



**DOTTORATO DI RICERCA IN DIRITTO ED IMPRESA**

**XXXIII CICLO**

***La nuova attenzione sui benefici  
generali e i loro riflessi su  
investitori istituzionali ed emittenti***

**Tutor**

Chiar.mo Prof.  
Gian Domenico Mosco

**Dottorando**

Dott. Raffaele Felicetti

**Coordinatore**

Chiar.mo Prof. Antonino Gullo

**Anno Accademico 2020/2021**

# La nuova attenzione sui benefici generali e i loro riflessi su investitori istituzionali ed emittenti

## Indice

INTRODUZIONE .....	1
<b>I. L'EMERSIONE DEGLI INTERESSI DEGLI STAKEHOLDERS E IL DIBATTITO SUL CORPORATE PURPOSE .....</b>	<b>6</b>
1. Attività d'impresa e interessi degli <i>stakeholders</i> .....	6
2. ... E il relativo dibattito: amministratori fiduciari di chi? 16	
a. La visione tradizionale: il primato degli azionisti e la teoria degli amministratori quali loro fiduciari .....	17
b. La massimizzazione del valore degli azionisti: un mito? Il primato degli azionisti sotto attacco .....	27
c. La posizione mediana. Gli interessi di azionisti e <i>stakeholders</i> : parzialmente coincidenti? .....	29
3. Doveri del <i>board</i> e interessi degli <i>stakeholders</i> nelle società lucrative .....	36
a. Stati Uniti .....	39
b. Italia .....	51
4. <i>Cenni</i> . L'emersione degli ibridi societari come parziale risposta alle esigenze degli <i>stakeholders</i> .....	59
a. Le limitazioni delle soluzioni ibride. ....	69
5. La <i>Corporate Social Responsibility</i> come forma di auto-regolazione dell'impresa a scopo lucrativo .....	78
<b>II. AZIONARIATO ESG: LE NUOVE POLITICHE D'INVESTIMENTO E DI STEWARDSHIP DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI.....</b>	<b>82</b>
PARTE A – TEORIA.....	82
1. Investimenti e sostenibilità: la finanza sostenibile.....	82
2. La “catena di trasmissione” della sostenibilità: dagli investimenti sostenibili all'azionariato ESG .....	87

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

3. L'azionariato sostenibile nella <i>Shareholder Rights Directive II</i> .....	89
PARTE B – EVIDENZE: INVESTITORI “PASSIVI” E ATTIVI .....	96
4. ESG e investitori istituzionali: il caso di BlackRock, Vanguard e State Street Global Advisors e delle loro promesse ESG .....	102
a. Le possibili ragioni dell'impegno ESG dei “Tre Giganti” ....	106
5. I Tre Giganti e l'impegno ESG: promessa mantenuta? Il caso delle proposte ESG di altri azionisti.....	111
6. <i>Segue</i> . Basso livello di supporto: ma tra <i>engagements</i> e proposte non meritevoli? .....	113
a. Il ruolo dei <i>private engagements</i> .....	114
b. Proposte meritevoli? .....	119
7. Il futuro dell'impegno E&S dei Tre Giganti: prime evidenze empiriche da BlackRock .....	124
a. Alcune riflessioni alla luce dei <i>trends</i> del 2020.....	133
8. Fondi speculativi e campagne ESG: un'analisi empirica	138
9. La dicotomia attivismo tradizionale con orizzonti ESG e attivismo ESG “puro” .....	142
10. Possibili correlazioni tra impegno ESG dei Tre Giganti e attivismo ESG.....	143
<b>III. L'IMPATTO ESG SUGLI EMITTENTI TRA INTERESSE SOCIALE, BEST PRACTICES E CORPORATE GOVERNANCE: UN'AGENDA PER PREVENIRE GLI “ATTIVISTI”?</b> .....	151
1. La sostenibilità per l'attrazione di apporti a titolo di capitale e debito.....	152
2. Lo scopo sociale e il dibattito sull'art. 2247 c.c.: lo “sdoganamento” dei tipi lucrativi per finalità sociali .....	155
3. Orizzonte temporale e produzione di valore “sociale”: dal <i>social short-termism</i> al <i>social long-termism</i> .....	160
4. Il ruolo dell'Assemblea: motore per l'avvicinamento tra interessi degli azionisti e degli <i>stakeholders</i> ? .....	165
a. Facilitare l'attivismo E&S in Italia .....	174
5. Il Board: struttura, composizione e doveri.....	188
a. I comitati E&S .....	188
b. Gli ESG <i>directors</i> .....	193

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

c. I compiti degli amministratori .....	195
d. La rendicontazione non finanziaria: oltre la disciplina del d.lgs. 254/2016? .....	198
e. <i>Segue.</i> Gli obblighi di trasparenza degli investitori istituzionali in materia ESG nell'impianto normativo europeo: un'occasione mancata? .....	200
<b>CONCLUSIONI</b> .....	206
<b>BIBLIOGRAFIA</b> .....	211
<b>INDICE DELLA GIURISPRUDENZA</b> .....	242
Stati Uniti .....	242
Italia .....	243

## INTRODUZIONE

Da diverso tempo si registra una diffusa attenzione<sup>1</sup> verso i benefici generali, utilità che trascendono il semplice individualismo per investire tutta la società civile. I grandi temi ambientali e sociali, che sembrano rappresentarne la forma quintessenziale, toccano anche i mercati finanziari, lo stesso loro diritto e quello delle società.

La letteratura sia giuridica, sia economica in materia si è sinora concentrata su aspetti specifici della tematica;<sup>2</sup> ma anche in quei casi in cui la si è affrontata da prospettive più generali<sup>3</sup> sembra essere mancata un'analisi organica, che investa tanto i cc.dd. *capital providers* (ad esempio, gli investitori istituzionali, che allocano le risorse dei beneficiari ultimi dell'investimento), quanto le imprese (e, in particolare, le quotate) che tali capitali ricevono. Adottare questa duplice prospettiva consente invece di verificare se e come quest'attenzione ai benefici generali si rifletta sui primi ed eventualmente, per il loro tramite, sulle seconde.

Muovendo dall'ipotesi che esista una catena di trasmissione della sostenibilità (intesa in senso ampio, e dunque comprendente non solo le problematiche ambientali, ma anche quelle sociali) i cui valori, partendo dalla finanza — e, quindi, dai processi e dalle scelte di investimento e finanziamento dei singoli investitori — si trasmettono agli investitori istituzionali e, da questi, in qualità di azionisti delle maggiori società quotate presenti sui vari listini, alle emittenti stesse, l'elaborato ha quindi un duplice obiettivo. Anzitutto, capire se questa attenzione ai benefici generali stia iniziando a guadagnare popolarità tra i principali investitori istituzionali. In caso di risposta affermativa, poi, verificare, alla luce

---

<sup>1</sup> *Infra*, Capitolo I, par. 1; v. anche Capitolo II.

<sup>2</sup> Emblematico è, ad esempio, il dibattito giuridico sui doveri degli amministratori, di cui si dirà nel Capitolo I, e quello economico sull'esistenza di correlazioni positive tra valori di sostenibilità e *performance* economica (su cui cfr. anche Capitolo I, par. 2.c.).

<sup>3</sup> Si pensi alla letteratura in materia di Responsabilità Sociale d'Impresa, su cui cfr. Capitolo I, par. 5.

del loro ruolo di azionisti, quali siano le possibili implicazioni per gli emittenti sia sul piano della programmazione dell'attività (dello scopo sociale), sia su quello della *governance*.

La ricerca vuole anzitutto sottoporre a verifica l'esistenza negli Stati Uniti di tendenze a considerare i valori sociali e di sostenibilità non solo nelle scelte d'investimento (mediante ad esempio tecniche di *negative* e *positive portfolio screening*), ma anche e soprattutto nelle interazioni con le società portafoglio. In particolare, poi, nel caso si accerti l'esistenza di queste tendenze, si vuole analizzare le modalità con cui i maggiori *asset managers* — BlackRock, Vanguard e StateStreet — e i fondi speculativi fanno valere nelle società portafoglio i temi ambientali e sociali.

In questo contesto, è utile verificare alcune ipotesi che potrebbero spiegare, se confermate, alcune ragioni alla base di queste tendenze, distinguendo tra BlackRock, Vanguard e StateStreet da un lato, e gli *hedge funds* dall'altro. Per i primi, l'interesse verso le tematiche ambientali e sociali potrebbe derivare dalla loro condizione di “gestore universale”<sup>4</sup>, dall'intenzione di attrarre le risorse dei Millennials e dei fondi pensione (che sembrano sempre più attenti a queste dimensioni)<sup>5</sup> o, infine, dai benefici privati che i CEOs dei tre gestori (o i gestori stessi) possono estrarre da tale impegno ambientale e sociale.<sup>6</sup> Per gli *hedge funds*, invece, l'attenzione verso i benefici generali potrebbe essere dovuta all'intenzione di assicurarsi per le loro campagne il supporto dei grandi *asset managers*, che può risultare decisivo (se non indispensabile) non solo per l'effettivo successo della campagna, ma anche per rendere credibili le eventuali iniziative ostili dei fondi.<sup>7</sup>

Le tendenze che emergono nel mercato finanziario statunitense e le loro implicazioni per le *corporations* quotate nord-americane,

---

<sup>4</sup> Capitolo II, par. 4. a. i.

<sup>5</sup> Capitolo II, par. 4. a. ii.

<sup>6</sup> Capitolo II, par. 4. a. iii.

<sup>7</sup> Capitolo II, par. 10.

spesso si riflettono, seppur con minore intensità, in quello europeo, incluso quello italiano, e comunque molti investitori istituzionali, pur operando in più mercati, hanno gestioni centralizzate. Elementi, questi, che conferiscono implicazioni “universali” ai dati empirici nord-americani. Ci si vuole dunque anche interrogare sulle possibili conseguenze del fenomeno per le società emittenti europee ed italiane.

In presenza di un'effettiva propensione degli investitori istituzionali a considerare i profili ambientali e sociali, la piena conversione delle quotate a *best practices* sociali e di sostenibilità diviene per le società uno strumento utile per attrarre finanziamenti sostenibili (sia a titolo di capitale, sia a titolo di debito) e, comunque, per reperire capitale a minor costo nonché per prevenire un eventuale attivismo critico di questi investitori e, in ogni caso, facilitare il dialogo con loro. Dal punto di vista del diritto societario, questa “conversione” potrebbe incidere (principalmente) sullo scopo perseguito dalla società, sul rapporto tra orizzonte temporale e produzione di valore e sulla *governance*. È però incerto non solo l'*an*, ma anche il *quomodo* dell'impatto. Si vogliono quindi sottoporre a verifica entrambi i profili.

Per quel che attiene allo scopo sociale, occorre in particolare chiedersi se le eventuali propensioni degli investitori istituzionali a considerare anche profili ambientali e sociali determinino una tendenza al superamento, almeno parziale, della mera lucratività delle imprese del c.d. secondo settore e se ciò possa indurre le emittenti ad adottare un modello di *business* orientato certamente alla produzione del profitto, ma che includa anche una debita considerazione — che vada oltre a quella imposta legislativamente — anche di uno o più interessi generali.

È poi necessario chiedersi se un eventuale attivismo ambientale e sociale possa indurre le società lucrative a produrre anche valore sociale e, in caso di risposta affermativa, come ciò si rifletta sull'orizzonte temporale dell'impresa. La questione dell'orizzonte

temporale eccessivamente a breve termine (c.d. *short-termism*) sembra essere diventata prioritaria non solo per il *policy-maker* americano,<sup>8</sup> ma anche per quelli europei;<sup>9</sup> entrambi sembrano però continuare a confondere le due diverse questioni dell'orizzonte temporale e della produzione di valore sociale.<sup>10</sup> Come meglio si vedrà, le due questioni devono invece essere tenute nettamente distinte;<sup>11</sup> nonostante ciò, però, bisogna chiedersi se un modello di *business* maggiormente “sostenibile” possa quantomeno contribuire a scoraggiare *determinate* strategie che si contraddistinguono per un orizzonte temporale marcatamente a breve termine.

Occorre infine chiedersi se e quali siano le conseguenze sul piano della *governance*, prestando anzitutto attenzione al ruolo dell'assemblea. Se infatti dovesse accertarsi una certa propensione degli investitori istituzionali a occuparsi anche di temi ambientali e sociali, il raggio d'azione dell'organo assembleare subirebbe una parziale mutazione: ora generalmente limitato a pure questioni di *governance* si orienterebbe infatti anche verso questioni sociali e ambientali. E, in tal caso, occorrerebbe capire se il ruolo dell'assemblea su queste questioni si limiterebbe soltanto a un monitoraggio dell'operato dei *boards* oppure assumerebbe anche tratti più “attivi”, fungendo da propulsore. A seconda dei casi — che il ruolo degli azionisti sia di “mero” monitoraggio o anche di stimolo dell'attività gestoria — occorre domandarsi se si possano ipotizzare anche delle modifiche legislative mirate a favorire ulteriormente la diffusione dell'attivismo degli azionisti in Italia.

Sempre in tema di *governance*, bisogna infine capire se un eventuale attivismo su materie ambientali e sociali militi a favore di un aggiornamento in chiave ambientale e sociale di composizione, struttura e compiti dell'organo amministrativo. La riflessione impone un'indagine sulle ragioni che possono motivare una scelta

---

<sup>8</sup> Capitolo II, par. 1603.

<sup>9</sup> Cfr. oltre nota 520.

<sup>10</sup> Capitolo II, par. 1603.

<sup>11</sup> *Ibidem.*

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

spontanea in tal senso da parte degli emittenti, sui suoi possibili vantaggi e sulle concrete modalità attraverso le quali potrebbe realizzarsi.

## **I. L'EMERSIONE DEGLI INTERESSI DEGLI STAKEHOLDERS E IL DIBATTITO SUL CORPORATE PURPOSE**

### **1. Attività d'impresa e interessi degli *stakeholders*...**

Sino qualche decennio fa, il mondo imprenditoriale, e in particolare quello dell'impresa in forma societaria, era visto — e, a dire il vero, forse da molti ancora oggi è — come la forma quintessenziale dell'individualismo e, in quanto tale, come la fonte principale di gran parte delle problematiche sociali e ambientali. E, in effetti, molti dati sembrano giustificare questa visione.

Con riferimento ai profili ambientali, si stima che, nel 2017, 29 società petrolifere fossero responsabili di un terzo del quantitativo globale di emissioni di gas serra.<sup>12</sup> Similmente, si calcola che circa 100 società siano state responsabili, dal 1988 ad oggi, di oltre il 70% delle emissioni globali di tali gas.<sup>13</sup> Le società non sembrano registrare risultati migliori dal punto di vista sociale. Molte di esse, ad esempio, sono a rischio di violazioni dei diritti umani, direttamente, o tramite le loro filiere.<sup>14</sup>

---

<sup>12</sup> Paul Griffin, *CDP Worldwide*, 2017 CDP Carbon Majors Report 10, Jul. 2017 <https://b8f65cb373b1b7b15feb-c70d8ead6ced550b4d987d7c03fcdd1d.ssl.cf3.rackcdn.com/cms/reports/documents/000/002/327/original/Carbon-Majors-Report-2017.pdf?1499691240> [<https://perma.cc/ZH5E-7X9B>] (“[ . . . ] 29 oil and gas companies account[ed] for one third of global industrial GHG.”).

<sup>13</sup> Matthew Taylor & Jonathan Watts, *Revealed: the 20 firms behind a third of all carbon emissions*, *The Guardian*, 9 ottobre 2019, <https://www.theguardian.com/environment/2019/oct/09/revealed-20-firms-third-carbon-emissions> [<https://perma.cc/79TP-TYHF>] (“[j]ust 100 companies have been the source of more than 70% of the world’s greenhouse gas emissions since 1988, according to a new report.”).

<sup>14</sup> Umberto Bacchi, *Most big companies failing U.N. human rights test, ranking shows*, *Reuters*, 11 novembre 2018, <https://www.reuters.com/article/us-global-rights-forced-labour/most-big-companies-failing-u-n-human-rights-test-ranking-shows-idUSKCN1NH02F> [<https://perma.cc/FW85-6X49>] (“[m]ost big companies operating in sectors at high risk of labor abuses are failing to meet human rights standards set by the United Nations.”). Più in generale, v. Maggie McGrath, *Bottom of the Barrel: 89 Of America’s Worst Corporate Citizens In*

Sarebbe certamente ingenuo pensare che tutte le società siano cattivi “cittadini”. Vi sono molti esempi virtuosi.<sup>15</sup> Tuttavia, il dato che vi siano state e ancora oggi vi siano imprese che non operano in maniera responsabile non può essere ignorato. Ed è questo uno dei profili che — insieme ai diversi scandali finanziari che si sono susseguiti nella storia e che hanno determinato ingenti perdite non solo per gli azionisti, ma anche per i creditori<sup>16</sup> — ha indotto alcuni a proporre un ripensamento del ruolo delle società e, per loro tramite, del concetto di capitalismo.

L'idea di base del capitalismo moderno (o, meglio, del neoliberalismo) — idea che invece, come si vedrà, secondo alcuni ne costituisce un'erronea lettura — è prevalentemente stata quella che le società debbano essere orientate esclusivamente alla produzione di un valore economico per i propri azionisti. Da un punto di vista puramente economico, l'idea si lega al concetto della c.d. “mano invisibile”<sup>17</sup> — inizialmente elaborata dall'economista americano Adam Smith — secondo cui, nel perseguire il proprio interesse personale, l'individuo (e, a sua volta, l'impresa) è spinto dalle forze invisibili del mercato e, per tal via, agisce nell'interesse della collettività. In altre parole, il mercato libero, con le sue forze e i suoi segnali, catturati nei prezzi, determinerebbe la produzione di benefici per tutta la società tramite meccanismi di autocorrezione.

Le crisi che si sono susseguite nel tempo hanno però portato molti a dubitare della effettiva validità di questa teoria. In un suo

---

2018, Forbes,10 dicembre 2018, <https://www.forbes.com/sites/maggiemcgrath/2018/12/10/just-100-2019-the-bad-apples/#5b2c1ca828e6> [https://perma.cc/T8KS-36LB] (“[t]here are [ . . . ] plenty of companies that are [ . . . ] doing a less-than-stellar job on matters of corporate goodness [ . . . ]”).

<sup>15</sup> Un riferimento utile sul punto può essere la lista *The Just 100* redatta da Forbes. V. *The Just 100*, Forbes (2019) <https://www.forbes.com/just-companies/#3c16c5d2bf01>.

<sup>16</sup> Basti pensare, tra i vari, al fallimento di Enron.

<sup>17</sup> Cfr. Adam Smith, *THE THEORY OF MORAL SENTIMENTS* (1759) e *THE WEALTH OF NATIONS* (1776).

saggio del 2009, all'indomani della crisi finanziaria del 2007-2008, il premio Nobel per l'economia Joseph Stiglitz si riferisce al sistema economico neoliberista come ad una religione fondamentalista — Stiglitz parla di *market fundamentalism*. Ad un'idea di economia, cioè, che non trova alcun riscontro empirico nella realtà e che si basa sulla falsa premessa che, nel perseguire un'egoistica massimizzazione del profitto, gli individui creino benessere per tutta la società.<sup>18</sup> Stiglitz individua in questa idea “profitto-centrica” d'impresa — cui consegue, anche a causa di un sistema errato d'incentivi per gli amministratori di società,<sup>19</sup> un differenziale tra benefici privati e produzione di benefici sociali<sup>20</sup> — una delle cause principali del fallimento del modello neoliberista, che egli propone di risolvere, tra i vari, incrementando l'importanza del ruolo della regolamentazione governativa da un lato, e il ruolo delle imprese no-profit e cooperative dall'altro.<sup>21</sup>

Dal punto di vista giuridico, diventa centrale la questione del ruolo delle società e del loro scopo. In altre parole, ci si domanda se

---

<sup>18</sup> Joseph Stiglitz, *Moving Beyond Market Fundamentalism to A More Balanced Economy*, 80 ANNALS OF PUBLIC AND COOPERATIVE ECONOMICS 345, 346 (2009):

“From a historical point of view, for a quarter of century the prevailing religion of the West has been market fundamentalism. I say it is a religion because it was not based on economic science or historical evidence. It was sold by Thatcher in the UK and by Reagan in the USA. It made reference to some old ideas in economics, specifically to Adam Smith's notion of the invisible hand, which is the argument that firms who pursue their self-interest and the maximization of profits would lead, as if by an invisible hand, to general societal well-being.”

<sup>19</sup> La retribuzione del *management* e i relativi incentivi, ad esempio, è da sempre una delle questioni più scottanti. In tema v., tra tutti, Jesse Fried e Lucian Bebchuk, *PAY WITHOUT PERFORMANCE: THE UNFULFILLED PROMISE OF EXECUTIVE COMPENSATION* (2004).

<sup>20</sup> Stiglitz *supra* nota 18, pp. 353 e ss.

<sup>21</sup> *Ibidem*, pp. 356 e ss.

scopo della società debba essere esclusivamente la creazione di valore per i propri azionisti oppure anche la creazione di valore per i cc.dd. portatori d'interessi (*stakeholders*) (sulla cui definizione cfr. *infra*).

La prima teoria muove dalla considerazione che scopo unico delle società lucrative sia quello della produzione di valore per i propri azionisti. In tale contesto, come si vedrà più diffusamente nel par. 1.a, la gestione della società dev'essere orientata esclusivamente a questo fine e non rimane spazio per il perseguimento d'interessi ulteriori. È questa la teoria tradizionale, che ha il suo fulcro nel concetto di primato degli azionisti (*shareholder primacy*). Negli Stati Uniti, la teoria è stata esplicitata per la prima volta nel famoso caso *Dodge v. Ford* del 1919, in cui la Corte Suprema del Michigan ha chiaramente spiegato che lo scopo di una società è quello di creare profitti per i propri azionisti e che gli amministratori non possono gestire la società con l'intento di beneficiare in modo principale altri portatori d'interessi e, solo in modo incidentale, gli azionisti.<sup>22</sup> Sebbene alcuni ritengano che il principio espresso dalla Corte del Michigan rappresenti più un caso isolato, che una tendenza giurisprudenziale generalizzata,<sup>23</sup> e altri, più radicalmente, che il principio sia errato,<sup>24</sup> la decisione ha tradizionalmente fornito un argomento relativamente solido a coloro

---

<sup>22</sup> V. *Dodge v. Ford Motor Co.*, 204 Mich. 459, 170 N.W. 668 (1918) (Mich. 1919). V., in particolare, p. 507 (“[ . . . ] it is not within the lawful powers of a board of directors to shape and conduct the affairs of a corporation for the merely incidental benefit of shareholders and for the primary purpose of benefiting others, and no one will contend that, if the avowed purpose of the defendant directors was to sacrifice the interests of shareholders, it would not be the duty of the courts to interfere.”) e p. 684 (“The discretion of directors is to be exercised in the choice of means to attain that end, and does not extend to a change in the end itself, to the reduction of profits, or to the nondistribution of profits among stockholders in order to devote them to other purposes.”).

