

XIV CONVEGNO ANNUALE
DELL' ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI UNIVERSITARI
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"
**"IMPRESE, MERCATI E SOSTENIBILITÀ: NUOVE SFIDE PER IL DIRITTO
COMMERCIALE"**
Roma, 26-27 maggio 2023

FEDERICO M. MUCCIARELLI
PROFESSORE ORDINARIO

Interesse sociale e sostenibilità: un falso problema

SOMMARIO: 1. *Premessa.* – 2. *Interesse sociale e doveri degli amministratori in alcuni paesi Europei.* – 3. *Sostenibilità e stakeholder nel diritto dell'Unione Europea* – 4. *La verità, per favore, sui doveri degli amministratori* – 5. *Su alcune tesi su doveri degli amministratori e interessi di altri stakeholders e sulle loro ambiguità.* – 6. *Interesse sociale e benessere della collettività.* – 7. *La realtà dei conflitti tra interessi di diversi stakeholders (compresi gli azionisti).* – 8. *Il ruolo di supplenza politica degli amministratori* – 9. *Che fare?*

1. Premessa

Nella maggior parte degli ordinamenti giuridici culturalmente vicini a quello italiano, sia pure con alcune oscillazioni ed eccezioni, gli amministratori delle società di capitali sono chiamati a perseguire principalmente gli interessi dei soci. Naturalmente, come noto, la questione è complessa e i vari ordinamenti giuridici forniscono soluzioni solo parzialmente coincidenti. L'interesse dei soci è comunemente misurato sulla base del rendimento del capitale investito e, nelle società quotate, se assumiamo che il mercato dei capitali sia in qualche modo "efficiente", l'andamento dei corsi azionari è una accettabile approssimazione del valore dell'impresa e, quindi, dell'interesse dei soci.

L'idea per cui l'interesse dei soci debba essere, in qualche misura, prevalente su altri interessi, quali quelli di creditori, lavoratori o comunità locali, viene giustificata o sulla base della natura "proprietaria" dei loro diritti, oppure sulla base della loro posizione di *residual claimant* tra i finanziatori dell'impresa e, quindi, di soggetto che sopporta in ultima istanza il rischio d'impresa, sia pure protetto dal beneficio della responsabilità limitata.

Negli ultimi anni, però, anche a seguito dei mutamenti climatici e della crisi economica del 2008, è stato sollevato con forza l'interrogativo se la sostenibilità ambientale e sociale delle scelte imprenditoriali debba rientrare tra i doveri degli amministratori vale a dire, secondo la tassonomia seguita dalla dottrina italiana, nell'"interesse sociale". E, quindi, ci si chiede se gli amministratori delle società siano chiamati, in qualche misura, a tutelare o perseguire anche interessi di soggetti "terzi" rispetto ai soli soci.

Recenti progetti dell'Unione Europea, in particolare, considerano la sostenibilità ambientale e sociale tra gli obiettivi che le imprese dovrebbero perseguire, per lo più attraverso strategie imprenditoriali e di investimento di lungo periodo. Infatti, la crisi economica iniziata nel 2008 viene spesso ricondotta alla tendenza delle società quotate di perseguire solo obiettivi di breve periodo, inseguite dalle esigenze delle trimestrali da mostrare al mercato, e dall'attenzione spasmodica solo agli andamenti azionari.

Questo dibattito, peraltro, non è nuovo: esso rispecchia l'alternativa tra una visione dei doveri degli amministratori centrata sugli azionisti e un approccio che comprende anche altri portatori di interessi (o "stakeholder"). La questione se le imprese e gli amministratori possano o debbano perseguire anche la sostenibilità ambientale e sociale illumina alcuni dei problemi tipici delle economie capitalistiche, ovvero (a) il rapporto tra interesse privato degli azionisti e benessere della collettività nel suo complesso, e (b) la natura delle società personificate e il loro rapporto con l'ordinamento statale, poiché le prime esistono solo in forza dell'iscrizione in un pubblico registro previa verifica dei requisiti sostanziali. Il presente lavoro non intende ripercorrere questo dibattito, ma proverà, più semplicemente, a fare ordine nelle tesi che orientano i doveri degli amministratori anche alla tutela di altri stakeholders, provando a gettare uno sguardo su come effettivamente realizzare interessi di soggetti diversi dai soci.

2. Interesse sociale e doveri degli amministratori in alcuni paesi Europei.

All'interno dell'Unione Europea, i doveri degli amministratori sono regolati a livello nazionale, non da norme di armonizzazione. A tale proposito il quadro generale sembra in divenire, perché anche i paesi tradizionalmente ancorati all'idea che il dovere principale degli amministratori sia di perseguire solo l'interesse al profitto dei soci sembrano mostrare una crescente attenzione ad interessi di soggetti "terzi".

Un'indagine comparatistica deve prendere le mosse dall'ordinamento che più di tutti si distingue per una visione orientata alla tutela di interessi terzi rispetto ai soci, ossia la Germania. In tale ordinamento, infatti, è acclarato che gli amministratori di *Aktiengesellschaften* debbano bilanciare gli interessi degli azionisti con quelli dei dipendenti e dei creditori, secondo un metodo di bilanciamento degli interessi in concreto tipico della giurisprudenza costituzionale. Gli argomenti storici e dogmatici a supporto di questa regola operativa sono molteplici, ma la sua ragione pratica è il regime di codeterminazione, che garantisce ai lavoratori un peso significativo nei consigli di sorveglianza che nominano gli amministratori delle società¹. Eppure, anche in Germania la tutela degli interessi dei lavoratori o dei creditori non può, almeno secondo le opinioni che paiono dominanti, spingersi sino a danneggiare l'interesse dei soci al profitto (che può essere ridotto ma non azzerato)².

Francia e Italia, d'altro canto, sono tradizionalmente paesi in cui gli amministratori devono principalmente perseguire gli interessi dei soci, discutendosi poi naturalmente sull'effettivo contenuto di questa nozione e sullo spazio lasciato alla discrezionalità dei gestori. Ma in questi paesi, negli ultimi anni, è accresciuta la rilevanza di interessi di soggetti "terzi". In Francia, dal 2019 le società possono perseguire qualsiasi obiettivo, purché esplicitamente indicato nell'atto costitutivo insieme alle regole e ai principi per contemperare gli interessi dei vari *stakeholder*³. La riforma del 2019, inoltre, richiede anche agli amministratori di considerare l'impatto sociale e

¹ Fleischer, La definizione normativa dello scopo dell'impresa azionaria: un inventario comparato, *Riv. soc.*, 2018, 803.

² Habersack, *Gemeinwohlbindung und Unternehmensrecht*, in *AcP*, 2020, 594, 633.

³ LOI n. 2019-486, 22 maggio 2019.

ambientale delle loro attività⁴. Non è chiaro, tuttavia, quali siano le sanzioni per le scelte degli amministratori che non tengono conto degli interessi degli altri portatori di interesse e del giusto equilibrio tra tutti gli interessi coinvolti. In Italia, la nozione di interesse sociale e di interesse dei soci è stata nuovamente oggetto di un intenso dibattito negli ultimi anni⁵ e una riforma del 2015 ha consentito alle società di introdurre nei propri statuti la finalità di contemperare gli interessi degli azionisti con quelli degli altri stakeholder. Queste società, denominate “società benefit”, si impegnano ad operare in modo responsabile e trasparente nei confronti degli altri stakeholder. Non è chiaro, invece, se gli amministratori di altre società possano perseguire le medesime finalità.⁶ Infine, ed è interessante notare che la nuova edizione del Codice di Autodisciplina del 2020 preveda che gli amministratori debbano perseguire un “successo sostenibile”, ovvero la “creazione di valore di lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli altri stakeholder.”

