercato sommariamente di mettere in ordine possono condurre a due diversi esiti interpretativi i quali non sono necessariamente tra loro incompatibili quanto necessariamente differenti in funzione dei rispettivi punti di osservazione nonché della cronologia in cui vengono proposti.

Il primo ed il più semplice concerne l'opzione di qualificare il perseguimento di interessi diversi da quelli degli azionisti, per come la interpreta attualmente lo *stakeholderism*, come un ritorno ad una concezione neo-istituzionale che tende a privilegiare, anzitutto, interessi di alcune *constituencies* già largamente ed autonomamente in grado di far valere le proprie finalità sulle società per azioni quali i lavoratori attraverso l'azione del sindacato o le comunità locali mediante l'uso degli incentivi fiscali ma soprattutto, oggi, verso le attuali categorie di interessi che sono sintetizzate nell'acronico ESG ⁽⁹⁵⁾.

Se così fosse si tratterebbe semplicemente di collocare i temi descritti nel testo – ed in particolare le recenti prese di posizioni delle associazioni,

become a deconstructionist who seeks to overthrow the fundamental framework of existing corporate law. (...). It would transfer the basic responsibility of corporate management from directors to shareholders. And it would thus leave management and directors subservient to the whims of shareholders (...).» In generale sulla dialettica tra le posizioni di difesa degli amministratori e quella degli azionisti nella dimensione del dibattito teorico cfr. KASTIEL, *Lucian Bebchuk and the Study of Corporate Governance*, 88 UN. OF CHICAGO L. REV., 1, 20 (2021): «Bebchuk's research has attracted substantial engagement by prominent practitioners. (...) Martin Lipton, the firm's cofounder and the creator of the poison pill, coauthored three substantial law review articles addressing articles by Bebchuk».

⁽⁹⁵⁾ Cfr. Maugeri «si potrebbe leggere, allora, nello *statement* una “risposta” degli emittenti alle richieste sempre più pressanti formulate dagli azionisti istituzionali sui temi ESG.»; Marasà: «(gli) investitori istituzionali cc.dd. ESG. Questi ultimi, a loro volta, hanno visto, in breve tempo, incrementare in modo esponenziale le masse raccolte e ciò anche grazie alla circostanza che i valori ESG sono oggetto di esaltazione in molteplici contesti internazionali» in A. PERRONE (a cura di), (nt 85), 589 ss.

degli studiosi e dei *business lawyers* – come una fase dell'oscillazione storica della dialettica dell'istituzionalismo con il contrattualismo ⁽⁹⁶⁾.

L'evoluzione ed i fatti prodottisi nei tempi più recenti impongono di considerare con maggior attenzione un diverso scenario.

E' stato affermato, con considerazioni sicuramente condivisibili, che, in particolare la dichiarazione della Business Roundtable, deve essere letta come una reazione degli amministratori (coalizzati nell'associazione che li rappresenta) nei confronti del montante potere degli investitori istituzionali ⁽⁹⁷⁾.

In realtà lo scenario reale presenta ulteriori elementi di complessità che vanno elencati allo scopo di dimostrare come sia attualmente in corso una segmentata strategia diretta a far beneficiare i CEO delle più rilevanti società americane quotate delle potenzialità offerte dagli straordinari risultati economici realizzati in questi ultimi anni nonché dall'esponentiale crescita della capitalizzazione delle stessa, soprattutto di quelle tecnologiche: fenomeni, questi ultimi, agevolati dalla politica di rilassatezza monetaria sviluppata dalla banche centrali successivamente alla crisi di Lehman Brothers e perdurante fino ad oggi anche in conseguenza della crisi pandemica.

La situazione di isolamento degli amministratori delegati all'interno del consiglio di amministrazione, circondati da amministratori indipendenti e grazie agli sviluppi ed al rilievo concreto che sta assumendo la *shadow governance*, è potuta virare da una apparente debolezza in una posizione di vantaggio. Infatti grazie alla evoluzione della *corporate*

⁽⁹⁶⁾ In particolare LIBERTINI, (nt 85), , 627 ss. ma già in precedenza ID., *Ancora in tema di contratto, impresa e società. Un commento a Francesco Denozza, in difesa dello "istituzionalismo debole"*, in *Giur. Comm.*, 2014, I, 669 ss.