<sup>23</sup> V., ad esempio, William T. Allen & Reinier Kraakman, COMMENTARIES AND CASES ON THE LAW OF BUSINESS ORGANIZATION 286 (5<sup>th</sup> edition, 2016).

<sup>24</sup> Lynn A. Stout, *Why We Should Stop Teaching Dodge v. Ford*, 3 VA. L. & BUS. REV. 163 (2008).

che sostengono che le società debbano avere quale unico fine la creazione di valore per gli azionisti.<sup>25</sup> Il principio sembra poi comunque aver avuto, anche in epoca relativamente recente, un discreto seguito anche tra le Corti del Delaware, lo stato americano più importante per numero di società incorporate. In particolare, il *dicta* è stato espresso prima nella famosa decisione *Revlon* del 1986<sup>26</sup> e poi, più di recente, in *eBay v. Newmark* del 2010.<sup>27</sup> La teoria è poi stata ripresa dall'economista Milton Friedman, che in un famoso articolo apparso negli anni '70 sul New York Times, ed eloquentemente intitolato *The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits*, ha sostenuto che le società debbano essere gestite esclusivamente secondo il desiderio degli azionisti, che secondo Friedman è generalmente la creazione di profitto.<sup>28</sup> Più di recente, posizioni simili sono state assunte, seppur con toni a tratti più sfumati, anche da parte della dottrina americana.<sup>29</sup>

Complice anche l'aumentare degli scandali societari e la constatazione che, come visto sopra, molte società non sempre paiono essere dei buoni "cittadini",<sup>30</sup> a partire almeno dagli anni '50

---

<sup>25</sup> Su cui cfr. *infra* par. 2.a.

<sup>26</sup> *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes*, 506 A.2d 173, 176 (Del. 1986).

<sup>27</sup> *Domestic Holdings, Inc. v. Newmark*, 16 A.3d 1, 34 (Del. Ch. 2010).

<sup>28</sup> V. Milton Friedman, *The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits*, N. Y. TIMES, 13 settembre 1970 ("In a free-enterprise, private-property system, a corporate executive is an employee of the owners of the business. He has direct responsibility to his employers. That responsibility is to conduct the business in accordance with their desires, which generally will be to make as much money as possible while conforming to their basic rules of the society, both those embodied in law and those embodied in ethical custom.").

<sup>29</sup> Leo E. Strine, Jr., *Our Continuing Struggle with the Idea That For-Profit Corporations Seek Profit*, 47 WAKE FOREST L. REV. 135 (2012). Più di recente, v. Lucian A. Bebchuk e Roberto Tallarita, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3544978](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3544978) [<https://perma.cc/2JVE-3N58>].

<sup>30</sup> Cfr. Doug Sundheim & Kate Starr, *Making Stakeholder Capitalism a Reality*, HARV. BUS. R., 22 gennaio 2020 <https://hbr.org/2020/01/making-stakeholder-capitalism-a-reality> ("Now, spurred by the alarming climate crisis and increasing social challenges such as rising inequality, [stakeholder

e '60 del secolo scorso si è progressivamente fatta strada una teoria alternativa dello scopo-fine delle società ma, ancor prima, del concetto stesso di capitalismo: la c.d *stakeholder theory*. Con il termine *stakeholders* s'intende generalmente designare determinate categorie di soggetti che, pur non essendo azionisti, sono, direttamente o indirettamente, interessati all'attività sociale (e.g., lavoratori, creditori, fornitori, clienti, comunità in cui opera l'impresa).<sup>31</sup> A questi *stakeholders* — cc.dd. primari, che sono quelli generalmente maggiormente interessati dall'attività di ogni impresa—se ne possono poi aggiungere di ulteriori—cc.dd. *stakeholders* secondari — i quali, a differenza dei primi, non contribuiscono in maniera diretta alla creazione di valore per l'impresa e, pertanto, sono in genere interessati dall'attività sociale in minor misura.<sup>32</sup> Nel resto dell'elaborato il termine *stakeholders* sarà utilizzato con riferimento ai portatori d'interesse "primari".

L'idea di fondo della *stakeholder theory* è che le imprese lucrative debbano essere orientate a una gestione che, pur nell'interesse degli azionisti, contribuisca alla creazione di valore anche per i vari portatori d'interesse.<sup>33</sup> Da una prospettiva più ampia, l'intuizione è quella di una rivisitazione radicale dell'idea di capitalismo, almeno come lo si è inteso sinora. In altre parole, si è evidenziato come il capitalismo contemporaneo sia caratterizzato da

---

capitalism] is gathering additional steam. Increasingly, there's a sense among business leaders that the prevailing ideology of putting shareholders above everyone else — which has reigned for the past 40 years — needs a serious update.”).

<sup>31</sup> R. E. Freeman., J. S. Harrison, & A. C. Wicks, *MANAGING FOR STAKEHOLDERS: SURVIVAL, REPUTATION, AND SUCCESS* 3 e 6 (2007).

<sup>32</sup> Questa seconda categoria include ad esempio le organizzazioni non governative, i media, i sindacati, le imprese concorrenti etc. Cfr. R. E. Freeman., J. S. Harrison, & Stelios Zyglidopoulos, *STAKEHOLDER THEORY* 1 (2018).

<sup>33</sup> Freeman, Harrison & Wicks *supra* nota 31 (“There is a very pragmatic reason to adopt a “managing for stakeholders” view: it is what any successful business really does. *Managers have to concentrate on creating and sustaining value for key stakeholders, no matter what the overall purpose or direction of a particular business is.*”) (enfasi aggiunta).

una narrativa che tende a porre l'azionista, in quanto proprietario dell'impresa, al centro delle dinamiche imprenditoriali e che vi sia una insanabile antitesi tra prosperità economica e "moralità" dell'impresa.<sup>34</sup> Il problema, secondo alcuni, è che tale visione lascia poco spazio alla dimensione etica dell'economia e, per tal via, ignora gli *stakeholders* creando un sistema di *win-lose*, invece che di *win-win*.<sup>35</sup> L'idea dello *stakeholder capitalism*, invece, è quella di creare un sistema in cui le imprese lavorino per la creazione di valore sia per gli azionisti, sia per gli *stakeholders*. In questo modello, *shareholders* e *stakeholders* lavorerebbero assieme per la produzione di valore sostenibile e la gestione imprenditoriale dovrebbe essere diretta a tale scopo.<sup>36</sup> E, sempre secondo i sostenitori del modello, i costi aggiuntivi che deriverebbero da una gestione *multi-stakeholder* — e.g., il pagamento ai lavoratori di un salario maggiore rispetto a quello che sarebbe altrimenti pagato in una gestione orientata esclusivamente alla produzione di valore per gli azionisti — sarebbero ampiamente recuperato dai benefici che tale approccio produrrebbe in forza del c.d. meccanismo di reciprocità.<sup>37</sup> L'idea è che gli *stakeholders* siano portati a rispondere positivamente a gestioni imprenditoriali che si occupino anche delle loro esigenze: così, nell'esempio sopra, a fronte dei benefici, come

---

<sup>34</sup> R. Edward Freeman, Kirsten Martin and Bidhan Parmar, *Stakeholder Capitalism*, 74 J. BUS. ETHICS 303, 304 (2007) ("The classic narratives of capitalism - that of labor, government, investor, managerial, and entrepreneurial - retell the story of value creation and trade from the perspective of one stakeholder, whose views become inseparable from and ultimately stand in for the larger story.") e 307 ("Each narrative assumes that market participants have a naïve version of self-interest (that one's self-interest is not connected to, or doesn't take into account the self-interests of others), that morality is separate from (or even antithetical to) economic prosperity, and that competition for limited resources (value as a zero-sum game).").

<sup>35</sup> *Ibidem*, p. 310.

<sup>36</sup> *Ibidem*, pp. 311 e ss.

<sup>37</sup> Freeman *et. al.*, *supra* nota 31, pp. 27 e ss. V. anche J. S. Harrison, D. A. Bosse, & R. A. Phillips, *Managing for stakeholders, stakeholder utility functions, and competitive advantage*, 31 STRATEGIC MGMT. J. 58 (2010) e R. Sisodia, D. Wolfe, & J. N. Sheth, *FIRMS OF ENDEARMENT: HOW WORLDCLASS COMPANIES PROFIT FROM PASSION AND PURPOSE* (2007).

ad esempio un salario maggiore, di cui i lavoratori possono godere in un'impresa attenta alle loro esigenze, i lavoratori risponderebbero con una maggiore efficienza e ciò beneficerebbe in ultima istanza la società stessa e i suoi azionisti.<sup>38</sup>

Spostandosi dal livello più ampio (modello economico) a quello più ristretto (modello d'impresa), la dicotomia di visioni del capitalismo ha un riflesso sulla concezione d'impresa. Nel dibattere l'annosa questione sull'interesse sociale, economisti aziendali e giuristi hanno tradizionalmente distinto tra teorie contrattualiste e teorie istituzionaliste dell'impresa. In sintesi, le prime riducono l'interesse sociale esclusivamente a quello (o quelli) dei soci,<sup>39</sup>

---

<sup>38</sup> E.g., Freeman *et. al.*, *ibidem*, p. 28 (“Reciprocity allows firms to gain net economic benefits from treating stakeholders well in spite of the additional outflows of time, money, and other resources [ . . . ]. Employees are likely to work harder and share valuable information that can enhance efficiency or innovation because they trust that the firm will listen to them, and any new value created as a result of their additional efforts or ideas will ultimately be allocated back to them in some form or other. Customers tend to exhibit loyalty, financiers may offer better terms, and communities can offer tax breaks or provide additional or improved infrastructure that enhances firm efficiency. These are just a few of an almost limitless list of possibilities.”). For instance, a  
Così anche Jeffrey S. Harrison e Andrew C. Wicks, *Stakeholder Theory, Value, and Firm Performance*, 23 BUS. ETHICS Q. 97, 105 (2013) (“Organizational justice is important to value creation because people reciprocate and they value being treated fairly. For instance, a worker who is paid more than their opportunity cost of staying with a particular employer is likely to reciprocate by providing more than their minimal effort at work. From a purely economic perspective a firm that pays more than an employee’s opportunity cost is wasting resources. We acknowledge this, but would argue that the reciprocation argument does not apply only to financial remuneration. *Distributive justice, most closely associated with economic factors, is supplemented by perceptions of procedural and interactional justice as stakeholders assess how much utility they are receiving from a firm.*”) (enfasi aggiunta). Cfr. anche George A. Akerlof, *Labor contracts as partial gift exchange*, 97 Q. J. ECON. 543 (1982).

<sup>39</sup> Alcune teorie contrattualiste, infatti, riconoscono l'esistenza di molteplici interessi sociali dei soci (e cioè, l'interesse comune dei soci in quanto soci da un lato, e gli interessi individuali dei soci dall'altro). Cfr. D. Preite, *Abuso di Maggioranza e Conflitto di Interessi del Socio nella Società per Azioni*, in *Trattato delle società per azioni* (diretto da Colombo e Portale), vol. 3, Torino,

mentre le seconde identificano l'interesse sociale con un interesse superiore rispetto a quello dei soci che, in alcune formulazioni, include l'interesse di terzi (e.g. dipendenti, creditori, fornitori etc.).<sup>40</sup> Si distinguono, in particolare, due gruppi di teorie istituzionaliste. In un primo gruppo si collocano quelle teorie secondo cui la nozione di interesse sociale fa riferimento a un interesse proprio dell'impresa stessa — a sua volta declinabile nella duplice accezione o d'interesse dell'impresa alla propria crescita economica o d'interesse superiore dell'impresa che, pur coincidendo con un interesse dei soci, è da quest'ultimo indipendente e tutelato a prescindere dalla loro volontà.<sup>41</sup> Del secondo gruppo fanno invece parte quelle teorie istituzionaliste, in questa sede maggiormente rilevanti, secondo cui quella di interesse sociale sarebbe una formula riassuntiva per designare una sintesi tra l'interesse dei soci e quelli degli *stakeholders*.<sup>42</sup> In questa sede non s'intende certo affrontare esaustivamente il vasto dibattito dell'interesse sociale, né tantomeno vagliare la validità delle varie teorie; preme tuttavia evidenziare come, per mezzo in alcune formulazioni delle teorie istituzionaliste, gli interessi degli *stakeholders* possano entrare a far parte direttamente della nozione d'interesse sociale stessa.

L'idea dello *stakeholder capitalism* ha dunque contribuito ad animare anche il dibattito giuridico e, soprattutto negli ultimi decenni, diversa parte della dottrina, specie statunitense, si è espressa in senso favorevole ad una gestione dell'impresa che non sia strettamente ancorata soltanto all'idea di massimizzazione del

---

Utet, 1993, p. 7. Così anche L. Geri Bigliazzi, *Contributo ad una teoria dell'interesse legittimo nel diritto privato*, Milano, Giuffrè, 1967, p. 308.

<sup>40</sup> Preite, *supra* nota 39, p. 7. Per il dibattito sull'interesse sociale in Italia cfr., tra i vari, A. Guacero, *Interesse al valore per l'azionista e interesse della società*, Milano, Giuffrè, 2007, 129 ss.; G. Cottino, *Contrattualismo e istituzionalismo*, Riv. Soc., IV, 2005 693 ss.; P.M. Sanfilippo, *Funzione amministrativa ed autonomia statutaria nella società per azioni*, Torino, Giappichelli, 2000; P.G. Jaeger, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, Giur. Comm. VI, 2000; P.G. Jaeger, *L'INTERESSE SOCIALE*, Milano, Giuffrè, 1964.

<sup>41</sup> Preite, *supra* nota 39, p. 9.

<sup>42</sup> *Ibidem*.

profitto degli azionisti, ma che tenga anche conto delle posizioni degli altri portatori d'interessi.<sup>43</sup> Il dibattito giuridico dev'essere tenuto relativamente distinto da quello micro e macro-economico: mentre il secondo si occupa, come visto, di rispondere al quesito se sia desiderabile, per le imprese individualmente considerate (a livello dunque micro-economico) e per il sistema economico globalmente inteso (dimensione macro-economica del dibattito) una forma di gestione *multi-stakeholder*, il dibattito giuridico si focalizza non solo sulla questione di quanto tale approccio sia desiderabile *de iure condendo*, ma anche (e soprattutto) se sia giuridicamente possibile *de iure condito*. Di questo profilo si occuperà il paragrafo 3 e, come si inizierà a vedere già nel prossimo paragrafo, dalla prospettiva giuridica il dibattito è strettamente collegato al tema dei doveri degli amministratori.

Prima di procedere ulteriormente, preme evidenziare come il dibattito sull'interesse sociale — e quello più generale sullo *stakeholder capitalism* — abbia ad oggetto in genere soltanto (o, comunque, in larga misura) l'impresa di grandi dimensioni — e, più precisamente, la grande impresa quotata. In Italia, ad esempio, l'impressione è che quando si dibatte di questi temi il discorso venga prevalentemente incentrato sulla società per azioni<sup>44</sup> che, come noto,

---

<sup>43</sup> Cfr., ad esempio, Margaret M. Blair & Lynn A. Stout, *A Team Production Theory of Corporate Law*, 85 VA. L. REV. 247 (1999); Einer Elhauge, *Sacrificing Corporate Profits in the Public Interest*, 80 N.Y.U. L. REV. 733 (2005); Stout, *supra* nota 23; Christopher M. Bruner, *Corporate Governance in a Time of Crisis*, 36 J. CORP. L. 309 (2011); LYNN STOUT, *THE SHAREHOLDER VALUE MYTH: HOW PUTTING SHAREHOLDERS FIRST HARMS INVESTORS, CORPORATIONS, AND THE PUBLIC* (2012); Lyman Johnson, *Unsettledness in Delaware Corporate Law: Business Judgment Rule, Corporate Purpose*, 38 DEL. J. CORP. L. 405 (2013); Martin Lipton, *Purpose, Stakeholders, ESG and Sustainable Long-Term Investment*, HARV. L. SCH. F. CORP. GOVERNANCE & FIN. REG., (24 dicembre 2019) <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/12/24/purpose-stakeholders-esg-and-sustainable-long-term-investment/>.

<sup>44</sup> C. Angelici, *La società per azioni e gli «altri»*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, Atti del Convegno in ricordo di Pier Giusto Jaeger, Milano 9 ottobre 2009, Milano, 2010, p. 47.

rappresenta il modello organizzativo in cui è generalmente organizzata l'impresa di grandi dimensioni (anche se, come noto, in Italia la s.p.a è la forma utilizzata anche da moltissime imprese medie e piccole). Il che, secondo alcuni,<sup>45</sup> è dovuto alla caratteristica propria della grande impresa: a quella dissociazione, cioè, tra proprietà e gestione<sup>46</sup> — dissociazione che, comunque, in Italia tende raramente a registrarsi anche nelle grandi quotate, che continuano a caratterizzarsi per gli elevati livelli di concentrazione proprietaria<sup>47</sup> — che apre a inevitabili spazi di discrezionalità degli amministratori e, nell'ambito di tali spazi, alla possibilità, almeno teorica, di tenere conto anche d'interessi ulteriori rispetto a quelli degli azionisti.<sup>48</sup> Al di là delle ragioni, preme comunque evidenziare che il focus del dibattito tende a incentrarsi sulla grande impresa (e, come si vedrà nei Capitoli successivi, su quella quotata): l'impresa organizzata in forma di società quotata sarà il fulcro anche del presente lavoro.

## 2. ... E il relativo dibattito: amministratori fiduciari di chi?

Dibattere su quale debba essere lo scopo della grande impresa significa essenzialmente domandarsi anche e soprattutto di chi siano fiduciari gli amministratori di una società.<sup>49</sup> In effetti, il dibattito sull'interesse sociale ha necessariamente un impatto sui doveri degli

---

<sup>45</sup> *Ibidem*, p. 50.

<sup>46</sup> Sul tema cfr. nella letteratura americana Adolf A. Berle, Jr. e Gardiner C. Means, *THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY*, (rev. ed. 1967).

<sup>47</sup> Cfr. *infra* nota 300.

<sup>48</sup> Questo profilo sarebbe ulteriormente accentuato dalla circostanza — ormai però significativamente attenuata dall'avvento degli investitori istituzionali — che la compagine azionaria della grande impresa è tipicamente costituita da moltissimi azionisti i quali possono avere interessi eterogenei. Tale (potenziale) eterogeneità determinerebbe l'impossibilità d'identificare una “[ . . . ] guida realmente utilizzabile per valutare i comportamenti dei gestori [ . . . ]” e ciò accentuerebbe i (già ampi) spazi di discrezionalità degli amministratori. V. Angelici, *supra* nota 44, p. 52.

<sup>49</sup> Un recente contributo in materia è proposto da Edward B. Rock, *For Whom is the Corporation Managed in 2020?: The Debate over Corporate Purpose*, ECGI Working Paper 515/2020.

amministratori. È infatti evidente che se si ritiene che l'interesse sociale coincida esclusivamente con quello degli azionisti, gli amministratori saranno fiduciari esclusivamente di questi ultimi: ciò significa che, almeno nelle formulazioni più estreme della tesi, gli amministratori non solo non debbano, ma neanche *possano* preoccuparsi degli *stakeholders*. Diversamente, se si accolgono le formulazioni più elastiche dell'interesse sociale ne conseguirà che gli amministratori sono “fiduciari” anche degli *stakeholders*: gli spazi di discrezionalità dell'azione dei *managers* vengono dilatati e, qualora decidano di proteggere anche gli interessi di questi ultimi, non saranno, almeno in linea di principio, assoggettati a responsabilità.

È opportuno evidenziare che il profilo del dovere dev'essere tenuto nettamente distinto da quello della possibilità. A quanto risulta, nel sostenere l'idea che gli amministratori siano “fiduciari” anche dei vari portatori d'interesse sinora nessuno, né in letteratura nordamericana, né in quella europea, sembra aver mai sostenuto che ciò implichi un *dovere* per gli amministratori di perseguire gli interessi degli *stakeholders*. Le formulazioni della teoria hanno invece fatto prevalentemente perno sul concetto di *possibilità*.<sup>50</sup>

- a. La visione tradizionale: il primato degli azionisti e la teoria degli amministratori quali loro fiduciari

Secondo l'impostazione tradizionale, particolarmente diffusa in letteratura nordamericana nel periodo d'oro delle acquisizioni ostili,<sup>51</sup> gli amministratori sono fiduciari soltanto degli azionisti e, dunque, devono gestire l'impresa esclusivamente nel loro interesse.<sup>52</sup> Tralasciando per un attimo il dibattito — su cui si tornerà

---

<sup>50</sup> E.g. Elhauge *supra* nota 43, p. 743 (“I am not saying that managers have a legally enforceable duty to sacrifice corporate profits in the public interest; I am saying that they have discretion to do so.”). Cfr. anche *infra* par. c e relativa bibliografia.

<sup>51</sup> W. T. Allen, *Our Schizophrenic Conception Of the Business Corporation*, 14 CARDOZO L. REV., 261, 264 (1992).

<sup>52</sup> In tal senso si esprimeva Dodd già nel 1932:

tra un attimo — su cosa sia questo interesse, occorre evidenziare come questa impostazione abbia di norma trovato due principali ragioni giustificative. La prima e più immediata è che gli azionisti sono i proprietari dell'impresa. Sono infatti gli azionisti a investire il capitale e ad assumersi il rischio d'impresa.<sup>53</sup> E mentre i vari *stakeholders* possono ottenere protezione dei loro interessi in via contrattuale, l'unico modo per proteggere quelli degli azionisti

---

“An individual who carries on business for himself necessarily enters into business relations with a large number of persons who become either his customers or his creditors. Under a legal system based on private ownership and freedom of contract, he has no duty to conduct his business to any extent for the benefit of such persons; he conducts it solely for his own private gain and owes to those with whom he deals only the duty of carrying out such bargains as he may make with them.

If the owner employs an agent or agents to assist him in carrying on business, the situation is only slightly changed. [ . . . ].

Substitute several owners for one and the picture is scarcely altered, except that insofar as the owners take part in the conduct of the enterprise, there is a fiduciary relation between owner and owner, as well as between employee and owner.”