Il modello del Codice di Autodisciplina Italiano, e di molte altre legislazioni, è la S. 172 del *British Companies Act* 2006, che cerca di bilanciare gli interessi degli azionisti con quelli degli altri portatori di interessi. Il primo e generale dovere degli amministratori è di agire in buona fede al fine di «promuovere il successo della società a vantaggio di tutti i suoi membri». Tuttavia, gli amministratori, nel perseguire l'interesse degli azionisti, devono anche tener conto: (a) delle probabili conseguenze a lungo termine delle loro scelte; (b) gli interessi dei lavoratori; (c) rapporti con clienti e fornitori; (d) l'impatto sulle comunità locali o sull'ambiente; (e) esigenze reputazionali; (f) il dovere di trattare gli azionisti in modo equo. Questa formula (dovere primario di perseguire la ricchezza degli azionisti e doveri accessori di considerare gli altri stakeholder) è comunemente sintetizzata nella formula *enlightened shareholder value* (ossia, alla lettera: “interesse degli azionisti illuminati”). L'idea principale è che gli

⁴ Art. 1833 Code Civile

⁵ Si veda il recente dibattito sulla rilevanza dell'art. 2447 c.c.: Libertini, *Un commento al manifesto sulla responsabilità sociale d'impresa della Business Roundtable*, in *Rivista Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2019, n. 3, 633; Tombari, “Fini aziendali” e diritto societario: dalla “supremazia degli interessi dei soci” alla libertà di scelta dello “scopo sociale”?, in *Riv. soc.*, 2021, 13 ss.

⁶ Tombari, *L'organo amministrativo di spa tra “interessi dei soci” e “altri interessi”*, in *Riv. Soc.*, 2018, 20 ss.

amministratori, tra le diverse scelte manageriali, dovrebbero selezionare la migliore combinazione possibile di interessi degli azionisti e degli altri *stakeholder*; tuttavia, qualora un simile compromesso non fosse raggiungibile, è chiaro che gli interessi degli azionisti dovrebbero avere una preferenza sugli altri interessi.

3. *Sostenibilità e stakeholder nel diritto dell'Unione Europea*

Nonostante i doveri “organici” degli amministratori siano tutt’ora una materia di competenza degli stati nazionali, gli organi dell’Unione Europea negli ultimi anni hanno affrontato il tema della sostenibilità dell’azione imprenditoriale, soprattutto delle società per azioni rivolte al mercato finanziario, e, sia pure in maniera obliqua, della rilevanza di interessi diversi da quelli dei soci.

Il punto di partenza è il piano d'azione della Commissione "Financing Sustainable Growth", risalente al 2018⁷, che si concentra sul finanziamento di titoli emessi da società “sostenibili” e annovera tra i propri obiettivi quello di trasformare l'economia europea in "un sistema più verde, più resiliente e circolare". Il piano d'azione muove dalla constatazione che “i rischi ambientali e climatici attualmente non sono sempre adeguatamente presi in considerazione dal settore finanziario”. Sulla stessa falsa riga, il piano d'azione ammette che i gestori di patrimoni e gli investitori istituzionali “non considerano sistematicamente i fattori e i rischi di sostenibilità nel processo di investimento” e “non rivelano sufficientemente ai loro clienti se e come considerano questi fattori di sostenibilità all’interno del loro processo decisionale”. Pertanto, nella logica del piano d’azione, l’obiettivo della “sostenibilità” deve essere perseguito aumentando il livello di trasparenza riguardo alle finalità sociali e l'impatto ambientale degli investimenti finanziari, in modo che gli investitori privati possano - se lo desiderano - scegliere di investire in imprese sostenibili. Il presupposto implicito è che se gli investitori avessero più informazioni, sarebbero pronti

⁷Piano d'azione, COM(2018) 97 final. Cfr. la tassonomia nel regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 18 giugno 2020, relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e che modifica il regolamento (UE) 2019/2088. Per una sintesi Bartolacelli, *Sustainability and Company Law: A Long Path to Walk*, in *European Company Law Journal*, 2021, 4 ss.

a orientare i loro risparmi verso prodotti finanziari socialmente e ambientalmente sostenibili.

Per quanto riguarda il diritto societario, uno dei tentativi più significativi di considerare obiettivi di sostenibilità sociale e ambientale è la direttiva sulle comunicazioni non finanziarie⁸. In estrema sintesi: le imprese di maggiori dimensioni devono divulgare, tra gli altri documenti allegati al proprio bilancio, informazioni sui risultati di natura non finanziaria relative all'ambiente, alle questioni sociali e dei dipendenti, al rispetto dei diritti umani e ai rischi di corruzione⁹. A dire il vero, questa direttiva non rende obbligatorio perseguire questi obiettivi, ma chiarisce solo che, se una società li persegue deve dar loro un'adeguata trasparenza¹⁰. Inoltre, la seconda direttiva sui diritti degli azionisti, approvata nel 2017, mira a incoraggiare "l'impegno a lungo termine degli azionisti"¹¹, aumentando la trasparenza in merito alle strategie degli investitori istituzionali e dei gestori di patrimoni e al loro orizzonte temporale (cd "politiche di impegno"), nonché ampliando i poteri di voto degli azionisti su temi cruciali quali la remunerazione degli amministratori o le operazioni con parti correlate. Tale direttiva, pertanto, si fonda sull'auspicio che un aumento della trasparenza e dei poteri dei soci induca questi ultimi a perseguire, sia nell'esercizio dei diritti sociali che nell'orizzonte temporale dell'investimento, obiettivi di lungo termine¹².

Per procedere nell'elaborazione di riforme adeguate, la Commissione si è avvalsa di uno studio, redatto nel 2020 da Ernst & Young, dal significativo titolo "Studio sui doveri degli amministratori e governo

⁸ Direttiva 2014/95/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 22 ottobre 2014, che modifica la Direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune società e di taluni grandi gruppi. Cfr. Kocollari, *Strategic Corporate Responsibility*, Routledge-Giappichelli, Torino - Londra - New York, 2018, 65 ss.

⁹ Si veda la Proposta di direttiva che modifica la direttiva 2013/34/UE, la direttiva 2004/109/CE, Direttiva 2006/43/CE e Regolamento (UE) n. 537/2014 in materia di comunicazione aziendale sulla sostenibilità: COM/2021/189 def.

¹⁰ BRUNO, Dichiarazione "non finanziaria" e obblighi degli amministratori, in Riv. soc., 2018, 979.

¹¹ Direttiva 2017/828/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 17 maggio 2017 che modifica la Direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti.

¹² Si veda: Gliozzi, *Lo shorttermismo e la Direttiva n. 828 UE del 2017*, in Riv. trim. dir. proc. civ., 2020, 847 ss.

societario sostenibile”¹³. La base conoscitiva è che le società europee perseguono obiettivi a breve termine, principalmente a causa della pressione del mercato finanziario. Di conseguenza, la futura legislazione dell'UE dovrebbe indurre le imprese a perseguire obiettivi a lungo termine che le rendano sostenibili dal punto di vista ambientale e sociale, a scapito del profitto a breve termine. Per raggiungere questo obiettivo, lo studio di Ernst & Young suggerisce di armonizzare alcuni aspetti del diritto societario al fine di favorire strategie di lungo periodo che tengano conto degli interessi di *stakeholder* diversi dagli azionisti. In particolare: la remunerazione degli amministratori dovrebbe essere allineata agli obiettivi di lungo termine e di sostenibilità¹⁴, i criteri di composizione dei consigli di amministrazione devono essere armonizzati per includere criteri soggettivi che considerino gli obiettivi di sostenibilità a lungo termine e, infine, i consigli di amministrazione dovrebbero coinvolgere *stakeholder* esterni nel processo decisionale.