⁽⁹⁷⁾ Cfr. Marasà, Denozza, Sacchi in A. PERRONE (a cura di), (nt 85), 589 ss.

governance verso la *compliance* gli amministratori indipendenti ⁽⁹⁸⁾ si sono esposti a rischi e responsabilità in precedenza a loro ignoti in ragione dell'assenza di poteri delegati ⁽⁹⁹⁾.

Poiché codici etici, di condotta e *policies* destinate a “giuridificare” i più diversi versanti dell'azione amministrativa, importano a carico degli amministratori indipendenti - che le presidiano - l'esercizio delle funzioni di monitoraggio sul loro rispetto, ne consegue che tale ruolo assorbe, quasi integralmente, le capacità di controllo e, quindi, la situazione, invece di raggiungere l'effetto di comprimere il potere del CEO, li rende più liberi nell'azione ⁽¹⁰⁰⁾.

Tale situazione ha consentito ad alcuni amministratori delegati di grande rilievo di assumere posizioni politiche autonome ed a connotarsi come possibili interlocutori dei rappresentanti eletti utilizzando le campagne sui temi sociali come strumenti per costruire un proprio consenso diretto ed una capacità di influenza autonoma a prescindere dalle rispettive convinzioni politiche e dalle attività di finanziamento dei partiti ⁽¹⁰¹⁾. Tutto ciò è avvenuto senza vi fosse un coinvolgimento diretto del consiglio di amministrazione nel suo complesso facendo così emergere, ancora una volta, la primazia del CEO ⁽¹⁰²⁾.

⁽⁹⁸⁾ Cfr. FANTO, *The Professionalization of Compliance: Its Progress, Impediments, and Outcomes*, 35 NOTRE DAME J.L. ETHICS & PUB. POL'Y 183 (2021)

⁽⁹⁹⁾ Cfr. Shapira, (nt 31), 24 ove gli ulteriori riferimenti.

⁽¹⁰⁰⁾ Cfr. NILI, *Board Gatekeepers*, 72 EMORY L. J. (2022) (in corso di pubblicazione): «Despite the significant rise in the percentage of independent directors on companies' boards and the emergence of the independent board gatekeepers—who are meant to “guard the guards” —the overall ability of boards to effectively monitor management may not have shifted as much as companies' self-proclamations suggested and as investors may have assumed. The recent lineup of corporate scandals so vividly illustrates as much».

⁽¹⁰¹⁾ Cfr. COHEN, HAZAN, TALLARITA, WEISS, *The Politics of CEOs*, 11 *Journal of Legal Analysis*, 1 (2019) ove: « Our analysis has shown that the CEOs disproportionately display pro-Republican preferences»; POLIQUIN, HOU, *The Value of Corporate Political Donations: Evidence from the Capitol Riot* (January 11, 2022). Disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=4005515> ; LUND, STRINE, *Corporate Political Spending Is Bad Business*, HARVARD BUSINESS REVIEW. January–February 2022;

⁽¹⁰²⁾ Cfr. *retro* sub nt.52.

L'altra situazione di pressione cui erano esposti gli amministratori delegati era (e in larga parte è tuttora rappresentata) dal ruolo degli investitori istituzionali per il numero di azioni che essi detengono per conto dei sottoscrittori dei fondi che essi amministrano ⁽¹⁰³⁾.

Questa condizione di fatto che ha indotto a collocare – ad esempio – la dichiarazione della *Business Roundtable* tra gli strumenti di protezione delle *elite* gestionali, si è andata attenuando negli anni successivi per effetto di due fenomeni non prevedibili.