M.E. Dodd, *For Whom Are Corporate Managers Trustees*, 45 H. L. REV. 1143 (1932). Similmente, Adolf A. Berle, Jr., *For Whom Corporate Managers Are Trustees: A Note*, 45 HARV. L. REV. 1365 (1932) e Friedman *supra* nota 28. Più recentemente, H. Hansmann e R. Kraakman *The End of History for Corporate Law*, 89 GEORGETOWN L. J. 439, (2001) “There is no longer any serious competitor to the view that corporate law should principally strive to increase long-term shareholder value.”).

<sup>53</sup> L. Brendan McSweeney, *Maximizing Shareholder-Value: A Panacea For Economic Growth Or A Recipe For Economic And Social Disintegration?*, 4.1 CRITICAL PERSPECTIVES ON INT. BUS. 55 (2008) (“The view that Maximizing shareholder-value (a stock market’s valuation of a company’s shares) should be the central aim of corporations is justified [ . . . ] on the basis of the shareholders’ rights as owners [ . . . ]”).

sarebbe quello di conferire loro il potere di controllare (in senso atecnico) l'impresa.<sup>54</sup> Questo dato è evidenziato in maniera particolare dai sostenitori della teoria del *nexus of contract*<sup>55</sup> — la cui paternità è stata generalmente attribuita al premio Nobel per l'economia Coase<sup>56</sup> — secondo cui le società non sarebbero nient'altro che una *fictio iuris* per designare l'insieme dei contratti conclusi tra diversi soggetti: per tal via, si tende dunque ad esaltare la circostanza che, al di là della finzione giuridica, dietro una società

---

<sup>54</sup> E.g. Hansmann e Kraakman, *supra* nota 52, p. 449.

<sup>55</sup> La teoria (detta anche contrattualista) si contrappone alle altre due teorie cui la dottrina ha generalmente fatto ricorso per spiegare il fenomeno societario: le cc.dd. *concession theory* e *director primacy theory*. Robert W. Hamilton e Richard A. Booth, BLACK LETTER OUTLINES: CORPORATIONS 327-32 (2006). La prima vede l'impresa come il risultato della concessione, da parte dello Stato, di privilegi ai promotori e ciò giustificherebbe la presenza di permeanti poteri pubblici sull'impresa da attivare per assicurare che l'attività di quest'ultima resti orientata al perseguimento anche di obiettivi d'interesse generale. Cfr. Eric W. Orts, *Beyond Shareholders: Interpreting Corporate Constituency Statutes*, 61 GEO. WASH. L. REV. 14, 68 (1992). Più recentemente, Stefan Padfield, *Rehabilitating Concession Theory*, 66 OKLA. L. REV. 327, 332-33 (2013). La circostanza che con la teoria contrattualista si ponga l'accento in maniera eccessiva sulla persona dei soci — con la conseguente (erronea ed involontaria) assimilazione del modello di società di capitali a quello delle società di persone e, nel *common law*, delle *partnerships* — ha aperto ampi spazi per il fiorire della terza teoria (c.d. *director primacy theory*) che, invece, per spiegare il fenomeno societario pone l'accento sul *board*. Cfr. Orst *supra*, p. 337. Cfr. anche Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, 97 NW. U. L. REV. 547, 560 (2003) (“[T]o the limited extent to which the corporation is properly understood as a real entity, it is the board of directors that personifies the corporate entity.”), richiamato da Orst.

<sup>56</sup> Stephen Bainbridge, *The Board of Directors as Nexus of Contracts*, 88 IOWA L. REV. 1, 9 (2002) (“The dominant model of the corporation in legal scholarship is the so-called nexus of contracts theory. This model’s origins fairly can be traced to Nobel Prize laureate Ronald Coase’s justly famous article, *The Nature of the Firm*.”); Charles R. T. O’Kelley, *Coase, Knight, and the Nexus-of-Contracts Theory of the Firm: A Reflection on Reification, Reality, and the Corporation as Entrepreneur Surrogate*, 35 SEATTLE UNIV. L. REV. 1247 (2012) (“Scholars routinely credit R. H. Coase and his first seminal work—*The Nature of the Firm* —as the progenitor of the nexus-of-contracts theory of the corporation.”).

vi sono pur sempre i suoi azionisti.<sup>57</sup> Così argomentando, gli azionisti vengono identificati come i soggetti principali e più importanti del fenomeno societario. Partendo da questo dato, i sostenitori della teoria evidenziano come i contratti conclusi dagli *stakeholders* sono espliciti e riconoscono loro diritti certi e determinati (e.g., il salario riconosciuto ai lavoratori nell'impresa); per converso — si argomenta — gli azionisti possono fare affidamento soltanto sul “contratto” (*lato sensu*) implicito che riconosce loro un diritto sull'eventuale residuo del patrimonio sociale.<sup>58</sup> Ciò richiederebbe, secondo i sostenitori della teoria, la necessità di recuperare una qualche forma di tutela degli azionisti e ciò avverrebbe rendendo gli amministratori fiduciari esclusivi di questi ultimi.

La seconda ragione si basa invece su un principio di efficienza economica. Chi sostiene che gli amministratori siano fiduciari dei soli azionisti in genere non nega comunque che vi sia un interesse generale della società ad una gestione responsabile delle imprese, specie di quelle di grandi dimensioni, affinché anch'esse contribuiscano, in definitiva, alla produzione di benessere per la

---

<sup>57</sup> JONATHAN R. MACEY, *CORPORATE GOVERNANCE: PROMISES KEPT, PROMISES BROKEN* 22 (2008) (“It has long been recognized [ . . . ] that the corporation [ . . . ] should be viewed as a ‘nexus of contracts’ or set of implicit and explicit contracts.”). Cfr. anche Orts, *supra* nota 55, pp. 335 e ss. (“Aggregate theory arguably achieved this end by highlighting the falsity of viewing corporations as independent “creatures” of the state, when in fact there was ultimately nothing more substantial to corporations than the individuals who comprised them. Under this analysis, the individuals at the top of this food chain were the shareholders who were understood to own the corporation.”).

<sup>58</sup> Cfr. Frank H. Easterbrook e Daniel R. Fischel, *THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW* 36–39 (1991). Per una critica cfr. Lynn A. Stout, *Bad and Not-So-Bad Arguments for Shareholder Primacy*, 75 S. CAL. L. REV. 1189 (2002).

tutta la società.<sup>59</sup> Tuttavia, a differenza dei cc.dd. concessionisti,<sup>60</sup> questa dottrina tende a ritenere che il modo più efficace per raggiungere tale obiettivo sia proprio quello di rendere gli amministratori responsabili esclusivamente nei confronti degli azionisti.<sup>61</sup> In altre parole, secondo questa impostazione, la c.d. *shareholder primacy* sarebbe il meccanismo economicamente più efficiente per garantire non solo gli interessi degli azionisti stessi — di *tutti* gli azionisti, sia di maggioranza, sia di minoranza<sup>62</sup> — ma anche quello più generale alla produzione di benessere sociale per mezzo dell'attività d'impresa. Eccezion fatta per quelli dei creditori, gli interessi dei vari *stakeholders* dovrebbero dunque trovare protezione al di fuori del diritto societario.<sup>63</sup> E pertanto, si finisce per sostenere, anche i concessionisti potrebbero supportare la *shareholder primacy*.<sup>64</sup>

Una volta evidenziate le ragioni per cui si è tradizionalmente sostenuto un modello di *shareholder primacy* — con la conseguente affermazione di un rapporto fiduciario intercorrente esclusivamente tra amministratori ed azionisti — occorre soffermarsi sulla *vexata*

---

<sup>59</sup> Hansmann e Kraakman, *supra* nota 52, p. 441 (“[ . . . ] there is today a broad normative consensus that shareholders alone are the parties to whom corporate managers should be accountable [ . . . ]. This is not to say that there is agreement that corporations should be run in the interests of shareholders alone [ . . . ]. All thoughtful people believe that corporate enterprise should be organized and operated to serve the interests of society as a whole, and that the interests of shareholders deserve no greater weight in this social calculus than do the interests of any other members of society.”).

<sup>60</sup> Sull'impostazione concessionista cfr. *supra* nota 55.

<sup>61</sup> Hansmann e Kraakman, *supra* nota 52, p. 441 (“The point is simply that now, as a consequence of both logic and experience, there is convergence on a consensus that the best means to this end (that is, the pursuit of aggregate social welfare) is to make corporate managers strongly accountable to shareholder interests and, at least in direct terms, only to those interests.”).

<sup>62</sup> *Ibidem*, p. 442 (“The shareholder-oriented model does more than assert the primacy of shareholder interests, however. It asserts the interests of all shareholders, including minority shareholders.”).

<sup>63</sup> *Ibidem*.

<sup>64</sup> *Ibidem*, p. 441.

*quaestio* di quale sia l'interesse degli azionisti. Infatti, l'affermazione secondo cui gli amministratori sono fiduciari degli azionisti e devono dunque promuovere il loro interesse non è molto informativa se la nozione di "interesse degli azionisti" non viene specificata.<sup>65</sup> L'impostazione tradizionale — e, probabilmente, anche più risalente — ritiene che l'interesse degli azionisti sia esclusivamente quello alla massimizzazione del profitto.<sup>66</sup> Nel suo articolo, Friedman esprime il concetto in maniera cristallina:

“In a free-enterprise, private-property system, a corporate executive is an employee of the owners of the business. He has direct responsibility to his employers. That responsibility is to conduct the business in accordance with their desires, which generally will be to make as much money as possible while conforming to their basic rules of the society [ . . . ].”<sup>67</sup> (*enfasi aggiunta*)

Alla base del concetto c'è l'idea che gli azionisti investano con il solo scopo di ottenere un ritorno economico: il loro interesse è pertanto correlato inevitabilmente al prezzo delle azioni in cui hanno investito e, dunque, il c.d. *shareholder value* viene misurato dal prezzo delle azioni.<sup>68</sup> Prezzo che, tuttavia, secondo questa interpretazione, non è quello atteso, ma soltanto quello attuale.<sup>69</sup> Specie tra gli economisti si è quindi sostenuto che gli amministratori, in quanto fiduciari dei soli azionisti, debbano amministrare con il solo scopo di massimizzare il profitto di questi

---

<sup>65</sup> Approfondimenti al riguardo possono essere trovati anche nella letteratura sull'interesse sociale, su cui cfr. *supra* nota 40.

<sup>66</sup> John T. Wenders, *What Is Profit Maximization?*, 6 J. ECON. ISSUES 61, 62 (1972) (“The operation of each firm is in the hands of the management, but ultimate control lies with the owners. The latter are assumed to have only a financial interest in how their firm is operated, that is, they only derive utility from the financial arrangements of ownership and thus are profit maximizer.”).

<sup>67</sup> Friedman, *supra* nota 28.

<sup>68</sup> Lynn A. Stout, *supra* nota 43, pp. 2-3 e 15.

<sup>69</sup> *Ibidem*.

ultimi e la misura di tale obiettivo — e, di conseguenza, del successo dell'azione manageriale — sarebbe rappresentata dal valore economico delle azioni della società.<sup>70</sup>

Secondo questa impostazione non resta alcuno spazio agli amministratori per perseguire gli interessi degli *stakeholders*; ciò né — ovviamente — qualora gli interessi di questi ultimi divergano da quelli degli azionisti — in quanto ciò comporterebbe il perseguimento di interessi di soggetti di cui gli amministratori non sono fiduciari — ma, probabilmente, neanche qualora questi interessi siano allineati. In questa seconda ipotesi, gli amministratori non potrebbero perseguire l'interesse degli *stakeholders per se*, ma solo in via incidentale: potrebbero farlo, cioè, solo nella misura in cui, il perseguimento dell'interesse degli azionisti comporti, incidentalmente, un beneficio anche per gli *stakeholders*.<sup>71</sup> Non potrebbero, invece, perseguirlo indipendentemente: infatti, anche qualora perseguire l'interesse degli *stakeholders* portasse in ultima battuta alla produzione di valore per gli azionisti — si pensi, ad esempio, a una società che assuma atteggiamenti particolarmente virtuosi nei confronti dei propri lavoratori, e si ipotizzi che questa politica renda questi ultimi più efficienti, determinando un incremento della produzione — tale incremento di valore sarebbe

---

<sup>70</sup> Cfr. Michael Magill *et al.*, *A Theory of the Stakeholder Corporation* 83 *ECONOMETRICA* 1685, 1708 (2015) (“The desire to have a quantitative measure of performance, combined with the increasingly conspicuous role of the stock market and financial markets more generally, seems to explain the subsequent shift in the US towards the current view, advocated by the finance and economics profession, that firms’ managers should only be concerned with maximizing profit, the stock market value of a company serving as objective market-based measure of the success of management.”).

<sup>71</sup> Frederick H. Alexander, *Saving Investors from Themselves: How Stockholder Primacy Harms Everyone*, 40 *SEATTLE UNIV. L. REV.* 303, 307 (2017) (“This fact [shareholder primacy] does not prevent for-profit corporations from doing a lot of good or acting for the benefit of the different stakeholders, *as long as those actions in turn benefit its stockholders*. [ . . . ] In practice, directors generally have very broad discretion under the business judgment rule to decide when such stakeholder commitments are beneficial to stockholders, but there must be a connection.”).

osservabile nella maggior parte dei casi soltanto nel lungo termine. E poiché lo *shareholder value*, almeno nell'impostazione tradizionale sopra richiamata, è agganciato al *market value* presente (e non a quello futuro) delle azioni, giustificare l'adozione di una politica negli interessi degli *stakeholders* con un incremento di valore delle azioni soltanto ipotetico e futuro sarebbe particolarmente difficile, almeno nel contesto di un modello societario puramente lucrativo.<sup>72</sup>

---

<sup>72</sup> Difficoltà testimoniate anche dal *caselaw* americano, in cui a più riprese si è evidenziato come gli amministratori di una società lucrativa non possano, in quanto fiduciari dei soli azionisti, rinunciare a massimizzare il valore della società in nome degli interessi degli *stakeholders*. La nota decisione *eBay Domestic Holdings, Inc. v. Newmark*, 16 A.3d 1, 34 (Del. Ch. 2010) è particolarmente istruttiva. Nel 2007 eBay, azionista di Craigslist, lancia Kijiji.com, un sito che opera in concorrenza con Craigslist. Ai sensi dell'accordo tra gli azionisti firmato nel 2004 eBay era autorizzata a competere con Craigslist. Scontenti della decisione di eBay di competere con Craigslist, e a fronte del rifiuto di eBay di vendere le sue partecipazioni in Craigslist, i soci di controllo e amministratori di quest'ultima decidono di adottare una serie di misure (divieto a eBay di acquistare ulteriori azioni in Craigslist, introduzione di uno *staggered board* e di un diritto di prelazione in favore di Craigslist qualora eBay decidesse di vendere la sua partecipazione in Craigslist). La *Court of Chancery* del Delaware ha deciso che tutte le misure, ad eccezione dello *staggered board*, violassero i dover fiduciari che gli amministratori e soci di controllo avevano in quanto tali. Nel fare ciò, la Corte ha evidenziato come gli amministratori di una società lucrativa abbiano il dovere agire nell'interesse economico dei soli azionisti e, nel fare ciò, di massimizzare il valore economico della società:

“The corporate form in which craigslist operates, however, is not an appropriate vehicle for purely philanthropic ends, at least not when there are other stockholders interested in realizing a return on their investment. Jim and Craig opted to form craigslist, Inc. as a for-profit Delaware corporation and voluntarily accepted millions of dollars from eBay as part of a transaction whereby eBay became a stockholder. Having chosen a for-profit corporate form, the craigslist *directors are bound by the fiduciary duties and standards that accompany that form. Those standards include acting to promote the value of the corporation for the benefit of its stockholders. The*

Insomma, l'interpretazione tradizionale del concetto di interesse degli azionisti non lascia molto spazio di manovra agli amministratori che sono fiduciari esclusivi degli azionisti e, per di più, sono tenuti a intraprendere azioni che portino a un incremento del valore *attuale* delle azioni. Come si vedrà oltre nel paragrafo 1.c., anche in seguito all'emergere di un'attenzione più spiccata alle posizioni dei vari portatori d'interesse, la nozione di interesse degli azionisti sembra aver subito un dilatamento, che ha portato a un allineamento tra gli interessi degli *shareholders* e quelli degli *stakeholders*. Prima di procedere, occorre soffermarsi però su quello che è stato considerato uno dei limiti principali dell'interpretazione tradizionale: la circostanza che ignori quasi del tutto il problema delle cc.dd. esternalità.

*i. I limiti della teoria: il problema delle esternalità*

Dichiarare che gli amministratori siano fiduciari esclusivamente dell'interesse a massimizzare nel breve periodo il profitto degli azionisti significa di fatto aprire un varco per la creazione di significative esternalità negative, espressione con cui in micro-economia si designa l'effetto indesiderato dell'attività di un agente economico sul benessere di un altro agente. Ciò ovviamente non significa che, in nome di quest'interpretazione della *shareholder primacy*,<sup>73</sup> tutte le imprese creeranno invariabilmente esternalità negative. Spesso, infatti, le imprese creano esternalità anche positive per i propri *stakeholders*. Tuttavia, sembra evidente che siffatta

---

“Inc.” after the company name has to mean at least that. *Thus, I cannot accept as valid for the purposes of implementing the Rights Plan a corporate policy that specifically, clearly, and admittedly seeks not to maximize the economic value of a for-profit Delaware corporation for the benefit of its stockholders—no matter whether those stockholders are individuals of modest means or a corporate titan of online commerce.*” (enfasi aggiunta).

<sup>73</sup> Sulla distinzione tra un'interpretazione più radicale del concetto di *shareholder primacy* e una più “morbida” cfr. David Millon, *Radical Shareholder Primacy*, 10 UNIV. ST. THOMAS L. J. 1013 (2013).

interpretazione della nozione di interesse degli azionisti aumenti le possibilità che il capitale investito venga utilizzato per la creazione di esternalità negative di cui a sopportare il costo sono gli *stakeholders* e, più in generale, le comunità in cui l'impresa opera.<sup>74</sup>

I dati sopra riportati sull'impatto ambientale e sociale dell'attività d'impresa di alcune società mostrano come, in effetti, non poche tendano a operare cercando di (e spesso riuscendo a) scaricare i costi su comunità e *stakeholders* vari.<sup>75</sup> E, frequentemente, si tratta di esternalità sostanziali.<sup>76</sup> In generale, da un punto di vista economico, le esternalità negative sono considerate non desiderabili in quanto consentono alle società che le producono di ottenere i benefici delle loro attività economiche, senza tuttavia sopportarne interamente i costi.<sup>77</sup>

Ma in che modo un'interpretazione rigida del concetto di *shareholder primacy* favorisce la creazione di esternalità? Se l'interesse degli azionisti viene indentificato con quello alla massimizzazione del profitto e per di più tale massimizzazione deve essere realizzata nel breve periodo, è in effetti molto probabile che, nella maggior parte dei casi, tale interesse confligga con quello dei vari *stakeholders*. Così, ad esempio, riconoscere maggiori diritti ai lavoratori ha, almeno nell'immediato, un costo che viene sopportato dagli azionisti. Similmente, operare in maniera sostenibile — s'intende, oltre i requisiti minimi richiesti dalla legislazione ambientale — comporta costi aggiuntivi (e.g., il costo di acquistare materie prime che siano state prodotte con procedimenti a basso impatto ambientale). Certamente, molte di queste decisioni, come si vedrà, possono determinare un ritorno di tipo economico anche per gli azionisti, ma ciò tende ad avvenire nel medio-lungo periodo.<sup>78</sup>

---

<sup>74</sup> Alexander, *supra* nota 71, pp. 307-08.

<sup>75</sup> Cfr. *supra* par. 1 e note 12, 13, 14.

<sup>76</sup> Jean Tirole, *Corporate Governance*, 69 *ECONOMETRICA* 1, 3 (2010).

<sup>77</sup> Tra i vari, cfr. Andrew Johnston, *Facing Up to Social Cost. The Real Meaning of Corporate Social Responsibility*, 20 *GRIFFITH L. REV.* 221 (2011).

<sup>78</sup> *Infra* par. c.

Se dunque s'interpreta l'interesse degli azionisti in maniera “radicale”, per utilizzare la distinzione di Millon,<sup>79</sup> gli interessi di azionisti e degli *stakeholders* tendono a divergere, specie nel breve termine. E le divergenze di obiettivi sono terreno fertile per le esternalità.<sup>80</sup> Per questo motivo, gli amministratori possono facilmente essere indotti ad utilizzare la loro ampia discrezionalità per adempiere sì al loro mandato di fiduciari degli azionisti, ma “addebitando” i costi ai vari *stakeholders*.<sup>81</sup> L'interpretazione “radicale” della *shareholder primacy* sarebbe basata sull'erronea convinzione che a occuparsi delle esternalità sia la legislazione (specie quella fiscale); tuttavia, spesso ciò non accade, o perché il legislatore non è a conoscenza di certe esternalità, oppure perché non è disposto a occuparsene a causa, per esempio, dei costi di *enforcement* che dovrebbe sopportare.<sup>82</sup> Da qui, dunque, l'esigenza, segnalata da alcuni economisti, di adottare uno *stakeholder-oriented approach* al fine di indurre le imprese a internalizzare le esternalità negative create.<sup>83</sup>

b. La massimizzazione del valore degli azionisti: un mito? Il primato degli azionisti sotto attacco

Specie in considerazione delle conseguenze negative — esternalità anzitutto — di interpretazioni più estreme del concetto di primato degli azionisti, si è ipotizzato, in maniera anche abbastanza netta, che gli amministratori non sarebbero fiduciari degli

---

<sup>79</sup> *Supra* nota 73.

<sup>80</sup> Tirole *supra* nota 76, p. 19.

<sup>81</sup> *Ibidem*, p. 24 (“Opponents of the shareholder value concept point at various externalities imposed by profit maximizing choices on other stakeholders: on the welfare of management and workers who have invested their human capital as well as off-work related capital (housing, spouse employment, schools, social relationships, etc.) in the employment relationship; on suppliers and customers who also have sunk investments in the relationship and foregone alternative opportunities; on communities who suffer from the closure of a plant; and so forth.”).

<sup>82</sup> Johnston *supra* nota 77, pp. 222-23.