Questioni analoghe vengono sollevate da un altro recente studio che affronta l'opportunità di introdurre doveri di “dovuta diligenza” per gli amministratori di società europee, per evitare violazioni dei diritti umani lungo tutta la catena del valore (quindi anche se la violazione è commessa da fornitori o controllate estere)¹⁵. E, sulla base di tale relazione, il Parlamento europeo ha recentemente approvato una risoluzione che invita la Commissione a proporre una direttiva sulla “due diligence” riferita alla violazione dei diritti umani, implicando anche che gli amministratori della società a monte della catena del valore non dovrebbe perseguire la massimizzazione del profitto ad ogni costo¹⁶. In risposta, la Commissione Europea ha approvato una proposta di Direttiva sulla *Due Diligence sulla*

¹³ <https://op.europa.eu/it/publication-detail/-/publication/e47928a2-d20b-11ea-adf7-01aa75ed71a1/language-it>

¹⁴ In particolare si suggerisce di limitare il diritto di rivendere le azioni ottenute dagli amministratori in *piani di stock option* e includendo misure relative a valori non finanziari e obiettivi sociali o ambientali da raggiungere contenuti negli accordi sulla remunerazione degli amministratori

¹⁵ Study on due diligence requirements through the supply chain, Final report, 20 febbraio 2020, <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/8ba0a8fd-4c83-11ea-b8b7-01aa75ed71a1/language-it>

¹⁶ Risoluzione del Parlamento europeo del 10 marzo 2021 recante raccomandazioni alla Commissione in materia di dovuta diligenza e responsabilità delle imprese P9_TA (2021) 0073 (2020/2129 (INL).

*Sostenibilità delle Imprese*¹⁷. Gli elementi essenziali di questa proposta sono i seguenti: (a) l'obbligo di "due diligence" deve essere incluso nelle "politiche aziendali e in un codice di condotta" (articolo 5); (b) le aziende devono identificare i rischi di impatti negativi sui diritti umani e sull'ambiente (art. 6); (c) le imprese devono prevenire e mitigare tali impatti negativi (art. 7), in particolare, includendo nei contratti di appalto e fornitura garanzie di rispetto del codice di condotta e il diritto di sospendere o risolvere tali contratti (se la legge applicabile al contratto consente tale possibilità); (d) gli amministratori devono porre fine a tutti gli impatti negativi sui diritti umani e sull'ambiente (art. 8). Per quanto riguarda la nozione di diritti umani, la proposta di direttiva, seguendo il modello tedesco, fa riferimento ai soli diritti inclusi in un elenco di trattati internazionali. La violazione degli obblighi di diligenza degli amministratori può dar luogo ad azioni di responsabilità civile per danni (art. 22) se (a) gli amministratori non hanno rispettato gli obblighi di cui agli articoli 7 e 8, (b) a seguito di tale inadempienza si è verificato un impatto negativo e dannoso, e, infine, (c) era ragionevolmente prevedibile che una determinata misura avrebbe impedito un danno.¹⁸

In questo contesto, la proposta di direttiva affronta per la prima volta i doveri degli amministratori, che come abbiamo visto non sono mai stati oggetto di armonizzazione. In particolare, da un lato gli amministratori devono «agire nel migliore interesse della società» (art. 25); dall'altro, essi devono considerare "le conseguenze in termini di sostenibilità, a breve, medio e lungo termine, delle decisioni che prendono", "comprese le conseguenze per i diritti umani, il cambiamento climatico e l'ambiente". Questo articolo lascia irrisolti tutti i problemi tipici della "enlightened shareholder value", perché non è chiaro in che misura e in che casi gli

¹⁷ Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio sulla due diligence in materia di sostenibilità delle imprese e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937, Bruxelles, 23.2.2022 (COM(2022) 71 final).

¹⁸ La proposta cerca anche di affrontare le questioni relative al cambiamento climatico. Le imprese, in particolare, devono redigere un piano "per garantire che il modello di business e la strategia aziendale perseguiti siano compatibili con la transizione verso un'economia sostenibile e con la limitazione del riscaldamento globale a 1,5 °C in conformità con l'Accordo di Parigi" (art. 15). Tale disposizione sul cambiamento climatico si sovrappone alla proposta di direttiva sulla comunicazione d'impresa e la sostenibilità che prevede che la relazione degli amministratori sulla gestione contenga "informazioni necessarie per comprendere l'impatto dell'impresa sui temi della sostenibilità": 21.4.2021 COM(2021) 189 def., v. nuovo art. 19-bis Direttiva 2013/34/UE.

amministratori possano o debbano considerare gli interessi di soggetti diversi dai soci. D'altro canto, si tratta indubbiamente di un primo passo verso una qualche forma di armonizzazione, sia pure parziale e vaga, dei doveri fiduciari degli amministratori, anche se il suo effettivo contenuto precettivo è molto incerto.

4. La verità, per favore, sui doveri degli amministratori

Per comprendere il senso delle proposte più recenti che attribuiscono agli amministratori di società il ruolo di considerare anche interessi di soggetti diversi dai soci occorre evitare confusioni e malintesi che si annidano in molte argomentazioni o slogan di moda. Ad esempio, nel 2019 la *Business Roundtable*, che riunisce i CEO delle principali società statunitensi, ha rilasciato una dichiarazione sorprendente e in controtendenza rispetto alle opinioni espresse in precedenza, secondo la quale le società non dovrebbero massimizzare il profitto, ma perseguire gli interessi degli altri *stakeholder*, anche al fine di superare le eccessive disuguaglianze prodotte dal capitalismo¹⁹. E affermazioni simili, in base alle quali gli amministratori dovrebbero “tener conto” di altri interessi oltre a quelli dei soci sono ormai diffuse, come abbiamo visto, in molte legislazioni e codici di *corporate governance*, incluso quello italiano. Eppure, la reale portata di queste affermazioni non è chiara e, soprattutto, esse covano al proprio interno innumerevoli aporie²⁰.

¹⁹ Business Roundtable: <https://opportunity.businessroundtable.org/ourcommitment/>. Il manifesto del World Economic Forum (Davos Manifesto 2020: *The Universal Purpose of a Company in the Fourth Industrial Revolution*) non mostra un tenore diverso: <https://www.weforum.org/agenda/2019/12/davos-manifesto-2020/>

²⁰ Nonostante il lessico e la dogmatica italiani riconducano la questione degli interessi di altri stakeholders alla dicotomia tra “istituzionalismo” e “contrattualismo”, a mio avviso questa dicotomia non chiarisce il problema che stiamo per affrontare. Indubbiamente, le dottrine “contrattualiste” riconducono gli scopi dell’ente e, quindi, anche i doveri degli amministratori al contratto originario tra i soci e, di conseguenza, al loro interesse come soci. D’altro canto, le varie teorie “istituzionaliste” rappresentano un coacervo di soluzioni molto più variegato, sostanzialmente accomunate dall’idea che esista e sia tutelato dall’ordinamento un interesse oggettivo dell’organizzazione imprenditoriale che, in qualche modo, si dissocia dagli interessi perseguiti in concreto dai soci. È evidente che muovendosi in questo orizzonte culturale, perché non di una teoria unitaria si tratta, è più facile attribuire rilievo a interessi di altri soggetti, diversi dai soci. Però questa non è una

Per chiarire cosa intenda chi afferma che gli amministratori possano o debbano tutelare soggetti e interessi diversi da quelli dei soci occorre partire dalla banale considerazione che la società deve adempiere tempestivamente le proprie obbligazioni della società verso creditori, fornitori e lavoratori, cosa che una società *in bonis* deve – per definizione – essere in grado di fare. Qualora non lo fosse, o se gli amministratori avessero il dubbio di non essere in grado di adempiere in futuro, si porrebbero problemi diversi, perché sarebbe in dubbio la continuità aziendale e scatterebbero doveri ulteriori di tempestiva rilevazione della crisi e di reazione adeguata a protezione dei creditori, secondo quanto disposto dall'art. 3 CCI e dall'art. 2086 c.c.

Riguardo a una società perfettamente in grado di ottemperare alle proprie obbligazioni, quindi, l'affermazione che gli amministratori debbano anche tutelare creditori e lavoratori (o "tener conto" dei loro interessi) non può significare semplicemente che essa debba adempiere alle proprie obbligazioni nei loro confronti, perché sarebbe una affermazione vuota.