Il primo è rappresentato dalla scelta che i gestori degli *index funds* stanno compiendo di trasferire, attraverso strumenti quali il *pass-through voting* ⁽¹⁰⁴⁾, il voto ai sottoscrittori ⁽¹⁰⁵⁾. Se un tale intendimento fosse effettivamente realizzato, si impedirebbe di fatto qualsiasi possibilità di sindacato e/o di intervento sulle scelte di voto degli investitori istituzionali – come rilevano coloro i quali prospettano implicitamente una forma “forte” di *stakeholderism* ⁽¹⁰⁶⁾.

Il secondo è un profilo strettamente correlato alla pandemia. Infatti a causa di essa si è sviluppato il fenomeno dei c.d. *meme stocks*; singoli speculatori che – ponendosi in contrasto con alcuni fondi – avviavano l'acquisto di azioni il cui valore di mercato era ridotto al centesimo. Il

⁽¹⁰³⁾ Cfr. BEBCHUK, HIRST, (nt 75), 721.

⁽¹⁰⁴⁾ La problematica relativa all'esercizio del diritto di voto da parte degli investitori nell'ambito dei fondi di investimento e dei fondi pensioni e la relativa proposta di attribuirlo ai primi tramite specifici meccanismi (c.d. *pass-through voting*) ha radici risalenti cfr. BUXBAUM, *Institutional Owners and Corporate Managers: A Comparative Perspective*, 57 *Brook. L. Rev.* 1, 47-52 (1991) che indicava questo del altri strumenti per consentire ai sottoscrittori di determinare la politica di voto degli intermediari; TAUB, *Able but Not Willing: The Failure of Mutual Fund Advisers to Advocate for Shareholders' Rights*, 34 *Iowa J. Corp. L.* 843, 888-89 (2009) che lo richiamava espressamente; FISCH, *Securities Intermediaries and the Separation of Ownership from Securities Intermediaries and the Separation of Ownership from Control*, 33 *SEATTLE L. REV.* 877, 880 nt.17 (2010); LUND, *The Case Against Passive Shareholder Voting*, 43 *J. CORP. L.* 101, 138-141 (2018).

⁽¹⁰⁵⁾ Cfr. Per l'analisi di questi strumenti cfr. FISCH, *Mutual Fund Stewardship and the Empty Voting Problem*, 16 *Brooklyn Journal of Corporate, Financial & Commercial Law* 72 (2021) nonché retro sub nt. 79 e testo corrispondente.

⁽¹⁰⁶⁾ Cfr. OMAROVA, (nt 72), 214; Cfr. SHARFMAN, (nt 76).

trading su titoli quali Game Stop, AMC, Hertz, Express - soprattutto attraverso la piattaforma Robinhood - hanno generato, all'inizio del 2021, significative perdite ad alcuni *edge fund* che si erano posti in posizione ribassista.

Questa situazione, del tutto imprevedibile, ha comportato una sostanziale disintermediazione degli *index funds* che erano gli strumenti attraverso i quali i *retail investors* operavano sui mercati azionari ed un ritorno all'acquisto, da parte dei risparmiatori, delle singole azioni. Tutto ciò ha riportato in evidenza un fenomeno che apparteneva al passato delle indagini sulla moderna società azionaria: in particolare agli scritti di Bearle⁽¹⁰⁷⁾; si ipotizza quindi che questi nuovi azionisti dispersi possano essere, da un lato, l'anello mancante a chiudere il cerchio tra *stakeholderism* e *stockholderism* ⁽¹⁰⁸⁾ ma soprattutto depotenzia il ruolo degli investitori istituzionali attribuendo nuovo vigore al ruolo dell'azionariato diffuso, soprattutto se associato a quanto sopra descritto in ordine alla attribuzione del diritto di voto a favore dei sottoscrittori dei fondi stessi.

In questa dimensione disintermediata è, dunque, evidente che la posizione degli amministratori delegati risulterebbe alleggerita dalla pressione che su di essi possono esercitare gli investitori istituzionali ⁽¹⁰⁹⁾.