<sup>83</sup> In tal senso Tirole *supra* nota 76. V. anche Magill, *supra* nota 70.

azionisti.<sup>84</sup> Con un approccio che riflette, sul piano della relazione amministratori-azionisti, l'impostazione delle tesi istituzionaliste,<sup>85</sup> si sostiene cioè che gli azionisti non siano proprietari dell'impresa. Una relazione fiduciaria implica un rapporto tra principale e agente in cui il primo ha potere *diretto* di controllo sul secondo.<sup>86</sup> Ciò, sostengono alcuni, non accade nel rapporto tra azionisti e amministratori: lungi dall'aver un potere di pieno controllo sui secondi, infatti, i primi — specie nelle società quotate di grandi dimensioni — hanno in genere soltanto poteri *indiretti*, come quello di voto in assemblea.<sup>87</sup> Gli amministratori, però, conservano ampia discrezionalità e sono generalmente immuni, salvo casi “patologici”, dalle azioni di responsabilità iniziate dagli azionisti. Sembra evidente come, una volta che si affermi l'inesistenza di una relazione fiduciaria, quantomeno esclusiva, tra amministratori e azionisti — impostazione che, a dire il vero, sembra ancora oggi essere minoritaria<sup>88</sup> — si apre alla possibilità di gestire l'impresa anche nell'interesse di altri soggetti.

---

<sup>84</sup> Lynn A. Stout, *The Shareholder Value Myth* (Cornell Law Faculty Publications, Paper 771, 2013) 4 (“[ . . . ] shareholders lack the legal authority to control directors or executives. Traditionally, shareholders’ governance rights in public companies are limited and indirect, including primarily their right to vote on who sits on the board, and their right to bring lawsuits for breach of fiduciary duty. As a practical matter, neither gives shareholders much leverage.”). Ma per l’opinione opposta — che ancora oggi sembra essere prevalente — cfr. già Michael C. Jensen e William H. Meckling, *Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305, 309 (1976) (“[ . . . ] the relationship between the stockholders and manager of a corporation fit the definition of a pure agency relationship [ . . . ].”).

<sup>85</sup> Su cui v. *supra* parr. 6 e 1.a.

<sup>86</sup> Stout, *supra* nota 84

<sup>87</sup> *Ibidem*.

<sup>88</sup> Per l’opinione secondo cui quello tra azionisti e amministratori è qualificabile come rapporto tra principale e agente cfr., tra i vari, Richard Squire, *Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance*, 117 COLUM. L. REV. 767 (2017); Reinier Kraakman *et al.*, *Agency Problems, Legal Strategies, and Enforcement* 29 in *THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH* (2009) (“[ . . . ] three generic agency problems arise in business firms. The first involves the conflict between the firm’s owners and

Ma anche a non voler negare l'esistenza di un rapporto fiduciario tra azionisti e amministratori, alcuni hanno comunque rilevato come i secondi, pur rimanendo fiduciari dei primi, non sarebbero però legalmente vincolati da alcun principio di massimizzazione del profitto.<sup>89</sup> Gli amministratori, cioè, non sarebbero fiduciari *esclusivi* degli azionisti ma, piuttosto (e, ancora una volta, in un'ottica istituzionalista) fiduciari dell'impresa stessa. Ne consegue che, nell'esercizio della propria discrezionalità, gli amministratori hanno la possibilità di tenere conto anche delle posizioni dei vari portatori di interessi e mediare non solo tra queste, ma anche tra queste e quelle degli azionisti.<sup>90</sup>

c. La posizione mediana. Gli interessi di azionisti e stakeholders: parzialmente coincidenti?

In tempi più recenti, nel dibattito giuridico ed economico sembra essersi assistito ad un avvicinamento tra l'interesse degli azionisti e quello degli *stakeholders*. Ciò è avvenuto principalmente in due

---

its hired managers. Here the owners are the principals and the managers are the agents.”) e Lucian A. Bebchuk e Jesse M. Fried, *Executive Compensation as an Agency Problem*, 17 J. ECON. PERSPECTIVES 71 (2003).

<sup>89</sup> E.g. Stout *supra* nota 43 (2011), p. 32; Lyman Johnson, *Pluralism in Corporate Form: Corporate Law and Benefit Corps.*, 25 REGENT U. L. REV. 269, 274 (2012-13); Elhauge *supra* nota 43, p. 738. Cfr. anche alcune pronunce giurisprudenziali sul punto (v. oltre nota 109).

<sup>90</sup> Blair e Stout, *supra* nota 43 (1999), p. 281 (“Thus, the primary job of the board of directors of a public corporation is not to act as agents who ruthlessly pursue shareholders’ interests at the expense of employees, creditors, or other team members. Rather, the directors are trustees for the corporation itself—mediating hierarchs whose job is to balance team members’ competing interests in a fashion that keeps everyone happy enough that the productive coalition stays together.”). V. anche Allen, *supra* nota 51, p. 271 (“Surely contributors of capital (stockholders and bondholders) must be assured a rate of return sufficient to induce them to contribute their capital to the enterprise. But the corporation has other purposes of perhaps equal dignity: the satisfaction of consumer wants, the provision of meaningful employment opportunities, and the making of a contribution to the public life of its communities. Resolving the often conflicting claims of these various corporate constituencies calls for judgment, indeed calls for wisdom, by the board of directors of the corporation.”).

modi: evidenziando come un incremento dell'interesse economico degli azionisti passi anche per una tutela degli interessi degli *stakeholders* e rivisitando la nozione stessa di interesse degli azionisti.

Con riferimento al primo profilo — noto anche come *enlightened shareholder value* — sembrerebbero esserci evidenze in letteratura economica di correlazioni positive tra incrementi di valore per gli azionisti e tutela dei vari portatori d'interesse. E ciò sotto un duplice profilo: indirettamente, ma anche direttamente. Con riferimento alle correlazioni indirette, occorre evidenziare l'importanza del fattore reputazionale che, in questo contesto, assume un duplice rilievo. Per un verso, la reputazione è elemento essenziale per il successo di un'impresa: si stima che circa il 26% del valore di mercato di una società dipenda dalla sua reputazione<sup>91</sup> e, secondo un'indagine condotta da Deloitte, l'87% degli amministratori esecutivi dichiara di considerare l'aspetto reputazionale come fondamentale nelle strategie di *business*.<sup>92</sup> D'altronde, in un'economia in cui si stima che gli *assets* intangibili (e.g. il capitale intellettuale e i diritti di proprietà intellettuale) costituiscono tra il 70% e l'80% del valore di mercato di un'impresa, sembra abbastanza naturale che l'andamento economico di un'impresa dipenda in larga misura anche da un altro intangibile: la sua reputazione.<sup>93</sup> Posto, dunque, che la reputazione è elemento imprescindibile per il successo di un'impresa, si tende a rilevare ormai da tempo come la reputazione dipenda in larga misura dalla percezione che gli *stakeholders* hanno di una determinata impresa. Si sostiene, cioè, che una reputazione positiva tra *stakeholders* come investitori, regolatori, politici, consumatori, lavoratori, comunità in cui l'impresa opera, sia un elemento essenziale affinché l'impresa

---

<sup>91</sup> Cfr. S. Cole, *The Impact of Reputation on Market Value*, 13 WORLD ECON. 47 (2012).

<sup>92</sup> Cfr. Deloitte, *Global Survey on Reputation Risk*, p. 1 (2014).

<sup>93</sup> Robert G. Eccles *et al.*, *Reputation and Its Risks*, 85 HARV. BUS. REV. 104 (2007).

goda di una buona reputazione più in generale.<sup>94</sup> Una gestione sconsiderata nei confronti degli *stakeholders*, specie se fonte di esternalità negative di cui questi ultimi sono chiamati a sopportare i costi,<sup>95</sup> diverrebbe prima o poi nota ai portatori d'interessi e ciò avrebbe come conseguenza principale molti di essi cesserebbero di fornire a quell'impresa le risorse necessarie ad operare.<sup>96</sup>

Da questa prospettiva, dunque, la tutela degli interessi degli *stakeholders* sembra determinare, indirettamente, un impatto

---

<sup>94</sup> *Ibidem* (“Effectively managing reputational risk begins with recognizing that reputation is a matter of perception. A company’s overall reputation is a function of its reputation among its various stakeholders (investors, customers, suppliers, employees, regulators, politicians, nongovernmental organizations, the communities in which the firm operates) in specific categories (product quality, corporate governance, employee relations, customer service, intellectual capital, financial performance, handling of environmental and social issues). A strong positive reputation among stakeholders across multiple categories will result in a strong positive reputation for the company overall.”).

<sup>95</sup> Sulle esternalità negative cfr. *supra* par. i.

<sup>96</sup> E.g. Jeffrey S. Harrison and Joyce van der Laan Smith, *Responsible Accounting for Stakeholders*, 52 J. MGMT. STUDIES 934, 942 (2015) (“By extension, creating value is at variance with creating negative externalities. Thus, a firm that is spewing large amounts of dangerous waste into its surrounding communities is creating less value with regard to those communities. Similarly, a firm that is producing dangerous products (to save money) is likely to be found out eventually and the flow of resources from customers (sales) would be expected to decline. This logic applies to all stakeholder groups that provide resources to the firm. Stakeholder theory suggests that eventually value-lessening behaviour causes problems as stakeholders cease to provide resources necessary to create value.”). Cfr. anche Harrison e Wicks, *supra* nota 38, p. 104 (“Financiers provide capital and face uncertainty as they hope for returns from the firms in which they invest. Employees give of their time, efforts, and other resources in exchange for wages and other firm-specific tangible benefits. Communities provide locations and infrastructure and frequently also provide a large part of the work force in exchange for tangible benefits such as employment of its citizens, tax revenues, and economic growth (through local purchases). Other stakeholders may also be included in this list depending on the situation of the firm. As with customers, the goal for a firm is to create the best value possible as perceived by stakeholders such that the utility they receive is sufficient to warrant continued, cooperative engagement with the firm.”).

positivo per gli azionisti. Occuparsi anche degli interessi dei primi significa, cioè, non solo proteggere la reputazione dell'impresa dai danni che potrebbero derivarle, ad esempio, da uno scandalo ambientale dovuto a una gestione poco attenta ai profili di sostenibilità, ma anche (al di là di queste situazioni patologiche) migliorarla, e ciò non solo sembrerebbe, come visto, essere associato a migliori metriche finanziarie, maggiori profitti e vantaggi competitivi,<sup>97</sup> ma aiuterebbe l'impresa a prevenire eventuali iniziative di attivisti<sup>98</sup> e regolatori, i quali ben potrebbero intervenire qualora si accorgessero di una gestione dell'impresa poco responsabile.<sup>99</sup>

La tutela dei vari portatori d'interesse, come anticipato, può produrre valore per gli azionisti anche direttamente. Ciò in un duplice senso. Anzitutto, come si vedrà meglio nel Capitolo II, si sta registrando un forte interesse, tanto tra gli investitori individuali, quanto tra quelli istituzionali, alle dimensioni di sostenibilità e

---

<sup>97</sup> *Ibidem*. Cfr. anche Merriam Haffar e Cory Searcy, *Classification of Trade-offs Encountered in the Practice of Corporate Sustainability*, 140 J. BUS. ETHICS 495, 495-96 (2017) (“Through the implementation of pollution prevention, sustainability reporting, or other [corporate sustainability] initiatives, a company may lower its operating costs, emissions, and resource consumption—as well as enhance its reputation, social ‘license to operate,’ stakeholder engagement, and ultimately its competitive advantage.”).

<sup>98</sup> Su questo punto cfr. Capitolo III.

<sup>99</sup> Freeman *et al.*, *supra* nota 31, p. 4 (So, even if the ideologues who insist that the only legitimate purpose of a business is to maximize shareholder value or maximize profits, the only way to do that is to create great products and services that customers want to buy. Even in these narrowly defined businesses, managers must pay attention to supplier and employee relationships, and if they are at all clever they will understand that paying attention to community can help prevent activists, regulators, and others from using the political process to prevent their companies from pursuing profits. And, of course, executives do have to pay attention to pursuing profits for stockholders or financiers and creating value for other stakeholders at the same time. In summary, even if the executives and directors of a firm believe that creating shareholder value is the only legitimate objective for business, they must concentrate on stakeholder relationships to accomplish the creation of shareholder value.”).

sociali degli investimenti.<sup>100</sup> Occuparsi di *stakeholders* — e, dunque, anche dei profili ambientali e sociali — può essere un modo efficace per le imprese per attrarre gli ormai ingenti capitali “sociali” e “sostenibili” presenti sul mercato, sia a titolo di debito, sia di capitale di rischio.<sup>101</sup>

Sotto un altro profilo, si segnala l'emersione di una letteratura economica che individua correlazioni positive tra tutela degli interessi degli *stakeholders* e incrementi di valore, e ciò soprattutto non appena l'interesse degli azionisti venga individuato come un interesse alla massimizzazione del profitto non nel breve, ma nel lungo termine.<sup>102</sup> Specie alla luce delle difficoltà nel definire concetti come quello di sostenibilità, la letteratura in materia non ha ancora trovato un consenso e, mentre alcuni economisti individuano una relazione negativa (*value destroying*) tra iniziative di *corporate sustainability* e risultati economici, l'opinione maggioritaria sembra invece identificare correlazioni positive (*value creating*).<sup>103</sup>

Le varie forme di avvicinamento tra interessi degli azionisti e degli *stakeholders* sono anche designate, come anticipato, con l'espressione *enlightened shareholder value*. Una formulazione, dunque, “illuminata”, quasi superiore, rispetto al più tradizionale *shareholder value*. L'*enlightened shareholder value*, tuttavia, non rinnega il primato degli azionisti: la considerazione degli

---

<sup>100</sup> Per l'analisi si rinvia al Capitolo II e, in particolare, ai parr. 1 e 4.

<sup>101</sup> Haffar e Searcy, *supra* nota 97, p. 509 (“Moreover, firms adopting these ‘purpose’-based strategies must also commit to both short- and long-term performance [ . . . ]. This means that such an approach necessarily entails sacrifices in the short term for larger pay-offs in the long term [ . . . ].”). Sul punto v. anche Capitolo III, par. 1.

<sup>102</sup> Sul dibattito relativo all'orizzonte temporale cfr. Capitolo IIIII, par. 3.

<sup>103</sup> Ali Alshehhi *et al.*, *The Impact of Sustainability Practices on Corporate Financial Performance: Literature Trends and Future Research Potential*, 10 SUSTAINABILITY 494 (2018). Gli autori propongono un'analisi di tutta la letteratura in materia e concludono che il 78% dei contributi analizzati individua l'esistenza di correlazioni positive tra pratiche di sostenibilità e *performance* economica.

*stakeholders*, infatti, sarebbe possibile soltanto nella misura in cui sia *strumentale* alla produzione di valore per gli azionisti. Anche in considerazione di ciò, si è evidenziato come l'*enlightened shareholder value* non sia diverso dallo *shareholder value* tradizionale ma, anzi, rappresenti soltanto una specifica declinazione di quest'ultima teoria.<sup>104</sup> Non si tratterebbe, insomma, di *stakeholderism* puro.

Come anticipato sopra, poi, le teorie sugli interessi degli *stakeholders* sembrano aver determinato (o, almeno, incentivato) rivisitazioni della nozione stessa di interesse degli azionisti. Nel parlarne, infatti, gli economisti, specie americani, hanno evidenziato la necessità di sganciarsi dal concetto di *market value*, focalizzandosi, invece, sul più generale concetto di *shareholder welfare*. Secondo quest'impostazione, il ritorno economico misurato dal prezzo delle azioni rappresenterebbe soltanto una componente dell'interesse degli azionisti. Il concetto di *market value*, cioè, non esaurirebbe quello di *shareholder welfare*, ma ne costituirebbe soltanto uno dei vari elementi.<sup>105</sup>

Come nell'impostazione tradizionale, l'idea è cioè che gli amministratori siano e restino fiduciari dei soli azionisti; tuttavia ciò che cambia è l'interesse di questi ultimi. Si evidenzia infatti che chi investe, anche quando lo fa tramite investitori istituzionali, lo faccia certamente perché in cerca di un ritorno economico, ma non solo. In questa direzione, il premio Nobel per l'economia Hart e il suo co-autore Zingales hanno evidenziato come gli investitori siano pur sempre persone, le cui preoccupazioni sono di tipo economico, ma non solo.<sup>106</sup> Partendo dall'assunto che le persone, in genere, tendano

---

<sup>104</sup> Bebchuk e Tallarita, *supra* nota 29, p. 11.

<sup>105</sup> Einer Elhauge, *supra* nota 43; Joshua Graff Zivin e Arthur Small, *A Modigliani-Miller Theory of Altruistic Corporate Social Responsibility*, 5 TOPICS IN ECON. ANALYSIS & POL'Y 1 (2005); Magill *et al. ibidem*; Oliver Hart e Luigi Zingales, *Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value*, 2 J. L., FIN., & ACCT., 247 (2017).

<sup>106</sup> Hart e Zingales, *Ibidem*, p. 248 (Nel riferirsi al noto contributo di Friedman *supra* nota 28, in cui, come visto, l'economista ha sostenuto come scopo di una

a “fare la cosa giusta”, ma soltanto qualora si sentano responsabili dell'azione, gli economisti propongono un modello in cui un azionista possa, ad esempio, mantenere partecipazioni in una società ad alto impatto ambientale qualora la produzione di tale impatto non dipenda da lui ma, al contempo, votare in assemblea per l'adozione di una tecnologia meno inquinante, *anche qualora ciò possa ridurre il suo profitto*.<sup>107</sup> Gli azionisti sarebbero, cioè, pro-sociali. In questo senso, gli interessi di azionisti e *stakeholders* finiscono per sovrapporsi e, spesso, coincidere.

La tesi convince chiaramente solo se si ritiene provato l'assunto — per la cui analisi si rinvia al lavoro di Hart e Zingales — che gli azionisti siano pro-sociali. Ma anche a non voler condividere questo assunto — e, dunque, a voler ritenere che gli interessi di azionisti e *stakeholders* siano differenti — resta comunque il fatto che l'idea secondo cui l'azione degli amministratori debba essere necessariamente orientata alla massimizzazione del profitto (peraltro nel breve termine) sembra essersi erosa sia nella letteratura scientifica,<sup>108</sup> sia nella giurisprudenza, specie in quella americana.<sup>109</sup>

---

società debba essere la produzione di un ritorno economico per i propri azionisti, gli autori affermano: “We follow him in supposing that, for many public companies, shareholder welfare is an appropriate objective. *However, we argue that it is too narrow to identify shareholder welfare with market value. The ultimate shareholders of a company* (in the case of institutional investors, those who invest in the institutions) *are ordinary people who in their daily lives are concerned about money, but not just about money. They have ethical and social concerns.*”) (enfasi aggiunta)

<sup>107</sup> *Ibidem*, p. 250.

<sup>108</sup> Leo E. Strine Jr., *The Dangers of Denial: The Need for a Clear-Eyed Understanding of the Power and Accountability Structure Established by the Delaware General Corporation Law*, 50 WAKE FOREST L. REV. 761, 764 (2015), commentators argue that directors are generally empowered to manage the corporation in a way that is not dictated by what will best maximize the corporation's current stock price, they are correct.”)

<sup>109</sup> *Paramount Communications, Inc. v. Time Incorporated*, TW, 571 A.2d 1140, 1150 (Del. 1989) (“[A]bsent a limited set of circumstances as defined under Revlon, a board of directors, while always required to act in an informed manner,

Nessuna delle due impostazioni sembra voglia subordinare l'interesse degli azionisti a quello degli *stakeholders*; nell'una, infatti, il primo tende a coincidere con il secondo; nella seconda, invece, si riconosce che il *board* non sia tenuto ad agire con l'idea di massimizzare il profitto nel breve termine e, dunque, possa ragionare in un'ottica di lungo periodo. Ciò non allinea *direttamente* gli interessi delle due categorie; tuttavia, contribuisce a smorzare in parte l'exasperata contrapposizione tra interessi di azionisti e degli *stakeholders* che si presenta laddove si ritenga che quelli dei primi siano esclusivamente di breve termine.<sup>110</sup>

### 3. Doveri del *board* e interessi degli *stakeholders* nelle società lucrative

Nel paragrafo precedente ci si è occupati del dibattito, più generale, su quale sia — e, soprattutto, quale debba essere — il ruolo degli amministratori di società: fiduciari esclusivi degli azionisti o anche degli *stakeholders*? In questo paragrafo, invece, ci si interrogherà su quale sia *de jure condito* la posizione degli amministratori nel diritto societario statunitense — e, in particolare, in quello del Delaware — e italiano. Si cercherà di capire, cioè, se a legislazione e giurisprudenza invariati vi sia effettivamente margine per gli amministratori di perseguire anche gli interessi degli *stakeholders* senza per ciò rischiare un'azione di responsabilità degli azionisti. A tal fine, si muoverà dalla ricostruzione del quadro normativo e giurisprudenziale in materia di doveri degli amministratori per poi verificare quanto spazio possano eventualmente trovare gli interessi degli *stakeholders*.

---

is not under any per se duty to maximize shareholder value in the short term, even in the context of a takeover.”); *Air Products and Chemicals, Inc. v. Airgas, Inc.*, 16 A.3d 48, 112 (Del. Ch. 2011) (“When a company is not in Revlon mode, a board of directors is not under any per se duty to maximize shareholder value in the short term [ . . . ].”).

<sup>110</sup> Per il dibattito su breve e lungo termine nel contesto della discussione sugli interessi di azionisti e *stakeholders* cfr. oltre Capitolo 3, par. 3.

Nell'occuparsi dei doveri degli amministratori occorre tenere a mente che, com'è noto, nella grande società si registra una separazione tra proprietà e controllo, con la prima attribuita — fatta eccezione per alcune versioni “estreme” della tesi istituzionalista viste sopra — agli azionisti e il secondo agli amministratori. Secondo la letteratura tradizionale, questa dissociazione tra proprietà e gestione dà luogo a problemi di *agency*<sup>111</sup>, con il conseguente rischio che gli amministratori abusino dei loro poteri e non perseguano pienamente l'interesse degli azionisti, nonché a fenomeni di *moral hazard*.<sup>112</sup> Questa circostanza — abbinata all'impossibilità di un monitoraggio costante dell'operato manageriale da parte degli azionisti — determina l'esigenza d'introdurre dispositivi, seppur “minimi”, di controllo. Oltre all'identificazione di forme di retribuzione degli amministratori che inibiscano l'assunzione di rischi eccessivi e che siano connesse, almeno in parte, all'andamento economico dell'impresa,<sup>113</sup> e oltre alla presenza dell'organo di controllo, il risultato è anche raggiunto con la previsione della possibilità, riconosciuta agli azionisti a certe condizioni e al ricorrere di certe circostanze, di attivare l'azione di responsabilità nei confronti di quegli amministratori che, con la loro condotta negligente, abbiano arrecato un danno al patrimonio sociale.<sup>114</sup> Al contempo, però, si vuole lasciare agli amministratori ampia discrezionalità. Una regolamentazione troppo rigida dei poteri degli amministratori li renderebbe *risk-averse*, e potrebbe scoraggiare l'assunzione di decisioni che, seppur rischiose, possono

---

<sup>111</sup> Cfr., tra i vari, Jensen e Meckling *supra* nota 84 e Kraakman *et al. supra* nota 88.