E la stessa cosa può essere predicata riguardo alla tutela ambientale o alla tutela di altri interessi diffusi o a doveri di evitare i pericoli che derivano all'attività d'impresa. Il problema non è se gli amministratori debbano ottemperare alle norme di diritto pubblico sulla tutela dell'ambiente o a doveri specifici che tutelano altri interessi (ad esempio, la sicurezza sul lavoro o la salute dei lavoratori e dell'ambiente circostante ai luoghi di produzione), perché è ovvio e scontato che gli amministratori debbano ottemperare a qualsiasi dovere loro imposto dalla legge. Questo non significa, ovviamente, che le società ottemperino sempre a tutti i doveri specifici che norme di legge impongono loro, ma che non serve inventarsi una nuova teoria sui doveri degli amministratori per evitare tali rischi.

Per attribuire un senso autonomo ai doveri di "tenere conto degli interessi di altri stakeholder" occorre chiedersi se gli amministratori possano o persino debbano fare qualcosa in più rispetto al semplice adempimento delle proprie obbligazioni verso i creditori o a specifici doveri a tutela di lavoratori, salute o ambiente. In altri termini, occorre chiedersi se gli amministratori debbano promuovere attivamente il benessere dei lavoratori, sostenendo, ad esempio, spese ulteriori rispetto a quelle richieste

conseguenza logica o necessaria e, quindi, l'equazione tra istituzionalismo e "stakeholderism" (spero che mi si perdoni l'anglismo) non è sempre vera.

dall'ottemperanza dei contratti collettivi di lavoro o dalle norme sugli infortuni sul lavoro (ad esempio facendo investimenti per asili nido aziendali, abitazioni per i dipendenti, congedi più generosi di quelli previsti dalla legge o dalla contrattazione ecc.), oppure evitando di impiegare quei contratti di lavoro che consentono all'impresa di sfruttare maggiormente i lavoratori (contratti a chiamata, lavori interinali ecc.) prediligendo invece il contratto di lavoro dipendente a tempo indeterminato, anche ove l'impiego dei primi consentirebbe di risparmiare sui costi. Oppure, possiamo chiederci se gli amministratori di società possano - o debbano - realizzare investimenti e sostenere costi per la protezione dell'ambiente, non strettamente richiesti né dall'esigenza di rispettare le norme pubblicitiche a tutela dell'ambiente e della salute delle comunità locali, né dall'esigenza di evitare responsabilità per danno ingiusto nei confronti di terzi.

Fatte queste precisazioni, è possibile affrontare le varie teorie che mirano a comprendere interessi di terzi non soci tra i doveri degli amministratori.

5. Su alcune tesi su doveri degli amministratori e interessi di altri stakeholders e sulle loro ambiguità

a) Come abbiamo visto in precedenza, si è diffusa in molti paesi europei una tesi, che deriva dalla *enlightened shareholder value* britannica, in base alla quale gli amministratori devono perseguire gli interessi dei soci e, nel farlo, considerare anche gli interessi di altri *stakeholder* sul lungo periodo²¹.

Occorre chiarire che queste tesi, pur essendo apprezzabili, sono versioni rivedute del dovere di perseguire l'interesse dei soci in via prioritaria e preminente su altri interessi, che all'interesse dei soci sono solo ancillari. Infatti, qualora tra interessi dei soci e interessi di altri *stakeholders* vi fosse incompatibilità assoluta, gli amministratori dovrebbero comunque scegliere i primi²². Qualora sussistesse una qualche forma di compatibilità, invece, questa visione consente agli amministratori di bilanciare l'interesse

²¹ In Italia si veda per tutti: Montalenti, *L'interesse sociale: una sintesi*, in *Riv. soc.*, 2018, 303 ss.

²² Rock, *For Whom is the Corporation Managed in 2020?: The Debate over Corporate Purpose*, ECGI Working Paper 515/2020

dei soci a massimizzare il valore delle azioni nell'immediato con interessi "altri".

Una variante di questa tesi afferma che la protezione dell'ambiente o comportamenti socialmente equi migliorino la reputazione e la posizione di mercato delle società, e di conseguenza i suoi guadagni. In altre parole, è più conveniente che la società investa 100€ per ridurre l'inquinamento che la stessa cifra in una campagna di marketing (oppure: investire 100€ per ridurre l'inquinamento o impegnarsi in una produzione sostenibile è di per sé una campagna di marketing che vale l'investimento). Si tratta però di un caso di eterogenesi dei fini, perché l'obiettivo ultimo dell'azione degli amministratori è il perseguimento degli interessi degli azionisti. Quindi, anche in questo caso non siamo di fronte a qualcosa di davvero diverso rispetto al "tradizionale" dovere di perseguire gli interessi dei soci e al primato degli azionisti, sia pure interpretato in maniera "intelligente" e lungimirante²³.

b) Il secondo rischio di confusione, che spesso si annida nei documenti programmatici della UE, è quello tra obiettivi di lungo termine dell'impresa e sostenibilità ambientale e sociale (vale a dire protezione di altri *stakeholder*).

Affermare che gli amministratori dovrebbero perseguire gli interessi degli azionisti nel lungo termine è una riformulazione dei loro doveri nei confronti degli azionisti considerando un orizzonte temporale di medio - lungo periodo. Infatti, per un'impresa solvibile, il dovere di promuovere la redditività degli azionisti nel lungo periodo non indica necessariamente che gli amministratori debbano anche perseguire gli interessi dei creditori e dei lavoratori, o che debbano promuovere attivamente la tutela dell'ambiente, più di quanto non sia prescritto da norme di legge o dal dovere di adempiere alle proprie obbligazioni.

Inoltre, occorre sottolineare che in nessun ordinamento il dovere di perseguire gli interessi degli azionisti alla valorizzazione dell'investimento implica che gli amministratori debbano massimizzare il prezzo delle azioni a breve termine. Al limite, l'andamento dei corsi di borsa può essere una

²³ Angelici, *Divagazioni sulla responsabilità sociale d'impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, 13; Barcellona, *Shareholderism versus Stakeholderism*, Milano, 2022, 201 ss.

misura – sia pur grezza – del valore dell'impresa, sempre se si accetta una qualche forma di efficienza del mercato dei capitali.

Di conseguenza, le tesi per cui perseguendo l'interesse dei soci sul lungo periodo sia anche nell'interesse dei creditori e dei lavoratori rappresenta un'affermazione che non aggiunge nulla ad una lettura ragionevole dell'interesse sociale in senso "contrattualistico" e al dovere di perseguire l'interesse dei soci.

Ancora una volta, la tutela di soggetti diversi dai soci è tutt'al più conseguenza indiretta di una visione che persegue gli interessi dei soci sul lungo termine²⁴.

6. Interesse sociale e benessere della collettività

Le teorie sin qui illustrate sono accomunate da un elemento comune: in tutti questi casi si richiede che gli amministratori – in una qualche misura – considerino gli interessi degli altri *stakeholder* della loro società, non interessi della collettività nel suo complesso. Secondo la tesi più diffusa sui doveri degli amministratori in Germania, ad esempio, essi devono contemperare in concreto gli interessi dei soci con quelli dei lavoratori della stessa società (non dei lavoratori in generale). Allo stesso modo, secondo la più moderata *enlightened shareholder value* gli amministratori devono perseguire l'interesse dei soci e tenere conto dell'impatto delle loro azioni sugli interessi di consumatori e lavoratori di quella società. Queste sono, in fondo, varianti moderne delle dottrine managerialiste tradizionali, che attribuivano agli amministratori il compito di mediare tra vari interessi²⁵.

Viceversa, rivelano un maggior grado di ambizione e originalità le teorie che attribuiscono alla società e ai suoi amministratori doveri o compiti che si rivolgono anche a vantaggio della collettività nel suo complesso, ossia anche verso *stakeholders* di altre società.

a) Secondo alcuni autori, gli effetti positivi per la collettività derivano dal mutamento delle preferenze degli investitori. Gli investitori al dettaglio,

²⁴ Si veda, per tutti, Stella Richter JR, *Long-termism*, in *Riv. soc.*, 2021, 16 ss.