⁽¹⁰⁷⁾ La circostanza non era certamente prevedibile al tempo cfr. MAUGERI, (nt 85), 643: «Gli azionisti non sono più (...) i risparmiatori dispersi descritti da Bearle e Means. Sono gli investitori istituzionali (...)».

⁽¹⁰⁸⁾ Cfr. FISCH, *GameStop and the Reemergence of the Retail Investor*, U of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper No. 22-16, 32, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=4049896>: «Because retail shareholders are, themselves, stakeholders, retail investing offers an end-run around these complex issues. Retail shareholders do not simply represent, they embody the interests of employees, customers, the community and society at large».

⁽¹⁰⁹⁾ Fa parola di "pressione degli investitori istituzionali" Marasà, in PERRONE (a cura di), (nt 85), 590.

La possibilità di esercitare un ruolo, *latu sensu*, politico ⁽¹¹⁰⁾ da parte degli amministratori delegati unita alla, dissociata, capacità di finanziare i raggruppamenti politici (in particolare quello repubblicano)⁽¹¹¹⁾ stanno avendo un impatto anche nell'ambito della scelta dei componenti dei regolatori di mercato.

L'amministrazione Biden è, infatti, riuscita nella nomina di Lina Khan ⁽¹¹²⁾ quale Chair della Federal Trade Commission nonostante ha fiera opposizione di alcuni rappresentanti repubblicani ⁽¹¹³⁾; è noto che proprio il versante della tutela della concorrenza rappresenti uno dei segmenti topici degli schemi di protezione degli amministratori ⁽¹¹⁴⁾. Al contrario non è riuscito il tentativo – sicuramente ancor più dirompente – di nominare Saule Omarova come *Comptroller of the Currency* volontariamente ritiratasi durante il processo di verifica ⁽¹¹⁵⁾ a dimostrazione del peso lobbistico che tuttora le banche possono esercitare ⁽¹¹⁶⁾.

Tale esito non può non essere messo in relazione con la strutturale stabilità della posizione dei CEO nelle banche e la loro più prolungata

⁽¹¹⁰⁾ Cfr. ANGELICI, *A proposito di shareholders, stakeholders e statuti*, in *Riv. dir. comm.* 2021, 215: «al suo centro si pone (...) un problema di legittimazione del potere, del potere sia economico sia politico, essendo allora ineludibile (...) l'interrogativo se in che termini sia plausibile demandare ai detentori del potere economico scelte tipicamente politiche (...)».

⁽¹¹¹⁾ cfr. retro sub nt. 101 nonché da ultimo MCCORMICK, *Citadel Chief Griffin Rises As GOP Donor*, *Wall St. J.* April 16, 2022.

⁽¹¹²⁾ Autrice del famoso contributo *Amazon's Antitrust Paradox*, 126 *YALE L. J.* 710 (2017) che sostanzialmente rovescia l'impostazione (anche culturale) nella materia antitrust sintetizzata dal celebre volume di R. BORK, *The Antitrust Paradox*². New York, 1993.

⁽¹¹³⁾ Cfr. LEAH NYLEN, *'Unlike anything I've seen at the FTC': Biden's chair makes her public debut*, *THE POLITICO*, July 1, 2021.

⁽¹¹⁴⁾ Cfr. DENOZZA, *Lo scopo della società: dall'organizzazione al mercato*, in *Rivista ODC* 2019, 624.

⁽¹¹⁵⁾ Cfr. The Editorial Board, *Saule Omarova Withdraws*, *Wall St. J.*, December 7, 2021.

⁽¹¹⁶⁾ Cfr. «Some lobbyists, including the incoming chairman of a group representing community bankers and the chief executive of another group that focuses on big banks, also shared a Wall Street Journal editorial suggesting that Ms. Omarova's Soviet childhood meant that she could not be trusted» *New York Times*, December 5, 2021.

durata in carica rispetto alle altre società ⁽¹¹⁷⁾ e quindi alla capacità degli stessi di ergere barriere alla loro rimozione da parte degli azionisti. In questo senso si deve sottoscrivere la tesi secondo cui introdurre una rappresentanza degli *stakeholders* all'interno dei consigli di amministrazione potrebbe, addirittura, ridurre i poteri degli azionisti e, di riflesso, accentuare i loro poteri di trinceramento ⁽¹¹⁸⁾.