<sup>112</sup> I fenomeni di azzardo morale si verificano tipicamente quando, *specie alla luce di asimmetrie informative*, uno o più individui possono assumersi dei rischi senza sopportare pienamente i relativi costi. Cfr. Bengt Holmstrom, *Moral hazard and observability*, 10 BELL J. ECON. 74 (1979). Le asimmetrie informative sono elemento tipico del fenomeno societario, specie della grande società e questo dato rende i fenomeni di azzardo morale e i problemi di *agency* probabili.

<sup>113</sup> Per il dibattito in materia cfr. Fried e Bebchuk, *supra* nota 19.

<sup>114</sup> Cfr., in Italia, gli artt. 2392, 2393 e 2393-bis c.c. e in Delaware DEL. CODE tit. 8, § 327 e DEL. CHANCERY COURT RULE 23.1.

portare a risultati economici positivi.<sup>115</sup> L'assunzione di rischi è insomma vista, in linea generale e almeno entro certi limiti, come positiva e strumentale alla crescita economica dell'impresa. Questa duplice esigenza — assicurare l'assenza di abusi e assunzione di rischi ingiustificati da parte degli amministratori e, al contempo, evitare di renderli avversi al rischio — informa l'intera disciplina sui doveri degli amministratori.<sup>116</sup> Questo dato sembra particolarmente rilevante quando si dibatte di doveri degli amministratori e interessi degli *stakeholders*: infatti, l'ampia discrezionalità riconosciuta agli amministratori aprirebbe, almeno in linea teorica, alla possibilità, anche *de jure condito*, di perseguire anche gli interessi degli *stakeholders*; la presenza, però, di controlli e dispositivi tesi ad allineare la condotta degli amministratori

---

<sup>115</sup> Così, per esempio, William T. Allen *et al.*, *Realigning the Standard of Review of Director Due Care With Delaware Public Policy: A Critique of Van Gorkom and its Progeny as a Standard of Review Problem*, 96 NW. U. L. REV. 449, 455 (2002) (“Because the expected value of a risky business decision may be greater than that of a less risky decision, directors may be acting in the best interest of the shareholders when they choose the riskier alternative. A standard of review that imposes liability on a board of directors for making an “unreasonable” (as opposed to an “irrational”) decision could result in discouraging riskier yet socially desirable economic decisions, because an ordinary negligence standard of care will tend to make directors unduly risk averse.”).

<sup>116</sup> La tensione tra le due esigenze era percepita già dalla prima giurisprudenza americana in materia. Cfr, ad esempio, *Randolph v. Ballard County Bank*, 134 S.W. 165, 166 (Ky. 1911):

“Perhaps no other manner of doing business has grown as much in the last century as that through corporations. No more useful expedient has been devised. At the same time, they have developed many opportunities for fraud and imposition, which, owing to the rules of the common law governing the liabilities of their officers, often went unpunished and unrequited. *One of the problems of this situation has been to fix a just liability, a legal responsibility, either upon the corporation, or its officers, without unnecessarily impairing the utility or discouraging the existence of this great commercial agency.*” (enfasi aggiunta)

all'interesse degli azionisti sembrerebbe al contempo limitare tale possibilità.

a. Stati Uniti

Ci si concentrerà di seguito su legislazione e giurisprudenza del Delaware che, pur essendo il secondo Stato più piccolo negli Stati Uniti, è senza dubbio il più importante — sia per numero di società incorporate, sia per autorevolezza delle pronunce giurisprudenziali — per il diritto societario.<sup>117</sup> L'importanza di tale Stato per la materia di cui ci si occupa fa sì che molti dei principi in materia di doveri degli amministratori siano stati adottati anche da altri Stati americani. L'analisi che seguirà è quindi applicabile, in linea di massima, anche a questi ultimi.

i. *Duty of care, duty of loyalty e standards of review*

Come nel diritto italiano, quando si tratta di regolare la condotta degli amministratori gli *standards* di diligenza giocano un ruolo fondamentale anche in quello americano. Nel Delaware, così come negli ordinamenti nordamericani, si riconoscono in genere due tipologie di doveri degli amministratori: il *duty of care* e il *duty of loyalty*.<sup>118</sup>

Il primo richiede agli amministratori di agire con la diligenza che una persona ordinaria utilizzerebbe in simili circostanze.<sup>119</sup> I

---

<sup>117</sup> Cfr. GOVERNMENT OF DELAWARE, *Why Businesses Choose Delaware* <https://corplaw.delaware.gov/why-businesses-choose-delaware/>.

<sup>118</sup> Stone v. Ritter, 911 A.2d 362, 370 (Del. 2006).

<sup>119</sup> Graham v. Allis-Chalmers Mfg. Co., 188 A.2d 125, 130 (Del. 1963) (“[ . . . ] directors of a corporation in managing the corporate affairs are bound to use that amount of care which ordinarily careful and prudent men would use in similar circumstances.”). Per una ricostruzione storica di tale dovere cfr. Henry Ridgely Horsey, *The Duty of Care Component of the Delaware Business Judgment Rule*, 19 DEL. J. CORP. L. 971 (1994) e Lyman Johnson, *The Modest Business Judgment Rule*, 55 BUS. LAW. 625 (2000). Per una ricostruzione dell'evoluzione del *duty of care* alla luce delle pronunce giurisprudenziali delle Corti del Delaware cfr. invece Stephen J. Lubben e Alana J. Darnell, *Delaware's Duty of Care*, 31 DEL. J. CORP. L. 589 (2006).

principi di *corporate governance* elaborati dall'*American Law Institute* (ALI)<sup>120</sup> hanno codificato lo *standard* prevedendo che un amministratore o direttore generale debba svolgere le proprie funzioni in buona fede, in un modo che ritenga essere nel migliore interesse della società e con la diligenza che ragionevolmente ci si aspetterebbe da una persona ordinaria in simili circostanze.<sup>121</sup>

Preme evidenziare come, nella prassi legislativa, gli amministratori finiscano per essere schermati da possibili violazioni del *duty of care* tramite previsioni legislative *ad hoc* che dispongono la possibilità per la società di indennizzare amministratori e direttori generali in caso di responsabilità per violazione del *duty of care*, sempre che abbiano agito in buona fede e ponendo in essere azioni che ragionevolmente non ritenevano contrarie all'interesse della società.<sup>122</sup> Queste e altre disposizioni<sup>123</sup> rispondono all'esigenza di non rendere gli amministratori eccessivamente avversi al rischio e

---

<sup>120</sup> Si tratta di un'organizzazione indipendente fondata nel 1923, il cui scopo principale è quello di produrre testi che mirino alla revisione, chiarificazione e modernizzazione del diritto. Cfr. THE AMERICAN LAW INSTITUTE <https://www.ali.org/about-ali/>.

<sup>121</sup> ALI, *Principles of Corporate Governance*, §4.01 (1994).

<sup>122</sup> E.g. DEL. CODE tit. 8, § 145(a) (“A corporation shall have power to indemnify any person who was or is a party or is threatened to be made a party to any threatened, pending or completed action, suit or proceeding, whether civil, criminal, administrative or investigative (other than an action by or in the right of the corporation) by reason of the fact that the person is or was a director, officer, employee or agent of the corporation, or is or was serving at the request of the corporation as a director, officer, employee or agent of another corporation, partnership, joint venture, trust or other enterprise, against expenses (including attorneys’ fees), judgments, fines and amounts paid in settlement actually and reasonably incurred by the person in connection with such action, suit or proceeding *if the person acted in good faith and in a manner the person reasonably believed to be in or not opposed to the best interests of the corporation* [ . . . ].”).

<sup>123</sup> Si pensi alla possibilità riconosciuta alle società di acquistare polizze assicurative e pagare i relativi premi per proteggere gli amministratori e i direttori da responsabilità professionale. Cfr., ad esempio, DEL. CODE tit. 8, § 145(g).

di proteggerli dalle violazioni—purché in buona fede e ragionevoli—dei propri doveri.

Prima ancora però che i legislatori si preoccupassero di introdurre tali protezioni, le Corti si erano occupate dell'esigenza introducendo uno *standard* giurisprudenziale di valutazione delle condotte di amministratori e direttori di società estremamente “protettivo” della loro discrezionalità: la *business judgment rule*.<sup>124</sup> In questa sede, non s'intende proporre un'analisi dello *standard*,<sup>125</sup> ma piuttosto evidenziarne l'essenza per poi provare a capire come la sua interpretazione venga utilizzata per sostenere la possibilità o l'impossibilità di occuparsi anche degli interessi degli *stakeholder*.

Non esiste una definizione generale dello *standard*; tuttavia, la sua essenza, comune a tutte le varie definizioni, è che, nel sottoporre al proprio giudizio le decisioni prese dagli amministratori, le Corti assumeranno un atteggiamento di deferenza e non sostituiranno le loro valutazioni a quelle degli amministratori, purché la decisione sia stata assunta in buona fede, in maniera informata e da amministratori indipendenti e disinteressati.<sup>126</sup> Si tratta, quindi, di una presunzione che, in assenza di prova contraria, l'azione degli amministratori sia stata presa in maniera informata, in buona fede e

---

<sup>124</sup> Così William T. Allen e Reinier Kraakman, COMMENTARIES AND CASES ON THE LAW OF BUSINESS ORGANIZATION, 239-40 (5<sup>th</sup> ed., 2016).

<sup>125</sup> La letteratura in materia è sconfinata. Tra i vari, si rinvia a Allen e Kraakman, *ibidem*; Lyman Johnson, *Corporate Officers and the Business Judgment Rule*, 60 BUS. LAW. 439 (2005); Lawrence A. Hamermesh e A. Gilchrist Sparks III, *Corporate Officers and the Business Judgment Rule: A Reply to Professor Johnson*, 60 BUS. LAW. 865 (2005); Stephen M. Bainbridge, *The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine*, 57 VAND. L. REV. 83 (2004); Johnson *supra* nota 119; Kenneth B. Davis, Jr., *Once More, the Business Judgment Rule*, 2000 WIS. L. REV. 573 (2000), S. Samuel Arsht, *The Business Judgment Rule Revisited*, 8 HOFSTRA L. REV. 93 (1979); J. Gordon Arbuckle, *The Continuing Viability of the Business Judgment Rule as a Guide for Judicial Restraint*, 35 GEO. WASH. L. REV. 562 (1967).

<sup>126</sup> V., e.g., American Law Institute, *supra* nota 121, §4.01; American Bar Association, *Corporate Director's Guidebook* (2<sup>nd</sup> ed. 1994).

nel miglior interesse della società.<sup>127</sup> La *business judgment rule* garantisce, insomma, ampia protezione agli amministratori, schermandoli da possibili azioni di responsabilità promosse dai soci, a condizione che la decisione presenti le caratteristiche appena viste.

Come anticipato, il *duty of care* con il relativo standard di revisione dell'azione amministrativa non è tuttavia l'unico dovere degli amministratori e direttori. Essi, infatti, sono vincolati anche dal c.d. *duty of loyalty*, che impedisce il c.d. *self-dealing* e, in linea di massima, le operazioni in conflitto d'interesse. Si richiede, cioè, agli amministratori, direttori e soci di controllo di utilizzare i loro poteri e la loro discrezionalità nell'interesse esclusivo della società e non per far avanzare propri interessi di cui non siano titolari anche gli altri azionisti.<sup>128</sup>

Già da questi primi cenni appare evidente come, se il dovere non trovi applicazione esclusivamente nelle situazioni di conflitto d'interesse, il suo campo elettivo sia rappresentato proprio quelle situazioni in cui un amministratore o un socio di controllo abbia un interesse finanziario in conflitto con quello della società.<sup>129</sup> Nell'imporre un dovere di agire in maniera leale, il *duty of loyalty* assume un rilievo pregnante per il dibattito su doveri degli amministratori e interessi degli *stakeholders*. Solleva, infatti, la domanda fondamentale e alla base del dibattito: nei confronti di

---

<sup>127</sup> Cfr., in giurisprudenza, *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805, 812 (Del. 1984) (“The business judgment rule is an acknowledgment of the managerial prerogatives of Delaware directors under Section 141(a). [ . . . ] It is a presumption that in making a business decision the directors of a corporation acted on an informed basis, in good faith and in the honest belief that the action taken was in the best interests of the company.”).

<sup>128</sup> *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 634 A.2d 345, 361 (Del. 1993) (“In essence, loyalty Essentially, the duty of loyalty mandates that the best interest of the corporation and its shareholders takes precedence over any interest possessed by a director, officer or controlling shareholder and not shared by the stockholders generally.”). Così anche *Pogostin v. Rice*, 480 A.2d 619, 624 (Del. 1984) e *Aronson supra* nota 127, p. 812.

<sup>129</sup> Allen e Kraakman, *supra* nota 124, p. 283.

quali soggetti gli amministratori sono tenuti ad adempiere al loro dovere di fedeltà?<sup>130</sup>

In presenza di una transazione o decisione assunta in conflitto d'interesse viene meno la deferenza tipica della *business judgment rule*. Le Corti, infatti, applicheranno il più rigido *entire fairness standard*,<sup>131</sup> che richiede gli amministratori di fornire la prova che la transazione sia stata giusta sia con riferimento al prezzo, sia dal punto di vista procedimentale.<sup>132</sup> Il test, in sostanza, serve a verificare se amministratori e azionisti di controllo, abusando della propria posizione, abbiano ricevuto dei vantaggi indebiti rispetto alla generalità dei soci.

*ii. Segue. I doveri fiduciari nel contesto delle operazioni di M&A e delle misure difensive*

La materia M&A è particolarmente importate quando si ragiona di doveri del *board* e interessi degli *stakeholders*. Molto spesso, infatti, uno dei dilemmi principali che si presenta agli amministratori è se i secondi possano o meno avere qualche spazio nella decisione da prendere. Ciò può accadere, ad esempio, quando un potenziale acquirente della società manifesti l'intenzione di licenziare parte dei lavoratori ad acquisizione avvenuta, oppure di dismettere alcune sedi con conseguente impatto negativo, in termini di occupazione, sulle comunità in cui le sedi dell'impresa sono collocate. Se il potenziale acquirente offre agli azionisti dell'acquirenda un prezzo ritenuto dal *board* di quest'ultima corretto, può quest'ultimo opporre la transazione giustificando il rifiuto in base all'esigenza di

---

<sup>130</sup> Sul dibattito si tornerà tra poco (*infra par.*)

<sup>131</sup> *In re Trados Inc. S'holder Litig.*, 73 A.3d 17, 44 (Del. Ch. 2013) (“Entire fairness, Delaware’s most onerous standard, applies when the board labors under actual conflicts of interest.”). *Kahn v. Tremont Corp.*, 694 A.2d 422, 428 (Del. 1997) (“Regardless of where the burden lies, when a controlling shareholder stands on both sides of the transaction the conduct of the parties will be viewed under the more exacting standard of entire fairness as opposed to the more deferential business judgment standard.”)

<sup>132</sup> *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.*, 663 A.2d 1156, 1163 (Del. 1995).

tutelare gli *stakeholders*? Del profilo ci si occuperà nel prossimo paragrafo. In questa sede si proverà a ricostruire in maniera succinta i principi che, secondo le Corti del Delaware, governano queste situazioni.

Nell'ambito di un'operazione di M&A, vendita dell'impresa e cambio di controllo si applica generalmente lo *standard* enunciato in *Revlon*, in cui la Corte del Delaware ha statuito la possibilità di uno scrutinio in via giurisprudenziale della sostanza dell'operazione per verificare se il *board* abbia adottato tutte le misure necessarie al fine di massimizzare il valore per gli azionisti.<sup>133</sup> In particolare, la Corte ha evidenziato come nel momento in cui la vendita della società divenga inevitabile il ruolo del *board* cambi radicalmente e i suoi obiettivi vengano ridimensionati significativamente: l'obiettivo diviene esclusivamente quello di massimizzare nell'*immediato* il valore degli azionisti e, da difensore della società, il *board* si trasforma in “banditore d'asta” che ha il compito di “battere” il prezzo più alto.<sup>134</sup>

Con particolare riferimento alle misure difensive — e.g., una *poison pill* attivata per reagire ad un tentativo di scalata ostile — le Corti hanno tradizionalmente affermato il principio secondo cui gli amministratori non possono adottare misure che siano preclusive o coercitive e che siano sproporzionate rispetto alla minaccia posta.<sup>135</sup> In sostanza, per giustificare il proprio operato il *board* dovrà dimostrare (a) che avesse ragionevoli motivi per ritenere che il tentativo di acquisizione rappresentasse una minaccia effettiva per la società, e (b) che la misura adottata per prevenire l'acquisizione sia stata proporzionata rispetto alla minaccia.

---

<sup>133</sup> *Revlon, Inc. v. Macandrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986)

<sup>134</sup> *Ibidem*, p. 182 (“[the role of the board transforms from] “defenders of the corporate bastion to auctioneers charged with getting the best price for the stockholders at a sale of the company.”2).

<sup>135</sup> *Unocal v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).

*iii. Gli interessi degli stakeholders nella giurisprudenza del Delaware*

Analizzati i doveri degli amministratori nei principali momenti di vita dell'impresa, occorre ora domandarsi se e eventualmente quanto spazio trovino gli interessi degli *stakeholders*. La questione è da tempo dibattuta nella dottrina statunitense e si possono individuare principalmente due filoni di pensiero: chi sostiene che la legislazione e la giurisprudenza del Delaware identifichino un dovere degli amministratori di perseguire esclusivamente l'interesse degli azionisti e chi invece sostiene che gli amministratori non avrebbero un obbligo legale di produrre valore per gli azionisti.

Al fine di evitare equivoci, occorre evidenziare come non sembra vi siano dubbi sulla liceità di una condotta degli amministratori in cui la protezione ed il perseguimento degli interessi degli *stakeholders* sia incidentale rispetto al perseguimento di valore per gli azionisti. Il problema — e il relativo dibattito — si pone evidentemente su un diverso piano: se cioè sia consentito agli amministratori *de jure condito* perseguire gli interessi degli *stakeholders* come fine in sé e per sé.

Chi sostiene che ciò non sia possibile fa leva su un'interpretazione sistematica del diritto del Delaware evidenziando, ad esempio, che sono soltanto gli azionisti ad eleggere il *board*, ad approvare le modifiche statutarie e alcune transazioni.<sup>136</sup> Soprattutto, però, si argomenta muovendo dai doveri del *board*. Così, ad esempio, si evidenzia che *standard* come quelli enunciati in *Revlon* e *Unocal* non consentano di perseguire gli interessi degli *stakeholder* in sé e per sé, ma soltanto in via incidentale: nella misura, cioè, in cui la protezione degli interessi di questi soggetti sia razionalmente correlabile alla produzione di benefici per gli azionisti. Si evidenzia, in particolare, come in *Revlon* la Corte non solo abbia esplicitato questa condizione, ma nel

---

<sup>136</sup> E.g. Strine, *supra* nota 108, p. 765-66.

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

farlo abbia rigettato la tesi opposta — che, secondo alcuni,<sup>137</sup> aveva trovato legittimazione in *Unocal* — secondo cui, il c.d.a. potrebbe giustificare l'adozione di misure difensive adducendo alla necessità di tutelare uno o più portatori d'interesse.<sup>138</sup> Non solo, ma — precisa la Corte — la considerazione d'interessi diversi da quelli degli azionisti, se accettabile come ragione giustificativa dell'adozione di misure difensive, *purché ragionevolmente correlata alla produzione di valore per gli azionisti*, è del tutto inappropriata nella diversa situazione in cui si stia alienando l'impresa, situazione in cui come visto, l'unico obiettivo del *board* dev'essere quello di massimizzare il profitto.<sup>139</sup>

Persino nel contesto della più generosa e deferente *business judgment rule* sarebbe difficile (forse impossibile) perseguire l'interesse degli *stakeholders ex se*: gli amministratori dovrebbero probabilmente giustificare un simile approccio pur sempre facendo leva sull'interesse degli azionisti e, ad esempio, argomentando che l'investimento di utili non distribuiti per finanziare, ad esempio, investimenti o aumenti dei salari dei lavoratori sia nell'interesse a lungo termine degli azionisti.<sup>140</sup>

Chi sostiene che, a diritto immutato, gli amministratori non possano perseguire gli interessi degli *stakeholders* tende a

---

<sup>137</sup> Martin Lipton, *Takeover Bids in the Target's Boardroom*, 35 BUS. LAW. 101 (1979). Per l'argomento, cfr. *infra* nel testo.

<sup>138</sup> *Revlon*, *supra* nota 133, p. 182. ("A board may have regard for various constituencies in discharging its responsibilities, provided there are rationally related benefits accruing to the stockholders.").

<sup>139</sup> *Ibidem* ("However, such concern for non-stockholder interests is inappropriate when an auction among active bidders is in progress, and the object no longer is to protect or maintain the corporate enterprise but to sell it to the highest bidder."). A queste conclusioni giungono anche, tra i vari, Strine *supra* nota 108, p. 770-71; Frederick H. Alexander, *BENEFIT CORPORATION. LAW AND GOVERNANCE* (2018), pp. 37 e 41.

<sup>140</sup> Così Allen e Kraakman, *supra* nota 124, p. 286, che evidenziano come una simile argomentazione renderebbe una decisione degli amministratori di perseguire gli interessi degli *stakeholders* sostanzialmente immune da revisioni giurisprudenziali.

evidenziare come, coloro i quali vogliono che le imprese si occupino anche dei profili di sostenibilità e sociali, debbano impegnarsi per un cambiamento legislativo e giurisprudenziale, piuttosto che forzare il dato normativo esistente.<sup>141</sup>

Come visto, però, vi è anche chi ritiene che l'impostazione legislativa e giurisprudenziale esistente non vincoli gli amministratori al solo perseguimento dell'interesse degli azionisti, ma consenta loro di occuparsi degli *stakeholders* e, secondo alcuni, in certe circostanze persino di sacrificare l'interesse degli azionisti in nome dell'interesse generale.<sup>142</sup> Un'analisi della letteratura in materia, sembra indicare che nella maggior parte dei casi si guarda al principio enunciato in *Unocal* — caso in cui, come visto, la Corte ha evidenziato come i *boards* abbiano un obbligo di proteggere l'impresa, il cui interesse *soltanto* include, ma non coincide con, quello degli azionisti,<sup>143</sup> con la conseguenza che il c.d.a. ben potrebbe giustificare l'adozione di misure difensive adducendo alla necessità di tutelare uno o più portatori d'interesse<sup>144</sup> — per evidenziare l'inesistenza di un obbligo degli amministratori di perseguire obiettivi di massimizzazione né del valore, né, più in generale, del benessere degli azionisti.<sup>145</sup>

---

<sup>141</sup> Strine *supra* nota 108, p. 768.