²⁵ Kahan – Rock, *The emergence of welfarist corporate governance*, ECGI Working Paper, 683/2023.

soprattutto le generazioni di “millennials” più sensibili alle esigenze ambientali, si stanno orientando sempre più verso investimenti sostenibili. Di conseguenza, gli investitori istituzionali e i gestori di patrimoni sono indotti ad adattare le loro scelte di investimento alle preferenze dei detentori ultimi della liquidità. Sul piano del diritto societario, si sostiene che il perseguimento di obiettivi socialmente sostenibili sia anche nel migliore interesse degli azionisti nel lungo periodo, perché questi sono interessati anche a vivere in un ambiente migliore e quindi a tutelare l'ambiente.

Pertanto, la sostenibilità ambientale e sociale non deriverebbe dall'attività del legislatore, ma si attuerebbe spontaneamente grazie alle preferenze degli investitori. Sul piano politico, una conseguenza di quest'impostazione è che la legge dovrebbe solo aumentare il livello di trasparenza sull'impatto degli investimenti sull'ambiente ed evitare il “greenwashing”²⁶.

La peculiarità di queste tesi è di comprendere tra gli interessi da perseguire non solo il valore economico della partecipazione (misurato attraverso il prezzo delle azioni), ma qualsiasi forma di vantaggio o benessere che gli azionisti intendano perseguire anche se di carattere non monetario, come l'interesse ad un ambiente migliore²⁷.

A ben vedere, e nonostante accenti diversi, non è dissimile la posizione di chi ritiene che l'autonomia statutaria possa – e debba essere a ciò incentivata – includere altri obiettivi o valori da perseguire diversi dalla massimizzazione del profitto, a tutela di collettività e ambiente²⁸: anche in questo caso gli effetti positivi per la collettività dipendono da scelte dei soci e da meccanismi emulativi tra imprese.

Queste tesi sono una filiazione delle teorie tradizionali per cui l'interesse dei soci sia preminente su altri interessi e che riconducono i doveri degli amministratori alle scelte dei soci²⁹; esse si distinguono dalle teorie tradizionali di “shareholder value” perché ampliano gli obiettivi rilevanti per i soci, includendo valori o scopi diversi dalla massimizzazione

²⁶ Ringe, *Investor-led Sustainability in Corporate Governance*, ECGI Working Paper, 615/2021.

²⁷ Hart – Zingales, *The new corporate governance*, in *U. Chicago Business Law Review*, 2022, 195 ss.

²⁸ Mayer, *Prosperity*, OUP, 2018.

²⁹ Così Barcellona (nt. 23) 204.

del profitto. L'altra peculiarità di queste tesi è di non attribuire un ruolo particolarmente importante né agli amministratori né alla legge (salve le regole sulla trasparenza), visto che la protezione di società e ambiente deriverebbe dalla spontanea "benevolenza" dei proprietari del capitale.

b) Altri autori sostengono che le società quotate siano spinte a tener conto di interessi di soggetti terzi, compresa la collettività nel suo complesso (quindi non solo dei "propri" stakeholder) grazie al fatto che gli azionisti con portafoglio diversificato sono interessati a massimizzare il valore dell'intero portafoglio non solo delle singole azioni in una specifica società e, quindi, cercheranno di internalizzare le eventuali esternalità negative che possano pregiudicare il valore complessivo degli investimenti, comprese le esternalità ambientali o sociali. Gli investitori istituzionali, in pratica, presteranno attenzione non solo al rendimento atteso del loro investimento azionario, ma anche ai rischi sistemici, e tenderanno a "mitigare" tali rischi, che comprendono anche i cambiamenti climatici e i rischi per la stabilità sociale³⁰.

Questa ipotesi è molto interessante perché sembra preconizzare uno sviluppo spontaneo del capitalismo che tenga conto di interessi di carattere "sociale" grazie alla diffusione della proprietà azionaria e la socializzazione del capitale. Infatti, molti fondi d'investimento dichiarano di orientare i propri investimenti verso obiettivi ambientali, sociali e di governance (noti con l'acronimo inglese "ESG")³¹.

D'altro canto, non sembra che vi siano prove inconfutabili del fatto che gli investitori istituzionali preferiscano su larga scala investimenti "sostenibili" a scapito dei rendimenti. Inoltre, alcuni studi suggeriscono che i fondi "ESG" abbiano performance e rendimenti inferiori a quelli degli altri fondi e che, quindi, per perseguire obiettivi socialmente sostenibili e

³⁰ Gordon, *Systematic stewardship*, ECGI working paper, 566/2021.

³¹ Ad esempio, nel 2019 il fondo sovrano norvegese NBIM ha ritirato 1 miliardo di dollari da diverse società che non rispettavano il suo principio per un business responsabile; oppure: nel 2021, gli azionisti di Exxonmobil hanno votato per includere nel consiglio due esperti di transizione energetica e fonti energetiche non fossili, contro la proposta del consiglio in carica. < <https://www.climateaction100.org/news/in-stunning-vote-shareholders-elect-two-new-directors-put-forth-by-shareholders-at-exxonmobil-seeking-climate-expertise-and-action/> >

rilevanti gli investitori debbano accettare rendimenti inferiori³². A livello più generale, la logica del mercato spinge tutti gli attori, inclusi gli investitori, a massimizzare profitti e rendimenti per perseguire i propri obiettivi e non sembra realistico ipotizzare che, ad esempio, un fondo pensione sacrifichi i propri rendimenti e, quindi, l'ammontare delle pensioni dei propri iscritti, per tutelare l'ambiente o evitare investimenti socialmente riprovevoli (ad esempio in armi), a meno che simili divieti non siano imposti a tutti gli attori del mercato da norme cogenti³³.

7. La realtà dei conflitti tra interessi di diversi stakeholders (compresi gli azionisti)

a) Gli amministratori di società si trovano continuamente di fronte a scelte che coinvolgono interessi diversi e prendono continuamente decisioni che comportano rischi. Tali compromessi potrebbero anche coinvolgere gli azionisti, quando essi non condividono il medesimo orizzonte temporale del proprio investimento: in tal caso, gli amministratori assumono decisioni che prediligono alcuni azionisti rispetto ad altri (e, di fatto, questa scelta cadrà verosimilmente a favore degli azionisti di controllo).

Questo è uno dei motivi per cui la posizione degli amministratori è normalmente tutelata dal principio, che ritroviamo in varie forme in tutti gli ordinamenti, per cui il giudice non dovrebbero sostituirsi *ex post* alle scelte manageriali, scelte che vengono sempre assunte in condizioni di incertezza sul futuro dell'impresa e del mercato. Ciò che i giudici possono fare è valutare se il procedimento decisionale degli amministratori è stato condotto correttamente e in modo informato. Questo principio è comunemente denominato con il lemma inglese *business judgement rule* ed è

³² Hao - Sun - Teo, *Responsible hedge funds*, 2020, ... https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3610627 (in corso di pubblicazione su *Review of Finance*); Lowry, *Are all ESG funds created equal? Only some funds are committed*, ECGI working paper, 874/2023

³³ Cullen, *After 'HLEG': EU Banks, Climate Change Abatement and the Precautionary Principle*, in *Cambridge Yearbook of European Legal Studies*, 2018, 61 (che evidenzia l'incertezza che circonda qualsiasi tentativo di misurare l'insostenibilità ambientale); Johnston-Talbot, *Why is modern capitalism irresponsible and what would make it more responsible? A company law perspective*, in *King's Law Journal*, 2018, 125; Gliozzi, *Lo shorttermismo e la Direttiva n. 828 UE del 2017*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2020, 847.

condiviso dalla maggior parte dei paesi sviluppati: anche in quelli in cui non è esplicitamente codificato nella legge, i giudici tendono ad autolimitarsi e non sostituiscono proprie valutazioni gestionali a quelle degli amministratori. Pertanto, la maggior parte delle scelte degli amministratori, anche quelle che potrebbero favorire altri *stakeholder*, sono tutelate da questa regola, a meno che gli amministratori non agiscano manifestamente per fini egoistici o in maniera non informata o negligente³⁴. Naturalmente, ogni ordinamento giuridico modella e mette in pratica questo principio generale in modo diverso³⁵, ma nonostante le soluzioni siano molteplici sembra che in moltissimi, se non in tutti, gli ordinamenti gli amministratori possano considerare in qualche misura anche gli interessi di altri *stakeholder*, e non perseguire esclusivamente la massimizzazione del profitto nell'immediato, protetti dalla *business judgement rule*³⁶.