Infine, anche la più recente legislazione sui *proxy advisers*, sembra attribuire peso specifico agli amministratori ⁽¹¹⁹⁾.

Tutti questi elementi messi insieme possono giustificare una posizione orientata a ritenere che la strategia sotterranea, attualmente posta in essere dai CEO nel loro complesso, sia nel senso di rafforzare la propria posizione all'interno delle rispettive organizzazioni mediante l'attenuazione della capacità di pressione che singoli gruppi di portatori di interessi possono esercitare su di loro ovvero individuando gli strumenti che possano deviare le traiettorie di intervento destinate a rafforzare poteri gestionali di soggetti diversi dagli amministratori ⁽¹²⁰⁾.

⁽¹¹⁷⁾ Cfr. JOSHUA FRANKLIN AND IMANI MOISE, *In era of quick-fire bosses, Wall Street embraces the 'forever CEO'*, FINANCIAL TIMES, September 22, 2021

⁽¹¹⁸⁾ Cfr. Maugeri, in PERRONE (a cura di), (nt 85), 600. Ma in chiave ancor più generale HIRSCHMANN, *Exit, voice and loyalty*, Cambridge, London, Harvard University, 1970 (trad. It. Milano, 1982), 76: «nel breve periodo il loro interesse (n.d.r. dei dirigenti dell'organizzazione) è trincerarsi ed accrescere la loro libertà di agire come meglio credono, indisturbati, nei limiti del possibile, da defezioni o lagnanze dei membri. Di conseguenza si può confidare che il management escogiti una varietà di congegni istituzionali aventi come scopo la combinazione di uscita e voce ideale dal punto di vista della società».

⁽¹¹⁹⁾ Cfr. Denozza, in PERRONE (a cura di), (nt 85), 591: «Basta, al riguardo, ricordare le differenti reazioni alle proposte della *Security Exchange Commission* per la regolamentazione dei *proxy advisers*: soddisfazione, da parte dei *manager*; disappunto, da parte degli investitori istituzionali». Si deve tuttavia ricordare che il 17 novembre 2021 la Securities and Exchange Commission ha proposto modifiche alla disciplina del 2020 (cfr. *SEC Proposes Rule Amendments to Proxy Rules Governing Proxy Voting Advice*, disponibile all'indirizzo: <https://www.sec.gov/news/press-release/2021-236> ove il documento di consultazione).

⁽¹²⁰⁾ Cfr. KASTIEL, (nt 94), 1.

Appendice I.

Documenti adottati dalle società campione negli Stati Uniti ed in Italia

Documenti adottati in entrambi i Paesi	USA	ITALIA
Codice di Condotta	86,6%	34,15%
Codice Etico	14,8%	73,17%
Carta sulla Corporate Governance	87,1%	4,88%
Politica per le Segnalazioni (whistleblowing)	12,5%	39,02%
Politica sulla Partecipazione Politica (finanziamento ai partiti politici)	13,7%	2,44%
Regolamento per il Lead Independent Director	0,33%	2,44%
Carta del comitato Scienza/Tecnologia/Innovazione/Ricerca	8,0%	2,44%
Politica di Diversità ed Inclusione	2,2%	24%
Politica di Dialogo con gli Azionisti (engagement)	1,5%	63,41%
Politica di Privacy	1,3%	29,27%
Trasparenza nelle catene di approvvigionamento	0,9%	2,44%
Politica Anti-molestie (Anti-harassment)	0,1%	12,20%
Strategia Fiscale	0,1%	41,46%
Politica operazioni con parti correlate	8,5%	75,61%

Fonte: elaborazione su propri dati e Yaron Nili e Cathy Hwang (2020)