<sup>142</sup> Elhauge, *sura* nota 43, pp.763-69.

<sup>143</sup> *Unocal supra* nota 135, p. 954.

<sup>144</sup> *Ibidem*, p. 955.

<sup>145</sup> Blair e Stout, *supra* nota 43, pp. 293-94 e 301; Stout *supra* nota 24, p. 170 (“In *Unocal*, the court opined that the corporate board had a “fundamental duty and obligation to protect the corporate enterprise, which includes stockholders,” a formulation that clearly implies the two are not identical. 30 The court went on to state that in evaluating the interests of “the corporate enterprise,” directors could consider “the impact on ‘constituencies’ other than shareholders (that is, creditors, customers, employees, and perhaps even the community generally).”).” E per la diversa impostazione tra chi ritiene che obiettivo dell'azione sociale debba essere la massimizzazione del profitto nel breve termine e chi invece fa riferimento al più generale obiettivo di massimizzazione del benessere degli azionisti cfr. *supra* parr. 1.a. e 1.c.

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

Secondo questa impostazione, dunque, i doveri degli amministratori come ricostruiti sopra non esprimerebbero un obbligo generalizzato degli amministratori di perseguire in via esclusiva l'interesse degli azionisti.<sup>146</sup> Le pronunce che sembrerebbero andare in tale direzione rappresenterebbero eccezioni a tale regola generale. Per esempio, secondo i sostenitori di quest'impostazione, *Revlon* — decisione in cui, come visto, la Corte ha affermato il principio secondo cui, in caso di vendita inevitabile della società, l'unico scopo del *board* debba essere l'ottenimento del prezzo più elevato possibile per gli azionisti — non esprimerebbe un dovere generalizzato dei *boards* di perseguire esclusivamente l'interesse degli azionisti ma, piuttosto, confermerebbe che le ipotesi in cui gli amministratori sono *tenuti* a orientare la propria azione alla sola produzione di valore per gli azionisti sono poche e isolate: nel caso di *Revlon*, si argomenta, è solo quando una società quotata stia per cessare di essere tale che l'interesse degli azionisti assumerebbe un rilievo preminente rispetto agli altri.<sup>147</sup> Insomma, l'ampia latitudine concessa dalla *business judgment rule* agli amministratori consentirebbe loro, entro i confini fissati dallo *standard*,<sup>148</sup> ampi spazi di manovra, potendo ora propendere maggiormente per l'interesse degli azionisti, ora per quelli dei vari *stakeholders*: gli amministratori perderebbero la tutela della *business judgment rule* per aver perseguito interessi diversi da quelli degli altri azionisti soltanto in casi limite, come quello affrontato in *Revlon*.<sup>149</sup>

---

<sup>146</sup> Così Stout *supra* nota 68; Blair e Stout, *supra* nota 43; Stout *supra* nota 24; Lyman Johnson, *Unsettledness in Delaware Corporate Law: Business Judgment Rule, Corporate Purpose*, 38 DEL. J. CORP. L. 405 (2013); Darrell West, *The Purpose of the Corporation in Business and Law School Curricula*, Governance Studies at Brookings, 19 luglio 2011.

<sup>147</sup> Stout, *supra* nota 68, pp. 30-31 (*Revlon* è la “exception that proves the rule” e “it is only when a public corporation is about to stop being a public corporation that directors lose the protection of the business judgment rule and must embrace shareholder wealth as their only goal.”).

<sup>148</sup> Su cui v. *supra* par. 3.a.i.

<sup>149</sup> Stout, *supra* nota 68, pp. 30-31

*iv. Facilitare la vita degli amministratori: i multi-constituency statutes*

L'idea del c.d. *stakeholderism* ha portato molti stati all'adozione dei cc.dd. *multi-constituency statutes*. Previsioni, cioè, che, permettono agli amministratori, nell'adempimento dei propri doveri, di prendere in considerazione gli interessi di vari *stakeholders*.<sup>150</sup> Si ritiene che l'introduzione di molte di queste previsioni sia stato il risultato di un'intensa attività di *lobbying* mirata a proteggere gli amministratori dalle minacce derivanti dall'ondata dei tentativi di scalate ostili registratesi negli anni '80 e '90 del secolo scorso.<sup>151</sup>

I *multi-constituency statutes* tentano dunque di risolvere il nodo sui doveri degli amministratori a monte: consentendo loro espressamente di giustificare alcune o tutte le decisioni con l'intenzione di proteggere anche uno o più portatori d'interesse e, per tal via, sottraendoli *ex ante* a possibili azioni di responsabilità. Preme evidenziare, comunque, che queste previsioni, da un lato, non dichiarano una superiorità dell'interesse degli *stakeholders* rispetto

---

<sup>150</sup> Cfr., per esempio, la § 607.0830 (6) del *Florida Business Corporation Act* (“in discharging board or board committee duties, a director may consider such factors as the director deems relevant, including the long-term prospects and interests of the corporation and its shareholders, and the social, economic, legal, or other effects of any action on the employees, suppliers, customers of the corporation or its subsidiaries, the communities and society in which the corporation or its subsidiaries operate, and the economy of the state and the nation.”) e la § 302A.251(5) del *Minnesota Business Corporation Act* (“in discharging the duties of the position of director, a director may, in considering the best interests of the corporation, consider the interests of the corporation’s employees, customers, suppliers, and creditors, the economy of the state and nation, community and societal considerations, and the long-term as well as short-term interests of the corporation and its shareholders including the possibility that these interests may be best served by the continued independence of the corporation.”). Sui *multi-constituency statutes* in generale cfr. Michal Barzuza, *The State of State Antitakeover Law*, 95 VA. L. REV. 1973 (2009).

<sup>151</sup> Mark J. Roe, *Takeover Politics*, in *THE DEAL DECADE* 338–52 (Margaret Blair ed., 1993); Roberta Romano, *The Future of Hostile Takeovers: Legislation and Public Opinion*, 57 U. CIN. L. REV. 457, 458–65 (1988).

a quello degli azionisti (che, dunque, sembra restare il faro principale, almeno secondo alcune delle interpretazioni viste sopra, che deve orientare l'azione amministrativa); dall'altro, si esprimono — e non potrebbe essere altrimenti — pur sempre in termini di *possibilità*, e mai di *dovere*.<sup>152</sup> Si tratta, insomma, di disposizioni “abilitanti”.

Non sono comunque mancate le critiche. Si è infatti evidenziato come queste previsioni non tutelino efficacemente gli interessi degli azionisti non solo perché, come detto, prevedono solo una possibilità (e non un dovere) per gli amministratori di proteggere anche tali interessi, ma anche perché limitati nello scopo, distoglierebbero l'attenzione da potenziali misure maggiormente efficaci e non prevedono meccanismi di *enforcement* attivabili dagli *stakeholders*.<sup>153</sup> Insomma, queste previsioni non testimonierebbero un cambio di rotta in materia di doveri degli amministratori.<sup>154</sup>

Un recente studio condotto negli Stati Uniti da Bebchuk e Tallarita sembrerebbe supportare empiricamente queste critiche.<sup>155</sup>

---

<sup>152</sup> Per un'eccezione, cfr. il *multi-constituency statute* del Connecticut (CONN. GEN. STAT. § 33-756(d)).

<sup>153</sup> Jonathan D. Springer, *Corporate Constituency Statutes: Hollow Hopes and False Fears*, 1999 ANN. SURV. AM. L. 85, 123 (1999) (“Proponents of constituency statutes would better serve the interests they seek to advance by focusing on other measures. Constituency statutes arguably detract attention from more promising measures of change such as measures with potential to change not only whose interests may be legally considered, but who also makes corporate decisions.”) e Julian Velasco, *The Fundamental Rights of the Shareholder*, 40 U.C. DAVIS L. REV. 407, 463-64 (2006) (“[ . . . ] constituency statutes tend to be quite limited in scope. They generally provide only that directors may consider the interests of nonshareholders. [ . . . ] None of the statutes indicates how much weight should be given to the various interests. In fact, only a few statutes state that shareholder interests need not be the dominant consideration. None of the statutes explicitly create enforceable rights on the part of nonshareholders, and some explicitly deny such rights.”).

<sup>154</sup> Velasco, *ibidem* (“These facts are not indicative of a legal revolution favoring nonshareholders.”).

<sup>155</sup> Bebchuk e Tallarita, *supra* nota 29.

Tra i vari profili, nello studio si analizzano i termini contrattuali delle dieci maggiori acquisizioni avvenute tra il 2010 e il 2019 in stati con *multi-constituency statutes* per verificare se, nel negoziare i termini degli accordi, i *boards* abbiano in effetti utilizzato le previsioni “abilitanti” di questi *statutes* per proteggere gli interessi degli *stakeholders*. L'indagine mostra come in sostanzialmente nessuna delle ipotesi si siano rinvenute nell'accordo finale previsioni significativamente favorevoli per gli *stakeholders*. Gli *executives* che hanno negoziato queste transazioni non hanno dunque utilizzato la discrezionalità loro riconosciuta dai *multi-constituency statutes* per occuparsi dei vari portatori d'interessi; tuttavia, hanno nondimeno negoziato termini significativamente più protettivi e favorevoli per loro stessi e per gli azionisti.<sup>156</sup>

Gli autori evidenziano dunque come l'accettazione dello *stakeholderism* — intesa come l'idea secondo cui gli amministratori debbano avere la possibilità di considerare anche gli interessi degli *stakeholders* — non arrecherebbe alcun beneficio ai vari portatori d'interessi e, anzi, finirebbe per aumentare enormemente la discrezionalità degli amministratori, rendendoli di fatto meno *accountable*.<sup>157</sup>

#### b. Italia

Si proverà ora a ricostruire brevemente il quadro normativo in materia di doveri degli amministratori di società in Italia, avendo la s.p.a. come modello di riferimento. Non s'intende in questa sede proporre un'analisi esaustiva della (vasta) materia, ma soltanto provare a capire se e in che misura gli interessi degli *stakeholders* possano assumere un rilievo.

---

<sup>156</sup> *Ibidem*, pp. 42-47.

<sup>157</sup> *Ibidem*, pp. 48-49.

*i. I doveri degli amministratori nel diritto italiano*

Nell'impostazione del codice civile,<sup>158</sup> gli amministratori sono tenuti ad adempiere obblighi specifici e generici.<sup>159</sup> I primi hanno un contenuto predeterminato *ex lege* (appunto, "specifico") mentre, nel caso dei secondi, il contenuto è determinato facendo ricorso a clausole generali. Nella prima categoria rientra, ad esempio, l'obbligo di redigere il bilancio di esercizio<sup>160</sup> e di depositarne una copia entro trenta giorni dall'approvazione presso l'ufficio del registro delle imprese,<sup>161</sup> oppure quello di accertare prontamente il verificarsi di una causa di scioglimento,<sup>162</sup> con il correlativo dovere, che sussiste fino al momento di consegna ai liquidatori dei libri sociali, della situazione dei conti e di un rendiconto sulla gestione, di amministrare la società ai soli fini della conservazione dell'integrità e del valore del patrimonio sociale.<sup>163</sup>

La seconda categoria di doveri (quella a contenuto generale) è quella rilevante ai fini della tematica trattata: se nella disciplina sui doveri degli amministratori va trovato uno spiraglio per gli interessi degli *stakeholders* (o, se si assume la prospettiva opposta, se si vuole rinvenire un limite a tali interessi), in assenza di disposizioni *ad hoc* questo dev'essere rinvenuto nella disciplina sui doveri generali. Tra questi spicca, oltre al dovere di amministrare senza conflitti d'interesse<sup>164</sup> (dovere assimilabile al *duty of loyalty* di diritto

---

<sup>158</sup> Sui doveri degli amministratori in Italia v. anche G. D. Mosco e S. Lopreato, *Doveri e responsabilità degli amministratori e sindaci nelle società di capitali*, Riv. Soc. 1/2019, 117 e ss.

<sup>159</sup> Cfr., e.g., Cass. 5718/2004 secondo cui "[i]n tema di responsabilità degli amministratori di società, occorre distinguere tra obblighi gravanti sugli amministratori che hanno un contenuto specifico e già determinato dalla legge o dall'atto costitutivo [ . . . ] e obblighi definiti attraverso il ricorso a clausole generali, quali l'obbligo di amministrare con diligenza e quello di amministrare senza conflitto di interessi."

<sup>160</sup> Art. 2423 c.c.

<sup>161</sup> Art. 2435 c.c.

<sup>162</sup> Art. 2485 c.c.

<sup>163</sup> Art. 2486 c.c.

<sup>164</sup> Art. 2391, commi 1 e 2.

nordamericano), quello — assimilabile invece al *duty of care* — imposto agli amministratori di “[ . . . ] adempiere i doveri ad essi imposti dalla legge e dallo statuto *con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle loro specifiche competenze.*” (enfasi aggiunta).<sup>165</sup> Com'è noto, la disposizione è dettata in materia di responsabilità degli amministratori verso la società che, insieme all'ipotesi di responsabilità verso i creditori sociali *ex art. 2394 c.c.* e verso soci e terzi *ex art. 2395 c.c.*, rappresenta una delle figure di responsabilità civile degli amministratori per il proprio operato.

Agli amministratori si chiede pertanto di agire anzitutto con diligenza, concetto poi ulteriormente qualificato dalla circostanza che, come si vedrà meglio poco oltre, tale diligenza debba essere rapportata a (i) la natura dell'incarico, e (ii) le specifiche competenze dell'amministratore. Quest'obbligo — in quanto generale — configura in capo agli amministratori una tipica obbligazione di mezzi: gli amministratori non rispondono cioè per il mancato raggiungimento di un dato risultato, ma soltanto nell'ipotesi di violazione dei doveri loro imposti.<sup>166</sup> Si lascia cioè ampia discrezionalità al giudice per verificare se, sulla base della ricostruzione dei fatti, sia possibile riscontrare una violazione dei doveri.<sup>167</sup>

Pur essendo il criterio inserito in una disposizione destinata a operare come contrappeso al potere di gestione che, ai sensi dell'art. 2380-*bis* c.c., spetta in via esclusiva agli amministratori, per mezzo di tale previsione anche nel diritto italiano si riconosce ampia latitudine all'azione degli amministratori. Il punto è reso ancor più evidente dalla circostanza che il parametro della diligenza non è

---

<sup>165</sup> Art. 2392 c.c.

<sup>166</sup> E.g., A. Maffei Alberti, *Sub 2392, Commentario breve al Diritto delle Società*, p. 774 (Cedam, 2017).

<sup>167</sup> Tra i vari vedi F. Bonelli, *Gli amministratori di s.p.a a dieci anni dalla riforma del 2003*, p. 112 (Utet, 2013); S. Serafini, *Responsabilità degli amministratori e interessi protetti*, p. 211 (Giuffrè, 2013).

generale (in quanto, come rilevato in dottrina,<sup>168</sup> ciò determinerebbe, un irragionevole allargamento delle responsabilità) ma, come anticipato, è delimitato sotto un duplice profilo. Per un verso, si fa riferimento alla “natura dell’incarico”. Nell’applicarlo, il parametro della diligenza, cioè, deve essere rapportato in maniera specifica alla situazione concreta, tendendo ad conto esempio della dimensione e della tipologia dell’impresa amministrata.<sup>169</sup> Peraltro, si delimita ulteriormente l’applicabilità del parametro specificando la necessità di tenere in considerazione le “competenze specifiche” del singolo amministratore, per tal via, da un lato dando rilievo al *background* peculiare di ogni amministratore, dall’altro (e soprattutto) rigettando l’opposta visione che vorrebbe gli amministratori esperti in ogni singola area dell’attività gestoria.<sup>170</sup>

Insomma, il legislatore sembra chiedere agli amministratori di assumere le loro decisioni gestorie in maniera informata,<sup>171</sup> e che tali decisioni siano sostanzialmente frutto di un processo di ponderazione accurato da condurre in base al carattere professionale del loro incarico, tenendo però conto anche delle specificità dell’impresa amministrata (natura dell’incarico), e delle rispettive competenze (specifiche competenze).<sup>172</sup> Da ciò deriva una sostanziale insindacabilità nel merito ed *ex post* da parte del giudice delle scelte gestorie adottate dal c.d.a.<sup>173</sup> Il giudice, cioè, non potrà sindacare (e i soci non potranno lamentare) l’opportunità economica

---

<sup>168</sup> Maffei Alberti, *supra* nota 166, p. 776.

<sup>169</sup> V. G. Cian, A. Trabucchi, *Sub Art. 2392, Commentario breve al Codice Civile*, p. 2851 (Cedam, 2018).

<sup>170</sup> *Ibidem*.

<sup>171</sup> Sul punto cfr. anche l’art. 2381 c.c. il cui primo comma impone al presidente del c.d.a. di assicurarsi che i consiglieri possano ottenere informazioni sulle materie all’ordine del giorno e il cui ultimo comma prevede espressamente che “[g]li amministratori sono tenuti ad agire in modo informato [ . . . ]”.

<sup>172</sup> Cfr. D. Santosuosso, *La riforma del diritto societario*, p. 147 (Giuffrè, 2003).

<sup>173</sup> M. Franzoni, *Sub art. 2392, in Commentario del Codice Civile Scialoja-Branca* (Zanichelli, 2008), p. 468. V. anche Cass. 15470/2017; Cass. 17411/16; Cass. 1783/15; 3409/13.

della decisione degli amministratori, né tantomeno potrà desumere il ricorrere di negligenza dalla sola circostanza che la decisione abbia avuto esito economicamente infausto.<sup>174</sup> Per tal via, un po' come accade nel caso della *business judgment rule* americana, la responsabilità degli amministratori sarà affermata, tendenzialmente, solo in presenza di errori macroscopici.<sup>175</sup>

Il controllo sull'operato degli amministratori è, pertanto, prevalentemente di tipo procedimentale, nel senso che si limita a verificare la conformità a legge del procedimento con cui gli amministratori sono pervenuti alla decisione (e.g., adeguata informazione, considerazione di possibili alternative etc.). Si parla, a tal proposito, di “procedimentalizzazione” delle scelte gestionali per designare appunto l'idea che l'obbligo di amministrare diligentemente incide non tanto sulla scelta gestoria, quanto piuttosto sul procedimento con cui si perviene a tale decisione, nonché la relativa tendenza a focalizzarsi in sede giurisprudenziale non sul merito della decisione, ma sull'aspetto procedimentale della stessa.<sup>176</sup>

Insomma, il canone della diligenza non si sostanzia in un obiettivo preciso. Per essere diligenti ed adempiere ai loro doveri, gli amministratori non dovranno però assumere scelte manifestamente irragionevoli. Dovranno cioè agire nell'interesse della società, in assenza di conflitto d'interesse e adottando le cautele e le verifiche, nonché acquisendo le informazioni preventive necessarie, “normalmente richieste per una scelta di quel tipo” e

---

<sup>174</sup> E.g. F. Vassalli, *Sub art. 2392*, in *Società di capitali: commentario (a cura di Giuseppe Niccolini e Alberto Stagno d'Alcontres)*, p. 681 (Jovene, 2004).

<sup>175</sup> Franzoni, *supra* nota 173, p. 468.

<sup>176</sup> Sul punto cfr. Maffei Alberti, *supra* nota 166, p. 777; Vassalli, *supra* nota 174, p. 682. Per una simile prospettiva in materia di conflitto d'interesse cfr. G. Minervini, *Gli interessi degli amministratori di s.p.a. in P. Abbadessa e G. B. Portale (diretto da), Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum G.F. Campobasso (Utet, 2007) vol. II, p. 581.*

utilizzando la loro diligenza per “apprezzare preventivamente i margini di rischio connessi all’operazione da intraprendere.”<sup>177</sup>

*ii. Gli interessi degli stakeholders nel diritto italiano*

Alla luce della disciplina sui doveri degli amministratori nel diritto italiano appena analizzata, occorre domandarsi se residui nelle maglie legislative e giurisprudenziali uno spazio per la considerazione e il perseguimento degli interessi degli *stakeholders* da parte degli amministratori e, in caso di risposta affermativa, entro quali limiti ciò sia ammissibile *de iure condito*.

Si potrebbe valorizzare l’affidamento della gestione in via esclusiva agli amministratori *ex art. 2380-bis c.c.* per evidenziare come, specie dopo la riforma del 2003, gli amministratori siano sostanzialmente depositari di una discrezionalità particolarmente accentuata per tal vi aprendo uno spiraglio alla teoria degli *stakeholders*.<sup>178</sup> L’incremento della discrezionalità comporta una contemporanea compressione della tutela reale a disposizione degli azionisti: infatti, maggiore è lo spazio di manovra affidato agli amministratori minore sarà, come visto, la possibilità di sindacare, anche in sede giurisdizionale, le scelte da essi effettuate.<sup>179</sup>

Si è tuttavia osservato come il dato non sia idoneo a legittimare il perseguimento di interessi diversi rispetto a quelli dei soci<sup>180</sup> e si giunge alla conclusione evidenziando, tra l’altro, che è nei confronti

---

<sup>177</sup> Cass. 15470/2017.

<sup>178</sup> G. Oppo, *Le grandi opzioni della riforma e la società per azioni*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, G. Cian (a cura di) (Cedam, 2004).

<sup>179</sup> Per un’efficace ricostruzione del rapporto tra teoria degli *stakeholder* e incremento dello spazio d’insidacabilità delle scelte gestorie dei *boards* cfr. Bebchuk e Tallarita, *supra* nota 29.