Pertanto, il tema degli scopi dell'agire sociale emerge in maniera autonoma solo nelle situazioni in cui gli interessi dei soci e quelli degli altri *stakeholder* sono assolutamente inconciliabili, vale a dire in cui gli amministratori si trovano di fronte all'alternativa secca tra promuovere l'interesse dei soci o quelli degli altri *stakeholder*.

Ad esempio, una scelta di delocalizzare l'attività in un altro paese potrebbe aumentare il profitto degli azionisti (perché l'azienda sfrutterebbe costi di manodopera più bassi o una logistica migliore) ma innescherebbe il licenziamento di manodopera locale e la cessazione degli accordi di fornitura con le piccole imprese locali. Un altro esempio potrebbe riferirsi alle offerte pubbliche d'acquisto: qualora un concorrente lanci un'opa ostile su una società, con l'obiettivo di chiuderne o ridimensionarne l'attività, gli amministratori chiamati a redigere il comunicato dell'emittente si di fronte a interessi non conciliabili: quello dei singoli azionisti come investitori finanziari alla massimizzazione del prezzo immediato, quello dell'impresa

³⁴ Riguardo alla giurisprudenza del Delaware, in cui la *business judgement rule* venne formulata in maniera compiuta (sia pure come standard per la prova dell'inadempimento, non come standard di condotta), si veda *ex multis*: Stout, *The shareholder value myth*, San Francisco, 30 - 31.

³⁵ Gerner-Beuerle, *The duty of care and the business judgement rule: a case study in legal transplants and local narratives*, in *Comparative corporate governance*, a cura di Afsharipour - Gelter, Elgar, 2021, 220 ss.

³⁶ Portale, *La corporate social responsibility alla ricerca di effettività*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2022, 954.

alla sopravvivenza sul lungo periodo e quello dei lavoratori o dei fornitori locali al mantenimento del posto di lavoro o dei contratti di fornitura.

In questi, così come in molti altri, casi occorre stabilire come gli amministratori possano o debbano comportarsi. In particolare, occorre stabilire se gli amministratori possano (o persino debbano) adottare la scelta che più tutela i lavoratori o i creditori attuali, anche se non compatibile con interessi dei soci.

b) Le teorie per cui gli amministratori devono perseguire anche interessi di altri *stakeholder* si fondano su una visione semplicistica delle relazioni economiche tra i vari portatori di interessi, compresi gli azionisti. L'idea di fondo è che l'antinomia tra l'interesse al profitto degli azionisti e gli interessi degli altri *stakeholder* possa essere risolta moderando i profitti degli azionisti per aumentare i vantaggi degli altri *stakeholder*, ad esempio attraverso spese e costi non necessari e non imposti dalla legge.

Questa idea è verosimilmente corretta per quanto riguarda il conflitto tra azionisti e creditori, o tra azionisti e dipendenti, ma non fornisce una descrizione accurata dei rapporti economici tra tutti i soggetti coinvolti nell'attività d'impresa.

In primo luogo, solo nelle piccole imprese a conduzione familiare, gli azionisti sono un gruppo di persone omogeneo, che condividono le stesse preferenze di investimento. Nella maggior parte delle altre società, invece, è probabile che le preferenze degli azionisti siano diversificate, vuoi perché gli investitori semplicemente non hanno gli stessi obiettivi, vuoi perché possiedono diversi tipi di azioni che incorporano diritti e poteri differenziati (ad esempio azioni privilegiate o altri titoli ibridi).

In secondo luogo, cosa particolarmente importante per questo lavoro, non esiste un gruppo unitario definibile come gli "altri stakeholder", poiché anche i loro interessi spesso non sono compatibili e coerenti tra loro. Qualche esempio chiarirà questa affermazione.

È un dato storico acclarato che qualsiasi cambiamento tecnologico troppo rapido produca riduzioni della manodopera necessaria e licenziamenti, quantomeno nel breve periodo (mentre sul medio o lungo periodo i sistemi economici tendono a trovare aggiustamenti e compensazioni). Le nuove tecnologie, infatti, consentono di produrre la medesima quantità di output (merci o servizi) con minore quantità di lavoro. Inoltre, anche a parità di lavoro necessario, gli attuali dipendenti

potrebbero non avere competenze idonee alle nuove tecnologie o ai nuovi metodi produttivi. I cambiamenti tecnologici, quindi, innescano un conflitto tra gli azionisti, da un lato, che aumenterebbero i loro profitti riducendo il costo del lavoro o aumentando l'efficienza produttiva, e i dipendenti, dall'altro, che rischiano di perdere il posto di lavoro e di non poter trovarne uno nuovo. Eppure, i cambiamenti tecnologici creano anche nuove opportunità di lavoro, soprattutto per le giovani generazioni formate per impiegare le nuove tecnologie. Pertanto, gli interessi dei dipendenti in carica e dei potenziali nuovi lavoratori divergono, rispecchiando anche un conflitto intergenerazionale.

Un altro esempio è legato alla tutela dell'ambiente e all'obiettivo di ridurre l'impatto sul clima delle attività aziendali. Tali finalità richiedono spesso di porre in essere innovazioni tecnologiche o modifiche organizzative che potrebbero ridurre il fabbisogno di lavoro, a parità di merci prodotte e, quindi, ridurre i costi di produzione e aumentare i profitti degli azionisti. In particolare, uno degli obiettivi dell'UE nei prossimi anni, per far fronte agli Accordi di Parigi sul clima, è ridurre l'uso e la produzione di motori a benzina o diesel nei prossimi decenni, incoraggiando l'uso e la produzione di veicoli elettrici. Tuttavia, la produzione di veicoli elettrici richiede meno mano d'opera rispetto ai veicoli a benzina e, quindi, è probabile che queste politiche producano licenziamenti o, almeno, una riduzione della forza lavoro impiegata nell'industria automobilistica nel prossimo decennio. Inoltre, la produzione di batterie per automobili richiede l'impiego di materie prime rare (ad esempio, Litio e Tantalio) la cui estrazione avviene in paesi in via di sviluppo che potrebbero consentire condizioni di lavoro che gli Stati della UE non riterrebbero accettabili. In queste ipotesi, a parità di condizioni, gli interessi dei dipendenti e la tutela dell'ambiente entrano in conflitto tra loro e la soluzione del problema (ossia il punto di equilibrio desiderabile tra i vari interessi) non può essere trovata impiegando criteri di valutazione o di scelta "manageriali", né si può pensare di affidare questi conflitti alla discrezionalità degli amministratori protetta dalla *business judgement rule*.

Secondo le teorie sul perseguimento degli interessi di altri *stakeholder*, gli amministratori dovrebbero mediare tra questi interessi contrastanti. Tuttavia, mentre in situazioni semplici, come i conflitti tra azionisti e creditori o lavoratori, alcuni compromessi sono effettivamente raggiungibili, quando gli interessi delle parti interessate non sono omogenei

la loro conciliazione potrebbe risultare impossibile in assenza di un criterio guida e di una gerarchia tra interessi che segni la prevalenza di alcuni tra loro. Riprendendo gli esempi formulati poc' anzi, ci dovremmo chiedere: in che modo gli amministratori possono risolvere il conflitto tra dipendenti attuali e potenziali, ossia tra vecchie e nuove generazioni di lavoratori? E come risolvere il conflitto tra gli attuali dipendenti e l'esigenza di commutare la produzione verso tecnologie rispettose? In tutti questi casi, gli amministratori sarebbero incaricati di prendere decisioni e di mediare tra corpi sociali con un impatto a lungo termine in condizioni incerte.