<sup>180</sup> V. Calandra Buonaura, *Responsabilità sociale dell’impresa e doveri degli amministratori*, Giur. Comm 4/2011, p. 531. Per una critica alla tesi cfr. anche R. Costi, *La responsabilità sociale dell’impresa e il diritto azionario italiano*, *Quaderni di Giur. Comm.*, 2006, p. 106.

di questi ultimi (e non degli *stakeholders*) che gli amministratori sono responsabili civilmente del loro operato.<sup>181</sup>

L'assenza di disposizioni che abilitino gli amministratori a perseguire anche interessi di terzi sembra insomma avere carattere preclusivo.<sup>182</sup> Nel silenzio legislativo, sembrerebbe quindi inammissibile l'adozione di una decisione che sacrifichi espressamente l'interesse degli azionisti in nome del soddisfacimento di quello di uno o più *stakeholders*.<sup>183</sup> Parimenti inammissibile sarebbe anche una scelta gestoria che ponga tali interessi sullo stesso piano.<sup>184</sup>

Posto quindi che gli amministratori non potrebbero, a legislazione invariata, sacrificare gli interessi dei soci giustificando la decisione con la necessità di tutelare i vari portatori d'interesse, sembra comunque che, un po' come osservato per gli Stati Uniti, una decisione degli amministratori che vada a vantaggio degli *stakeholders* e, magari, sacrifichi l'interesse a breve termine degli azionisti sia nondimeno facilmente giustificabile. Si pensi, per esempio, alla decisione degli amministratori di acquistare materie prime più costose, ma meno inquinanti, giustificata sulla base di vantaggi reputazionali.<sup>185</sup> Insomma, alla luce della inevitabile discrezionalità di cui sono titolari, anche nel diritto italiano gli amministratori potrebbero giustificare un sacrificio del profitto a

---

<sup>181</sup> *Ibidem*, p. 532. È vero che all'art. 2395 del c.c. si riconosce un'azione individuale anche ai terzi, ma si tratta di una tutela attivabile soltanto in presenza di un danno *diretto* (sul punto cfr. A. Maffei Alberti, *Sub 2395*, Commentario breve al Diritto delle Società (Cedam, 2017); G. Cian, A. Trabucchi, *Sub Art. 2395*, Commentario breve al Codice Civile (Cedam, 2018)).

<sup>182</sup> Alla conclusione opposta non sembra potersi giungere neanche valorizzando le varie disposizioni che fanno riferimento a interessi di terzi. V. Calandra Buonauro, *supra* nota 180, p. 532.

<sup>183</sup> A tale conclusione giungono anche Calandra Buonauro, *supra* nota 180, p. 531 e M. Libertini, *Impresa e finalità sociali. Riflessioni sulla teoria della responsabilità sociale dell'impresa*, Riv. Soc. 1/2009, p. 1 e ss.

<sup>184</sup> Calandra Buonauro, *supra* nota 180, p. 531.

<sup>185</sup> Su tali vantaggi cfr. *supra* par. 2. c.

breve termine evidenziando i benefici che deriverebbero dall'adozione di un approccio a lungo termine.<sup>186</sup> Una simile operazione parrebbe ancora più semplice alla luce delle tendenze che si registrano, da un lato, in ambito internazionale ed europeo — in cui, come si vedrà oltre,<sup>187</sup> il concetto di Responsabilità Sociale d'Impresa sembra aver ottenuto diversi riconoscimenti formali — dall'altro, tra investitori ed azionisti, sembra sempre più attenti ai profili ambientali e sociali.<sup>188</sup>

Insomma, pare che ciò che il quadro normativo impedisca siano gli abusi macroscopici, come ad esempio l'ipotesi in cui il *board* sacrifichi l'interesse degli azionisti dichiarando espressamente di privilegiare quello di uno o più *stakeholders*. Al di là di queste ipotesi (che sembrerebbero, a dire il vero, casi di scuola), purché gli amministratori mostrino di aver agito senza conflitti d'interesse, in maniera informata e che la decisione sia frutto di un processo di ponderazione, in cui sono state valutate diverse alternative, essi potranno probabilmente sacrificare l'interesse economico degli azionisti nel breve termine e, al contempo, tutelare quello di uno o più *stakeholders* purché ci si possa ragionevolmente aspettare che l'operazione beneficerà, nel medio-lungo termine, i soci, magari con ritorni maggiori rispetto a quelli che potrebbero ottenere nel breve termine.

Certo, resta da vedere come ciò sia possibile nella grande s.p.a. quotata in cui, specie Oltreoceano, la prassi di pubblicare ogni quadrimestre le stime sui risultati economici (cc.dd. *quarterly guidance*) e i risultati economici effettivamente ottenuti (cc.dd. *quarterly earnings*) porrebbe, secondo alcuni, significative

---

<sup>186</sup> Di tale avviso è anche Libertini, *supra* nota 183, pp. 25-26.

<sup>187</sup> *Infra* par. 5.

<sup>188</sup> *Infra* Capitolo II.

pressioni sui *boards* affinché raggiungano risultati nel breve periodo.<sup>189</sup>

#### 4. *Cenni. L'emersione degli ibridi societari come parziale risposta alle esigenze degli stakeholders*

Le emergenti esigenze di tutela degli *stakeholders*, insieme alla presunta inadeguatezza dei modelli puramente lucrativi a garantirle,<sup>190</sup> hanno spinto diversi ordinamenti a introdurre modelli d'impresa ibridi.<sup>191</sup> Modelli, cioè, che consentono — anzi, spesso impongono — un contemperamento delle esigenze degli azionisti con quelle dei portatori d'interessi.<sup>192</sup> Da anni, diversi universi

---

<sup>189</sup> Sul punto cfr. Joel F. Houston *et al.*, *To Guide Or Not to Guide? Causes and Consequences of Stopping Quarterly Earnings Guidance*, 27 CONTEMPORARY ACCT. RES. 143, 2010; Yongtae Kim *et al.*, *Does the Cessation of Quarterly Earnings Guidance Reduce Investors' Short-Termism?*, REV. ACCT. STUD. (forthcoming).

<sup>190</sup> Su cui cfr. non solo *supra* il dibattito sull'interesse sociale, ma anche quello sui doveri degli amministratori (*infra* par. 3.).

<sup>191</sup> Norman D. Bishara, *Hybrid Entities and The Psychological Contract with Employee-Stakeholders*, 22 U. PENNSYLVANIA J. BUS. L. 303, 305-06 (“[ . . . ] the mixed goals of social and financial performance are not facilitated by U.S. corporate law—and in fact many believe the modern corporate governance framework is dominated by a legal regime that requires managers to put shareholder interests before all other stakeholder concerns. To address this tension there has been a concerted effort to develop a series of so-called hybrid legal entities—businesses that aim to generate profits and pursue social aims simultaneously—to remove or otherwise neutralize this potential conflict.”).

<sup>192</sup> Cfr. Nardia Haigh, John Walker, Sophie Bacq & Jill Kickul, *Hybrid Organizations: Origins, Strategies, Impacts, and Implications*, 57 CAL. MGMT. REV. 5 (2015). (“[hybrids are] those enterprises that design their business models based on the alleviation of a particular social or environmental issue. Hybrids generate income and attract capital in ways that may be consistent with for-profit models, nonprofit models, or both. [ . . . ] The term “hybrid organization” reflects the propensity of such enterprises to blend traditionally for-profit practices with traditionally nonprofit practices.”) e Thomas J. Billitteri, Aspen Institute, Nonprofit Sector Research Fund, *Mixing Mission and Business: Does Social Enterprise Need a New Legal Approach? Highlights from an Aspen Institute Roundtable 4* (2007) (“[H]ybrid groups [ . . . ] typically work within the capitalist system, earning income and operating in a businesslike manner, but their goals are not purely financial and their duty is far broader than serving just the interests

giuridici si sono dunque costellati di modelli che consentono un contemporaneo perseguimento di finalità lucrative e d'interesse generale e, a seconda del modello, si registra o un bilanciamento delle due, oppure un più marcato (s)bilanciamento a favore di una o dell'altra finalità.

Il Regno Unito e gli Stati Uniti sono tradizionalmente stati pionieri in materia. Nel primo, già dal 2004 esistono le *Community Interest Companies* (in breve, "CICs"),<sup>193</sup> introdotte dal *Companies (Audit, Investigations and Community Enterprise) Act* del 2004<sup>194</sup> e ulteriormente regolate dalle *Community Interest Company Regulations* del 2005.<sup>195</sup> Si tratta di un modello che deve operare a beneficio della comunità ed è una delle forme in cui può essere costituita un'impresa sociale nel Regno Unito.<sup>196</sup> Quest'ultimo dato fornisce un'indicazione immediata sul modello: si tratta di una società che opera *almeno* prevalentemente senza scopo di lucro.

---

of shareholders.”). V. anche Heather Sertial, *Hybrid Entities: Distributing Profits With A Purpose*, 17 *FORDHAM J. CORP. FIN. L.* 261, 271 (2012) (“While hybrids do ordinarily work within the capitalist structure by operating a business, their goals are not purely financial and their primary duty extends beyond serving shareholder interest. Their purpose is to succeed financially *and* to do good for the community.”). Sugli ibridi sia consentito un rinvio anche a Raffaele Felicetti, *Halfway between profit and non-profit: where are we going? Profit distribution: Community Interest Companies vs (new) Italian Social Enterprises*, 1 *LUISS L. REV.* 69 (2018).

<sup>193</sup> Sulle CICs cfr., tra i vari, David Cabrelli, *A distinct «social enterprise law» in the UK? The case of the 'CIC'* (University of Edinburgh, School of Law, Research Paper Series no. 2016/27).

<sup>194</sup> Cfr. Sezioni 26 e ss. del *Companies (Audit, Investigations and Community Enterprise) Act 2004*, disponibile all'indirizzo <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2004/27/contents>.

<sup>195</sup> V. *Community Interest Company Regulations* del 2005, disponibile all'indirizzo <http://www.legislation.gov.uk/uksi/2005/1788/contents/made>.

<sup>196</sup> V. Felicetti, *supra* nota 192, 74 (“In the UK a SE may be set up in the form of a limited company, of a charity (or from 2013, a charitable incorporated organization), of a co-operative, of a sole trader or business partnership, or of a CIC.”).

Infatti, stando alla definizione d'impresa sociale individuata nel 2011 dalla Commissione europea nella Comunicazione *Social Business Initiative* un'impresa sociale opera *prevalentemente* per la produzione di un impatto sociale, piuttosto che per la produzione di valore per l'imprenditore o per gli azionisti.<sup>197</sup> Il che suggerisce che, se da un lato, le imprese sociali non sono propriamente lucrative — nel senso che compresso è il lucro soggettivo, non quello oggettivo — per altro verso non sono *necessariamente* no-profit. Insomma, stando alla definizione fornita dalla Commissione europea, le imprese sociali, pur a prevalenza no-profit, conservano un margine di lucratività. Ciò non è necessario, in quanto un'impresa sociale può anche operare come puramente no-profit e, dunque, con un'inibizione totale del lucro soggettivo. Era questo, ad esempio, il modello d'impresa sociale inizialmente disegnato dal legislatore italiano che, all'art. 3 del d.lgs. 24 marzo 2006, n. 155 (decreto successivamente abrogato dal d.lgs. 3 luglio 2017, n. 112) prevedeva un divieto assoluto di distribuzione, anche indiretta, di utili e avanzi di gestione. Tuttavia, uno sguardo ai modelli d'impresa sociale presenti nei principali ordinamenti, conferma che tali imprese sono sempre autorizzate al perseguimento di un lucro soggettivo, seppure entro limiti stringenti.<sup>198</sup> Ed è questa la strada poi adottata anche dal legislatore italiano, che con il citato d.lgs. 112/2017 ha parzialmente eroso il divieto di lucro soggettivo, introducendo la possibilità per le imprese sociali italiane di distribuire utili in misura comunque non superiore al tasso

---

<sup>197</sup> Commissione europea, *Social Business Initiative*, COM (2011) 682, disponibile all'indirizzo <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2011/EN/1-2011-682-EN-F1-1.Pdf> (“A social enterprise is an operator in the social economy whose main objective is to have a social impact rather than make a profit for their owners or shareholders.”).

<sup>198</sup> Forme di lucro soggettivo per le imprese sociali, sebbene in misure differenti, sono state riconosciute da Belgio, Francia, Lussemburgo, Regno Unito, Stati Uniti e, più di recente, anche dall'Italia. V. Raffaele Felicetti, *L'impresa sociale negli altri ordinamenti*, AGE 1/2018, 221 e ss. Sull'Italia cfr. *infra* nel testo.

d'interesse sui buoni fruttiferi postali, aumentato di due punti e mezzo rispetto al capitale effettivamente versato.<sup>199</sup>

Ebbene, tornando alle CICs, come le imprese sociali degli altri ordinamenti, anch'esse sono ammesse a distribuire utili entro limiti definiti *ex ante* che, in questo caso, è, *inter alia*, del 35% degli utili distribuibili<sup>200</sup> — il che impone alle CICs di reinvestire nell'attività sociale almeno il 65% degli utili annuali.<sup>201</sup> Le CICs sono pertanto un modello ibrido, a prevalenza no-profit.

Anche gli Stati Uniti conoscono da tempo un modello simile a quello delle CICs, e cioè un ibrido a prevalenza no-profit: le Low-Profit Limited Liability Companies (“L3Cs”). Dal 2008 in poi, infatti, molti Stati hanno seguito l'esempio del Vermont e hanno consentito a vere e proprie *limited liabilities companies* — e, dunque, a modelli lucrativi in senso stretto — la possibilità di essere riconosciute come L3Cs. Il che comporta, seppur con le differenze dovute all'esistenza di diverse legislazioni non sempre omogenee, un obbligo di perseguire in maniera significativa finalità caritatevoli o educative,<sup>202</sup> pur in presenza di un lucro oggettivo — che, però,

---

<sup>199</sup> Art. 3, comma 3 (a) d.lgs. 112/2017. Sulla “nuova” impresa sociale cfr., tra i vari, Gian Domenico Mosco, *L'impresa non speculativa*, Giur. Comm., 2/2017, 216 e ss. Cfr. anche il numero 1/2018 di AGE e R. Felicetti, *supra* nota 192, 82-88.

<sup>200</sup> Sezione 22 (1) b) of the 2005 Regulations, *Community Interest Company Regulations supra* nota 195.

<sup>201</sup> Un'analisi dettagliata del meccanismo di distribuzione degli utili nelle CICs e dei relativi limiti esula dallo scopo del presente lavoro. Si rinvia pertanto a Sertial *supra* nota 192, Cabrelli *supra* nota 193. V. anche Felicetti, *supra* nota 192.

<sup>202</sup> V., e.g., Felicetti, *supra* nota 198, nota 102 (“Così le legislazioni del Michigan (Mich. comp. Laws, §450.4102 (m) (i)), del Wyoming (Wyo. Stat. Ann., §17-15-102 (a) (ix) (A)), del Vermont (Vt. Stat. Ann., tit. 11, §3001(27) (A) (i)), dell'Illinois (805 Ill. Comp. Stat., 180/1-26(a)), dello Utah (Utah Code Ann., §48-2c-412 (1) (b) (i)).”). Sulle L3Cs v. Sertial *supra* nota 192 e Celia Taylor, *Carpe Crisis: Capitalizing on the Breakdown of Capitalism to Consider the Creation of Social Businesses*, 54 N.Y. L. Sch. L. Rev. 743, 761- 63 (2010).

non può essere uno scopo significativo della L3C<sup>203</sup> — e di un lucro soggettivo (che, a differenza dei modelli degli altri ordinamenti, non viene limitato *ex ante*).

Come anticipato,<sup>204</sup> modelli o qualifiche simili — prevalentemente no-profit, ma con ammissione di forme parziali di lucro soggettivo — esistono anche in altri ordinamenti: si pensi, ad esempio, alle *société à finalité sociale* belghe,<sup>205</sup> alle *société d'impact sociétal* lussemburghesi,<sup>206</sup> alla qualifica di *entreprise solidaire d'utilité sociale* in Francia.<sup>207</sup>

I modelli cui si è sinora accennato condividono delle caratteristiche di fondo: sono ibridi — nel senso che combinano una finalità sociale con una (parzialmente) lucrativa — ma *low-profit*, nel senso che sono a prevalente finalità sociale. Infatti, come anticipato, il lucro oggettivo non è mai limitato; solo il lucro soggettivo lo è. E un'analisi dei meccanismi previsti dai vari ordinamenti per limitare la dimensione soggettiva del lucro — obiettivo raggiunto prevalentemente tramite l'introduzione di *caps* ai dividendi distribuibili — mostra, a seconda dell'ordinamento considerato, un più o meno forte sbilanciamento a favore dell'anima no-profit.<sup>208</sup> Il che è coerente, almeno con riferimento ai modelli previsti dagli ordinamenti europei, con la definizione d'impresa

---

<sup>203</sup> Felicetti, *supra* nota 198, 30 e nota 102.

<sup>204</sup> *Supra* nota 198.

<sup>205</sup> Sui vari modelli d'impresa sociale in Belgio cfr. B. Huybrechts, J. Defourny, M. Nyssens, T. Bauwens, O. Brolis, P. De Cuyper, F. Degavre, M. Hudon, A. Perilleux, T. Pongo, J. Rijpens e S. Thys, *Social Enterprise in Belgium: A Diversity of Roots, Models and Fields*, ICSEM Working Papers, No. 27, Liege: The International Comparative Social Enterprise Models (ICSEM) Project (2016). Sulla qualifica di *société à finalité sociale* cfr. artt. 664 e ss. del codice delle società belga.

<sup>206</sup> Su cui v. Commissione europea, *A map of social enterprises and their ecosystems in Europe – Country Report: Luxembourg*, 2014

<sup>207</sup> La qualifica è stata introdotta con la *LOI n. 2014-856 du 31 juillet 2014 relative à l'économie sociale et solidaire*.

<sup>208</sup> Per un'analisi dei vari meccanismi sia consentito il rinvio a Felicetti *supra* nota 198.

sociale fornita dalla Commissione europea che, come visto,<sup>209</sup> considera sociali quelle imprese che operino *prevalentemente* (e non completamente) per la produzione di un impatto sociale.

In una linea ideale che, partendo dal puramente no-profit giunge all'altro estremo al puramente lucrativo, i modelli cui si è sin qui accennato si collocano nella metà sbilanciata verso il no-profit ma, grazie all'ammissione di limitate forme di lucro soggettivo, da tale estremo si distaccano (cfr. *infra*, Grafico 1). Esistono però anche ibridi fondati su modelli puramente lucrativi la cui disciplina è poi stata adattata per consentire il perseguimento *anche* di finalità d'interesse sociale.

È questo il caso delle società benefit. A differenza degli ibridi *low-profit*, in questa ulteriore tipologia di ibridi il ricongiungimento tra finalità lucrative e sociali non viene effettuato tramite limitazioni del lucro soggettivo — tali modelli non sono appunto *low-profit* — ma principalmente (i) intervenendo sull'oggetto sociale e (ii) prevedendo obblighi di *disclosure* e *reporting*.

Le società benefit sono state inizialmente introdotte negli Stati Uniti per rispondere alle limitazioni dei modelli lucrativi tradizionali. Come visto, infatti, molti ritenevano e ancora oggi ritengono che scopo principale ed esclusivo di una società lucrativa sia la produzione di valore per gli azionisti. Quest'ottica di *shareholder primacy* impedirebbe *in nuce* agli amministratori virtualmente ogni possibilità di perseguire gli interessi degli *stakeholders*. Se questo è il problema, allora la soluzione è eliminare alla radice il concetto di *shareholder primacy*. Ed è questa la strada seguita inizialmente dalla *Model Benefit Corporation Law*,<sup>210</sup> sulla

---

<sup>209</sup> *Supra* nota 197.

<sup>210</sup> Alexander, *supra* nota 139, p. 63 (“The Model Benefit Corporation Legislation eliminates shareholder primacy by requiring directors to consider a broad group of stakeholders when making decisions and by imposing a corporate purpose of creating a “general public benefit” [ . . . ]”). Kevin V. Tu, *Socially Conscious Corporations and Shareholder Profit*, 84 GEO. WASH. L REV. 121, 154 (2016) (“The most commonly stated reason for supporting Benefit Corporation

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

cui base sono poi state elaborate le legislazioni dei singoli stati americani in materia di società benefit.<sup>211</sup> Sulla scia dell'esperienza nordamericana, le società benefit sono poi state introdotte anche in Italia, primo Paese nel mondo dopo gli Stati Uniti a disciplinarle.<sup>212</sup>

---

statutes is that the traditional for-profit corporation and non-profit corporation models available under existing law do not effectively allow for the pursuit of both profit and non-financial objectives.”). Per la diversa opinione secondo cui le società benefit non eliminano la *shareholder primacy*, ma solo il principio di *shareholder wealth maximization* cfr. Julian Velasco, *Shareholder Primacy in Benefit Corporations*, FIDUCIARY OBLIGATIONS IN BUSINESS 2 (Arthur B. Laby & Jacob Hale Russell, eds. forthcoming 2020), disponibile all'indirizzo [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3506824&download=yes](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3506824&download=yes) (“[ . . . ] benefit corporations are, or at least should be considered to be, perfectly consistent with shareholder primacy. Rather, it is only the shareholder wealth maximization norm with which the benefit corporation is at odds.”).

La *Model Law* è stata redatta da B Lab, una no-profit che rilascia la certificazione di BCorp a imprese che soddisfino standard elevati in materia sociale e ambientale: <https://bcorporation.eu/about-b-lab>. Le BCorps non vanno pertanto confuse con le società benefit: le prime sono società che hanno ottenuto una certificazione da un soggetto terzo indipendente (BCorp), mentre le seconde sono vere e proprie strutture legali. La *Model Law* è disponibile al seguente indirizzo:

<https://benefitcorp.net/sites/default/files/Model%20benefit%20corp%20legislation%204%2017%2017.pdf>.

<sup>211</sup> Negli Stati Uniti già 36 stati hanno adottato legislazioni sulle benefit corporations, mentre altri 5 stanno lavorando a una legislazione simile: <https://benefitcorp.net/policymakers/state-by-state-status>. Per gli Stati Uniti si farà da ora riferimento alla legislazione del Delaware, essendo questo lo stato americano più importante per il diritto societario.