Naturalmente, questi problemi sorgono solo quando agli amministratori viene richiesto di mediare tra le parti interessate senza alcun intervento normativo esterno che indichi la soluzione preferita o spinga le imprese in una specifica direzione, secondo una gerarchia di interessi decisa a livello politico o forme di compensazione degli stakeholder perdenti. Eppure è proprio questo lo scopo dell'inclusione degli stakeholder all'interno dei doveri fiduciari: compensare meccanismi normativi o incentivi fiscali ritenuti inadeguati.

8. Il ruolo di supplenza politica degli amministratori

Questa riflessione conduce al problema di carattere più sottilmente politico delle concezioni che orientano i doveri degli amministratori a perseguire anche gli interessi di altri portatori di interessi. Esse, infatti, sia pure senza volerlo rischiano di depotenziare l'azione dello Stato e della regolazione, affidando la protezione di altri interessi alle decisioni degli amministratori.

Come abbiamo visto, si può parlare di una concezione effettivamente "stakeholderista" solo riguardo alla tesi che gli amministratori debbano (nel senso che questo è parte dei loro doveri organici) perseguire anche gli interessi degli *stakeholder* diversi dagli azionisti, compresa la collettività in generale e l'ambiente. Poiché questi obiettivi farebbero parte dei loro doveri organici, gli amministratori dovrebbero proteggere gli altri *stakeholder* e l'ambiente al di là di quanto prescritto da norme di diritto del lavoro o dai doveri imposti loro dal diritto amministrativo e ambientale. L'idea di fondo è che gli interessi di altri soggetti sociali (lavoratori, fornitori, clienti, ecc.)

possano essere combinati con quelli degli azionisti e internalizzati nell'organizzazione aziendale in una misura socialmente accettabile.

Quest'idea, però, rischia di produrre conseguenze non volute di segno opposto. Se gli amministratori di società per azioni sono chiamati a internalizzare i conflitti tra tutti gli *stakeholder* e a trovare equilibri tra essi, che tengano conto anche degli interessi di soggetti diversi dai soci, implicitamente si ammette anche che l'equilibrio tra interessi in concreto che, di volta in volta, gli amministratori decidono di realizzare rappresenti anche l'equilibrio ottimale e preferibile dal punto di vista della collettività nel suo complesso.

Occorre ricordare che la ricerca di equilibri sul lungo periodo tra corpi sociali e interessi diversi e contrastanti tra loro è una funzione squisitamente politica. In pratica, un soggetto privato - gli amministratori che esprimono il volere della società - viene delegato a tutelare in maniera paternalistica lavoratori, creditori e altri *stakeholders*. Per una strana forma di eterogenesi dei fini, quindi, i campioni degli interessi dei creditori e dei lavoratori rischiano di privatizzarne la protezione, perché se essa viene affidata alle scelte imprenditoriali degli amministratori non si scorge la necessità dell'intervento pubblico. Sul piano delle categorie politiche, saremmo di fronte a qualcosa di simile a una "rivoluzione passiva" teorizzata da Gramsci³⁷, perché i lavoratori, i creditori e le comunità locali accetterebbero ciò che gli amministratori e le imprese decidono per la loro tutela. In questo modo, i dirigenti d'azienda si legittimerebbero come nuovi governanti di una società frammentata e, tra l'altro, si emanciperebbero dalla tutela degli azionisti incrementando la propria discrezionalità all'ombra della *business judgement rule*³⁸.

Inoltre, le tesi che includono la tutela dell'ambiente o l'inclusione e la sostenibilità sociale tra i doveri organici degli amministratori (al di là del rispetto di specifiche norme di legge o del generale precetto di *neminem laedere*) potrebbero far comodo anche ai governi, che in tale maniera

³⁷ Per una definizione di «rivoluzione passiva» si può citare questo passaggio dei Quaderni dal carcere: «il progresso si verificherebbe come reazione delle classi dominanti al sovversivismo sporadico e disorganico delle masse popolari con "restaurazioni" che accolgono una qualche parte delle esigenze popolari, quindi "restaurazioni progressive" o "rivoluzioni-restaurazioni" o anche "rivoluzioni passive"»: Q 8, 25, 957

³⁸ Denozza, *Lo scopo della società: dall'organizzazione al mercato*, in *Rivista Orizzonti del Diritto Commerciale*, n. 3, 2019, 622; Cerrato, *Appunti per una "via italiana" all'ESG*, in *Analisi giuridica dell'economia*, n.1, 2022, 96 s.

vengono deresponsabilizzati e ai quali “si permette di mostrare attenzione nei confronti di una parte consistente dell’elettorato senza spendere un soldo di *budget* pubblico”³⁹. In pratica, si tratterebbe di teorie controproducenti (o ce rischiano di essere tali), perché finiscono col deresponsabilizzare lo Stato, nella sua funzione non solo di regolatore ma anche di attore economico attraverso la leva fiscale o investimenti diretti⁴⁰.

Questa riflessione ci conduce all’ultima parte di questo lavoro.

9. *Che fare?*

In conseguenza di quanto fin qui discusso, si potrebbe sostenere che la soluzione più sicura per disciplinare i doveri fiduciari degli amministratori sia di ancorarli alla tradizionale lettura “contrattualista” che vede la prevalenza degli interessi dei soci. Questa tesi prevede un obiettivo chiaro per risolvere la maggior parte dei conflitti tra i portatori di interessi, qualora essi siano in conflitto insanabile tra loro. Eppure, questa conclusione potrebbe non essere all’altezza delle sfide della nostra epoca.

In questo lavoro ho sostenuto che l’enigma dei doveri degli amministratori sia questione altamente politica, in quanto affronta le relazioni tra i vari attori sociali, non solo tra i diversi portatori di interessi in una data società. È diventato ormai di senso comune, quindi, almeno sulla scia della crisi del 2008, che un problema esista e che il capitalismo

³⁹ Spolidoro, *Interesse, funzione e finalità. Per lo scioglimento dell’abbraccio tra interesse sociale e business purpose*, in *Riv. soc.*, 2022, 362.

⁴⁰ Bebchuk – Tallarita, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, in *Cornell Law Review*, 2020, 91; Gatti – Ondersma, *Can a broader corporate purpose redress inequality? The stakeholder approach chimera*, in 46 *Journal of Corporate Legal Studies*, 2020, 1 ss.

Che la dichiarazione della Business Roundtable avesse finalità di marketing è stato recentemente dimostrato da uno studio che analizza documenti di corporate governance, statuti, dichiarazioni di delega e pacchetti retributivi degli amministratori delle società statunitensi che hanno firmato la dichiarazione della Business Roundtable: nessuna società avrebbe effettivamente modificato i propri comportamenti precedenti, in quanto la maggior parte di esse continua ad essere impegnata a massimizzare il valore per gli azionisti, mentre alcune di esse si limitano ad ammettere (come facevano in precedenza) che gli amministratori possono considerare gli interessi degli altri *stakeholder* se ciò è compatibile con l’utile degli azionisti a lungo termine: Bebchuk – Tallarita, *Will Corporations Deliver Value to All Stakeholders?*, 75 *Vanderbilt Law Review*, 2022, 1031 ss.

rischi di generare costi sociali e ambientali insostenibili se non intervengono correzioni.

In queste pagine, ho provato a dimostrare che riorientare i doveri organici degli amministratori verso gli altri *stakeholder* rischi di essere una formula vuota e che, nelle sue versioni più radicali, possa mancare l'obiettivo. Gli *stakeholder* non sono una classe omogenea per interessi, prospettive di vita e di investimento; pertanto, il ruolo di mediazione tra interessi è un esercizio politico di progettazione del futuro della società nel suo insieme, non un compito manageriale di gestione di un'impresa che possa essere affidato agli amministratori.

Inoltre, gli enti privati come le società sono attori di mercato e, anche se gli amministratori fossero incaricati di mediare tra gli interessi dei vari *stakeholder*, la logica della concorrenza difficilmente consentirà loro di selezionare la strategia più rispettosa dell'ambiente o socialmente sostenibile in assoluto, trascurando il profitto per gli azionisti. Pertanto, il divario tra le strategie imprenditoriali socialmente desiderabili e le scelte di massimizzazione del profitto non può essere colmato dal mercato.

Pertanto, il problema di cosa si possa fare per indirizzare l'azione delle società verso obiettivi sostenibili e desiderabili per la collettività nel suo complesso è ancora irrisolto, ma un aspetto deve essere sottolineato: non si può muovere dal presupposto che il semplice agire delle forze di mercato, ossia l'interazione e la competizione tra imprese che massimizzano il proprio interesse, naturalmente rispettando un quadro di regole e limiti fissati dallo Stato, sia sufficiente a realizzare obiettivi desiderabili per la collettività e che, a monte, qualunque esito di scambi di mercato sia per definizione efficiente e desiderabile⁴¹.

Questo non significa che le regole non contino, tutt'altro. Infatti la prima maniera per affrontare gli interessi di altri *stakeholder* è proprio di accrescere il numero di doveri specifici che incombono sugli amministratori. Il punto, però, è non confondere tali doveri specifici con doveri organici derivanti dal contratto sociale: si tratta di doveri volti a tutelare gli interessi collettivi, come la trasparenza nel mercato finanziario, la trasparenza nei confronti di investitori e concorrenti, la concorrenza di

⁴¹ Questa, se ben intendo, è la prospettiva assunta da D'Alessandro, *Il mantello di San martino, la benevolenza del birraio e la Ford modello T, senza dimenticare Robin Hood (divagazioni semiserie sulla c.d. responsabilità sociale dell'impresa e dintorni*, in *Riv. dir. civ.*, 2022, in particolare 459.

mercato o rapporti di lavoro ben strutturati. Il dovere fiduciario degli amministratori di perseguire l'interesse dei soci, tutelato dalla *business judgement rule*, si colloca entro i confini dati da altri specifici doveri diretti a tutelare altri interessi e fini sociali.

La maggior parte dei fraintendimenti deriva dal fatto che questi doveri, sul piano delle classificazioni dogmatiche (o forse semplicemente accademiche), non rientrano nell'ambito del diritto societario, ma sono doveri di diritto pubblico o espressione del dovere generale di *neminem laedere*. D'altro canto, entro il "diritto societario" negli ultimi anni sono nati moltissimi doveri e posizioni giuridiche passive che si aggiungono al dovere di gestione diligente dell'impresa e, al contempo, non sono strettamente di diritto pubblico (o, quantomeno, rispetto ai quali l'incasellamento entro la categoria del diritto pubblico o del diritto privato ha poco senso). Si tratta, con tutta probabilità, dell'emersione di "doveri in senso stretto" teorizzati da Santi Romano, ossia doveri privatistici che non si riflettono necessariamente in un diritto soggettivo di altri soggetti e non nascerebbero da un rapporto giuridico tra privati, ma da scelte del regolatore (ossia dello Stato nella maggior parte dei casi)⁴². Accrescere il numero e la precisione di questi doveri, senza scomodare l'interesse sociale o i generali doveri di gestione diligente, potrebbe essere un esercizio molto più utile a tutelare gli interessi di altri soggetti o della collettività nel suo complesso⁴³.

⁴² S. ROMANO, *Frammenti di un dizionario giuridico*, Macerata, 2018, p. 132 ss. (1^a ed., Milano, 1947).

⁴³ Questa riflessione, peraltro, non significa che i doveri fiduciari degli amministratori siano irrilevanti per la protezione di interessi terzi. Qualora, infatti, l'ordinamento impone agli amministratori doveri specifici o generali di compiere operazioni che tutelino anche altri interessi, in quella specifica circostanza muta necessariamente la "direzione" della loro attività, che dovrà indirizzarsi anche alle finalità specifiche imposte dalla legge anche se questo determina dei costi per il bilancio della società e, quindi, una riduzione del profitto distribuibile tra i soci. E allora in queste circostanze rimane in piedi il generale dovere di gestione diligente, ma viene alterato il dovere di perseguire solo l'interesse sociale (*duty of loyalty*, nella classificazione inglese ormai invalsa nel gergo giuridico). I doveri generali degli amministratori, quindi, divengono ancillari ai doveri specifici imposti dall'esterno, nel senso che gli amministratori dovranno predisporre presidi organizzativi, contabili e gestionali, compresi i presidi di controllo interno, che siano in grado di rilevare i pericoli per gli *stakeholder* e di consentire all'intera organizzazione aziendale di ottemperare alle prescrizioni di legge. Si veda in questo senso Houben, *Assetti patrimoniali (non manifestamente) inadeguati, doveri degli amministratori e (nuovo) art. 3, comma 3°, lett. a, codice della crisi d'impresa, in Banca, borsa, tit. cred., 2023, 106 ss.*

La seconda strategia per il perseguimento di finalità pubbliche riguarda il ruolo degli *stakeholder*. Uno dei principali problemi di attribuire agli amministratori di società la tutela di altri portatori di interessi, diversi dai soci, è che si tratta di una soluzione paternalistica nei confronti dei soggetti protetti (lavoratori, comunità locali, fornitori ecc.), cui viene chiesto di accettare il ruolo di mediatore degli amministratori senza possibilità di intervento o reazione. Per contrastare questo rischio la strategia corretta è dare a tali *stakeholder* una qualche forma di voce o di potere nella società. Questa è ovviamente una questione molto controversa, ma se vogliamo prendere sul serio la tutela dell'ambiente e degli altri *stakeholder*, e non prestare loro un omaggio solo formale, è necessario considerare l'opzione di attribuire forme di potere a soggetti diversi dai soci. Le strade, come noto, sono molteplici. Il primo percorso consiste nell'attribuire alle parti interessate una rappresentanza negli organi sociali, sul modello della codeterminazione tedesca (ma non solo tedesca) che include i rappresentanti dei lavoratori nei consigli di sorveglianza. Seguendo questa logica, occorre vagliare se attribuire poteri di voto o, almeno, di veto su scelte imprenditoriali, compresa la nomina e revoca degli amministratori, anche ad altri attori sociali diversi dai lavoratori.

L'individuazione delle modalità di rappresentanza e dei soggetti da rappresentare dipende dalle ragioni che giustificano questa scelta giuspolitica. Per comprendere questo aspetto, occorre spostare l'attenzione dagli amministratori agli azionisti. Il loro patrimonio personale, come noto, è protetto dai debiti sociali, comprese le responsabilità per illecito civile e gli oneri ambientali, grazie al beneficio della responsabilità limitata. La responsabilità limitata, naturalmente, svolge una funzione preziosa perché offre ai potenziali investitori incentivi a investire in attività rischiose. Tuttavia, protetti da questo scudo, gli azionisti potrebbero comportarsi in modo opportunistico e trasferire i rischi aziendali su altri gruppi (come i lavoratori, i creditori o l'ambiente in generale). L'azione delle imprese, di conseguenza, produrrebbe esternalità negative, tanto che, quando la società è vicina all'insolvenza o sottocapitalizzata, non è peregrino sostenere che siano i lavoratori e i creditori "deboli" a sopportare, più dei soci, il rischio d'impresa. E quindi, se si ritiene che il problema principale sia di evitare questo tipo di esternalità negative, la soluzione più lineare dovrebbe essere

di attribuire poteri di voice agli *stakeholder* maggiormente soggetti a tali rischi⁴⁴.

⁴⁴ McGaughey, *A Twelve Point Plan for Labour and a Manifesto for Labour Law*, in *Industrial Law Journal*, 2017, 169 ss.