<sup>212</sup> Art. 1, commi 376 e ss., della l. 28 dicembre 2015, n. 208, legge di stabilità 2016. DEL. CODE tit. 8, § 362(a) (...) (“A “public benefit corporation” is a for-profit corporation organized under and subject to the requirements of this chapter that is intended to produce a public benefit or public benefits and to operate in a responsible and sustainable manner. To that end, a public benefit corporation shall be managed in a manner that balances the stockholders’ pecuniary interests, the best interests of those materially affected by the corporation’s conduct, and the public benefit or public benefits identified in its certificate of incorporation.”). Sulle società benefit in Italia cfr., tra i vari, Gianluca Ridolfo, *Le società “benefit” in Italia: prime riflessioni su una recente innovazione legislativa*, *Studium Iuris* 6/2016, 720 e ss.; Diletta Lenzi, *Le società benefit*, *Giur. Comm.* 6/2016, pp. 894

Con le società benefit si consente invece a una società lucrativa di perseguire, oltre allo scopo di divisione degli utili, una o più finalità di beneficio comune, operando in modo responsabile, sostenibile e trasparente nei confronti di una serie di categorie di stakeholders.<sup>213</sup> La finalità di beneficio comune — che sia in Italia, sia in Delaware deve tradursi nel perseguimento di uno o più effetti positivi, o nella riduzione di quelli negativi, sulle categorie di stakeholders individuate *ex lege*<sup>214</sup> — deve poi essere bilanciata con l'interesse lucrativo dei soci e ciò ha un riflesso sui doveri degli amministratori. A differenza delle società lucrative tradizionali, infatti, in una società benefit gli amministratori sono chiamati ad adempiere ai loro doveri bilanciando, appunto, l'interesse dei soci con quello degli *stakeholders*; interesse, quest'ultimo, che è identificato dai soci stessi.<sup>215</sup> È evidente che, per tale via, viene rimosso l'impedimento principale che, secondo i sostenitori della teoria della *shareholder primacy* impedirebbe il perseguimento d'interessi ulteriori a quelli dei soci: infatti, nelle *benefit*

---

e ss.; Cristina Bauco, Giovanni Castellani, Dario De Rossi D., Lorenzo Magrassi, *Le Società Benefit (Parte III). Qualificazione giuridica e spunti innovativi*, Documenti della Fondazione Nazionale dei Commercialisti, gennaio 2017. Negli Stati Uniti v., tra i vari, Alexander *supra* nota 210; Emily Winston, *Benefit Corporations and the Separation of Benefit and Control* 39 CARDOZO L. REV. 1783 (2018); Velasco, *supra* nota 210; Michael B. Dorff, *Why Public Benefit Corporations?*, 42 DEL. J. CORP. L. 77 (2017). E per un recente studio empirico in materia v. Michael B. Dorff, James Hicks & Steven Davidoff Solomon, *The Future or Fancy? An Empirical Study of Public Benefit Corporations* (ECGI Working Paper n. 495/2020).

<sup>213</sup> In Italia, le società benefit devono operare responsabilmente verso persone, comunità, beni e attività culturali e sociali, enti e associazioni e altri portatori di interesse e territori (cfr. art. 1, comma 376, l. 208/2015).

<sup>214</sup> Art. 1, comma 376, lett. a) l. 208 cit. V. anche DEL. CODE tit. 8, § 362(b).

<sup>215</sup> Art. 1, comma 380 l. 208 cit. e DEL. CODE tit. 8, § 362(a) (“[ . . . ] a public benefit corporation shall be managed in a manner that balances the stockholders’ pecuniary interests, the best interests of those materially affected by the corporation’s conduct, and the public benefit or public benefits identified in its certificate of incorporation.”). Sulle differenze tra le varie legislazioni in punto di doveri degli amministratori v. *Managerial Duties in Social Enterprise: The Public Benefit Corporation*, CAMBRIDGE UNIVERSITY SOCIAL ENTERPRISE HANDBOOK (B. Means & J. Yockey, eds. forthcoming).

*corporations* l'interesse degli *stakeholders* da “esterno” diviene interno e viene *ex lege* parificato a quello dei soci.<sup>216</sup> Gli amministratori saranno pertanto non solo autorizzati, ma obbligati a bilanciarli. Anzi, la violazione di tale obbligo può essere fonte di responsabilità per gli amministratori: in Italia, a fronte di tale violazione gli amministratori possono essere responsabili per inadempimento,<sup>217</sup> mentre in Delaware si autorizzano gli azionisti ad attivare una *derivative suit* in nome e per conto della società.<sup>218</sup>

Il legislatore parrebbe dunque muoversi lungo tre linee direttrici che possono coinvolgere l'ambiente e, più in generale, gli altri interessi generali. Intanto una società potrà essere benefit in quanto il suo operato abbia le caratteristiche di responsabilità, sostenibilità e trasparenza verso gli *stakeholders*, l'ambiente anzitutto. Ciò posto, la società dovrà poi perseguire — come nelle «classiche» società lucrative — il profitto attraverso uno scopo-mezzo che può riguardare, direttamente o indirettamente, l'ambiente o altri interessi.<sup>219</sup> Infine, dovrà prefiggersi un beneficio comune, che ben può essere anche di carattere ambientale o sociale, così potenzialmente addivenendo a una doppia tutela di tale interesse: quella generale e «ordinaria» (l'operare in maniera sostenibile e responsabile) che deve essere tratto caratterizzante e irrinunciabile di tutte le società benefit e quella specifica ed “eventuale”, che ricorre laddove la società, nello scegliere il proprio beneficio comune, abbia optato per una finalità relativa alla protezione ambientale o sociale. La gestione societaria si orienta così verso il c.d. “*multistakeholder approach*”, verso un approccio che tenga conto di interessi (come, ad esempio, l'ambiente) ulteriori rispetto a

---

<sup>216</sup> E.g., v. Alexander *supra* nota 210 (“This mandate expressly rejects the shareholder primacy by elevating stakeholder interests to a level of importance equal to that of shareholders.”).

<sup>217</sup> Art. 1, comma 381 l. 208 cit.

<sup>218</sup> DEL. CODE tit. 8, §§ 361 e 367.

<sup>219</sup> Sullo scopo e l'oggetto sociale nelle benefit v. G. D. Mosco, *Scopo e oggetto nell'impresa sociale e nella società benefit*, AGE 1/2018, 81 e ss.

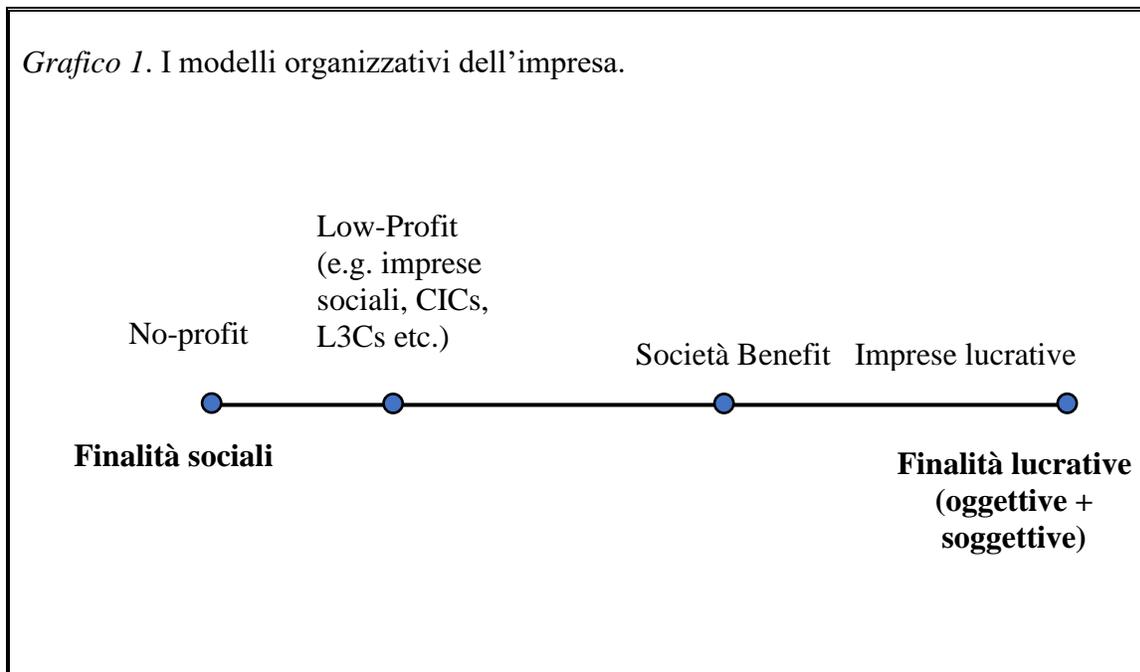
quelli di massimizzazione del profitto, ma senza rinunciare a quest'ultimo.

A differenza dei modelli *low-profit*, vi è dunque una parificazione degli interessi di azionisti e portatori d'interessi, che viene peraltro raggiunta non limitando il lucro soggettivo — che nelle *benefit corporations* resta pieno — ma (i) intervenendo, come appena visto, sull'oggetto sociale e, di riflesso, sui doveri degli amministratori, alla cui discrezionalità viene pertanto demandato il delicato compito d'individuare il punto di equilibrio e (ii) sugli obblighi di *disclosure* e *reporting*. Con riferimento a tali ultimi profili, e seppur con alcune differenze tra le varie legislazioni, le società benefit devono redigere annualmente una relazione — che in Italia dev'essere allegata al bilancio sociale — che specifichi le finalità di beneficio comune e le modalità con cui gli amministratori le hanno perseguite.<sup>220</sup>

Per l'approfondimento di aspetti ulteriori delle discipline si rinvia alla letteratura richiamata sopra. Ciò che conta evidenziare in questa sede è che, a fronte dell'insistente emergere d'istanze di maggiore protezione anche degli interessi di vari *stakeholders*, diversi legislatori hanno risposto con l'introduzione di modelli ibridi che mirano a rimuovere *in nuce* gli ostacoli che potrebbero derivare dal perseguimento, da parte di società puramente lucrative, anche di finalità d'interesse generale. E lo hanno fatto con modelli a “lucratività variabile”, muovendosi da modelli — come i vari modelli e qualifiche d'impresa sociale — a bassa lucratività soggettiva, a modelli, come le società benefit, a lucratività piena, ma parzialmente attenuata dall'affiancamento alla tradizionale finalità lucrativa di una o più finalità d'interesse generale. Il Grafico 1 riporta, senza pretesa di esaustività, una rappresentazione dei principali modelli imprenditoriali oggi disponibili, ordinati da sinistra verso destra secondo un criterio di lucratività crescente.

---

<sup>220</sup> Art. 1, comma 382 l. 208 cit. e DEL. CODE tit. 8, § 366 (b).



a. Le limitazioni delle soluzioni ibride.

Gli ibridi hanno il pregio di fornire una risposta alle limitazioni dei due modelli tradizionali, no-profit e puramente for-profit. I modelli no-profit presentano una limitazione fondamentale: una tendenziale mancanza di risorse. Michael Porter, professore alla Harvard Business School, ha evidenziato come negli ultimi decenni si siano cercate risposte ai problemi sociali e ambientali su larga scala facendo ricorso prevalentemente ad organizzazioni non governative e a forme organizzative no-profit, e ha sottolineato al contempo l'incapacità di tali modelli di *creare* risorse.

“How have we tended to see the solutions to these social problems, these many issues that we face in

society? Well, we've tended to see the solutions in terms of NGOs, in terms of government, in terms of philanthropy. [ . . . ]

But [ . . . ] [t]he awkward reality is we're not making fast enough progress. [ . . . ] We're making incremental progress.

[ . . . ] we have the problem of scale. [ . . . ] We can't make a large-scale impact on these problems. Why is that? *Because we don't have the resources (emphasis added).* [ . . . ] There's simply not enough money to deal with any of these problems at scale using the current model.

So if it's fundamentally a resource problem, where are the resources in society? How are those resources really created, the resources we're going to need to deal with all these societal challenges? Well there, I think the answer is very clear: They're in business. Other institutions can utilize them to do important work, but only business can create them.”<sup>221</sup>

Il problema delle no-profit è puramente e semplicemente di risorse. L'impossibilità di remunerare apporti a titoli di capitale — dovuta appunto alla natura non lucrativa dei modelli — comporta che questi modelli siano largamente dipendenti dagli apporti forniti a titolo di debito e, in maniera più rilevante, dalle donazioni.<sup>222</sup>

---

<sup>221</sup> Michael E. Porter, *Why Business Can Be Good at Solving Social Problems*, TEDGlobal, London, United Kingdom, 14 giugno 2013.

<sup>222</sup> Cfr. Lawrence J. Trautman & Janet Ford, *Nonprofit Governance: The Basics*, 52 AKRON L. REV. 971, 979 (2018) (“For-profit organizations exist to sell a product or service, and their revenue streams are often subject to a product life cycle. [ . . . ] [E]xcept for enterprises that are fully financially endowed, nonprofit organizations differ in that their revenue stream is dependent almost entirely upon donations.”). Cfr. anche Peter Frumkin & Mark T. Kim, *Strategic Positioning and*

Mediante l'introduzione di (seppur limitate) forme di remunerazione del capitale, i modelli *low-profit* mirano a un superamento di questa limitazione. Come visto, tali modelli sono spesso stati disegnati ammettendo la retribuzione in misure non trascurabili. Si pensi alla “nuova” impresa sociale italiana la cui disciplina, come visto,<sup>223</sup> a seguito della riforma del 2017 ha ammesso la retribuzione di capitale in misure che, secondo alcuni, consente “[ . . . ] rendite oggi pressoché introvabili sul mercato” e che, in ultima istanza, potrebbero “[ . . . ] non [ . . . ] assicur[are] il carattere “sociale” dell’impresa [ . . . ].”<sup>224</sup> Se dunque questi modelli possono talvolta consentire di ottenere delle rendite che, per un modello tendenzialmente non lucrativo (in senso soggettivo), possono apparire elevati, resta il fatto che si tratta evidentemente di remunerazioni relativamente basse se rapportate alle quelle dei modelli lucrativi classici. E ciò attenua, dunque, ma non elimina completamente il problema delle risorse tipico dei modelli no-profit. Sembra pertanto che, parimenti a quelli no-profit, anche i modelli low-profit non si prestino alla risoluzione di grandi problematiche su larga scala.

Intuitivamente, dunque, la soluzione andrebbe cercata nei modelli ibridi costruiti su modelli puramente lucrativi, come le società benefit. Questi modelli, infatti, sembrerebbero a prima vista

---

*the Financing of Nonprofit Organizations: Is Efficiency Rewarded in the Contributions Marketplace?*, Hauser Center for Nonprofit Org. (Working Paper No. 2, 2000), (“The second way nonprofits support their operation is through donations and grants. By emphasizing the public-serving nature of their work, many “donative” nonprofit service providers are able to elicit a stream of contributions that provides critical working capital for their operations.”). In Italia, sul punto cfr. A. Zoppini, *Una proposta introduttiva per la disciplina dell’impresa sociale*, Riv. Crit. Dir. Priv. 2000, p. 335 (secondo cui lo squilibrio tra capitale di debito e di rischio “[ . . . ] costituisce uno dei connotati problematici dell’ente non profit, che è fisiologicamente sottocapitalizzato, in quanto i mezzi propri sono tendenzialmente insufficienti fare fronte all’attività di lungo periodo.”).

<sup>223</sup> *Supra* par. 4.

<sup>224</sup> Mosco, *supra* nota 199, pp. 227-28.

risolvere tutte le criticità sia dei modelli no-profit, sia di quelli lucrativi. Con riferimento alle criticità dei primi, infatti, le società benefit non presentano limitazioni alla distribuzione di dividendi e, pertanto, non sono caratterizzate da quella scarsa capacità di attrarre capitale di rischio che invece, come appena visto, è elemento segnante i modelli no-profit. Con riferimento invece alle limitazioni dei modelli puramente lucrativi, come si è avuto già modo di vedere<sup>225</sup> le società benefit determinano un superamento del principio di primazia degli azionisti, che secondo alcuni impedirebbe alle puramente lucrative il perseguimento di obiettivi ulteriori rispetto alla creazione di valore per gli azionisti.

Non si può però ignorare che, pur avendo riscosso un discreto successo, le società benefit ad oggi sono poche, specie se rapportate al numero totale d'impresе. In Italia, ad esempio, si contano 249 società benefit<sup>226</sup> su un totale di 2.988.638 impresе attive,<sup>227</sup> incluse le 249 benefit, e cioè circa lo 0.008% delle impresе operanti sul territorio in Italia. Gli Stati Uniti non sembrano fare eccezione. Pur in assenza di cifre ufficiali, nel 2018 si stimavano circa 5.000 *benefit corporations* esistenti.<sup>228</sup> Questi dati forniscono un'indicazione chiara: nonostante l'introduzione di una possibilità d'ibridazione del modello lucrativo classico i capitali continuano a essere investiti in società lucrative tradizionali. Perché?

---

<sup>225</sup> *Supra* par. 4.

<sup>226</sup> I dati sono reperibili nell'Elenco Società Benefit, accessibile su: <http://www.societabenefit.net/elenco-delle-societa-benefit/> (ultimo accesso: luglio 2020).

<sup>227</sup> I dati sono stati raccolti utilizzando il database Movimpresе di InfoCamere <https://www.infocamere.it/movimpresе?pGeoTk=IT&pTipTk=I&pPerTk=12020> e sono aggiornati al primo trimestre del 2020 (ultimo accesso: luglio 2020). Il totale originario è 2.994.708, da cui però ho eliminato, in quanto non puramente lucrative (in senso classico)—e *ad abundantiam*—le associazioni (per un totale di 2.845) e l'amministrazione pubblica e difesa (91). Ho anche eliminato le impresе attive non classificate (3.134).

<sup>228</sup> *Benefit Corporations Are Ready for 2018*, 9 gennaio 2018 (<https://frederickalexander.net/2018/01/09/benefit-corporations-are-ready-for-2018/>).

Un primo — e più intuitivo — motivo potrebbe essere lo scarso interesse degli investitori per gli investimenti sostenibili. Si potrebbe cioè sostenere che il motivo per cui le società benefit non hanno avuto grande diffusione è dovuto proprio all'elemento caratterizzante del modello: la combinazione di lucro con finalità d'interesse sociale. Gli azionisti, cioè, non avrebbero alcun interesse a investire in un modello simile perché non hanno quella sensibilità ambientale e sociale cui il modello dovrebbe in teoria prestarsi. L'obiezione non sembra tuttavia fondata. Come si vedrà oltre,<sup>229</sup> infatti, la dimensione sociale e sostenibile degli investimenti sono oggi diventate centrali per gran parte degli investitori, tanto che la finanza sostenibile — come si vedrà meglio nel Capitolo 2, da intendersi quale ricerca simultanea di lucro e impatto ambientale/sociale — è ormai un movimento in costante crescita. In particolare, i c.d. Millennials — che secondo le stime dovrebbero ricevere dalle precedenti generazioni ricchezze, molte delle quali da destinare a investimenti, per un valore tra i 12 e 30 trilioni di dollari<sup>230</sup> — danno un peso particolarmente rilevante all'impatto ambientale e sociale dei propri investimenti.<sup>231</sup> Parimenti, i fondi

---

<sup>229</sup> V. Capitolo 2, par. 1.

<sup>230</sup> Gillian Tett, *Millennial Heirs to Change Investment Landscape*, FIN. TIMES, Sep. 20, 2018, <https://www.ft.com/content/59f6562a-786d-11e8-af48-190d103e32a4> [<https://perma.cc/F2R6-U5C7>] (l'autore cita le stime del US Trust—che valutano in circa 12 trilioni di dollari il valore della ricchezza che riceveranno i Millennials—e di Deloitte, che a sua volta le stima in \$24 trilioni di dollari); Larry Fink, 2019 *Letter to CEOs*, BLACKROCK (2019) <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter> (“In the years to come, the sentiments of these generations will drive not only their decisions as employees but also as investors, with the world undergoing the largest transfer of wealth in history: \$24 trillion from baby boomers to Millennials.”).

<sup>231</sup> V., ad esempio, Ernst & Young, *Sustainable investing: the millennial investor* (June 19, 2018), [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-sustainable-investing-the-millennial-investor-gl/\\$FILE/ey-sustainable-investing-the-millennial-investor.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-sustainable-investing-the-millennial-investor-gl/$FILE/ey-sustainable-investing-the-millennial-investor.pdf) (“Demand for sustainable investments is being driven, in part, by millennials who prefer to invest in alignment with personal values. Since millennials are poised to receive more than \$30 trillion of inheritable wealth, sustainable investments will continue to grow in demand.”). Cfr. anche

pensione, così come altri portafogli d'investimento, investono percentuali significative degli *assets* in gestione in investimenti che hanno i caratteri della sostenibilità e responsabilità.<sup>232</sup> Dunque, il problema non è certamente lo scarso interesse degli investitori verso le tematiche sociali e di sostenibilità.

Vi è invece un altro motivo che potrebbe spiegare lo scarso successo del modello. Assumendo per il momento che investitori e azionisti siano prosociali, sembra che una delle criticità principali del modello — che è allo stesso tempo elemento fondante — sia, dalla prospettiva dell'azionista, l'enorme discrezionalità riconosciuta ai boards. I boards delle società benefit godono infatti di una discrezionalità molto maggiore rispetto a quella — già ampia — riconosciuta agli amministratori di società lucrative classiche e questo può destare preoccupazioni per gli azionisti.

In realtà, non è mancato chi, muovendo dalla concezione che le società benefit eliminino soltanto il principio di massimizzazione di valore per gli azionisti, e non quello della loro primazia, ha sostenuto che in realtà le società benefit restino un modello “*shareholder-friendly*” o, addirittura, “*shareholder-centric*”.<sup>233</sup> La teoria, in altre

---

un recente sondaggio condotto da Morgan Stanley, in cui si evidenzia che “95% of millennials now express interest in sustainable investing.” Press Release, Morgan Stanley, Morgan Stanley Survey Finds Investor Enthusiasm for Sustainable Investing at an All-Time High (Sept. 12, 2019), <https://www.morganstanley.com/press-releases/morgan-stanley-survey-finds-investor-enthusiasm-for-sustainable->

<sup>232</sup> Le stime parlano di oltre 3 trilioni di dollari investiti in prodotti con tali caratteristiche. The Forum for Sustainable and Responsible Investment, *2018 Report on US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends 4*, <https://www.ussif.org/files/Trends/Trends%202018%20executive%20summary%20FINAL.pdf>

<sup>233</sup> Velasco *supra* nota 210, pp. 8-10 (“While BCL intentionally rejects the shareholder wealth maximization norm, it is not opposed to shareholder primacy. BCL generally does not take the form of mandatory law that makes demands of or puts limits on shareholders. Rather, it is essentially an enabling law that allows shareholders who are so inclined to pursue a new goal — i.e., social enterprise. Such legislation is, in fact, shareholder friendly — even shareholder-centric. Far

parole, è che le società benefit si limitino semplicemente ad ampliare il ventaglio di possibilità per gli azionisti che lo desiderino, riconoscendogli la possibilità di perseguire interessi anche ulteriori rispetto al lucro. L'ampliamento di possibilità sarebbe, appunto, un vantaggio per tali azionisti. Ciò, però, non spiega la scarsa diffusione del modello. Anzi, stando a questa teoria, gli azionisti prosociali dovrebbero preferire il modello benefit a quello lucrativo. Tuttavia, i dati, come visto, suggeriscono diversamente. E se si considera che, come visto poc'anzi, molti investitori manifestano intenzioni prosociali, la ragione della scarsa diffusione delle benefit va cercata altrove.

Il nodo, in effetti, sembra essere — almeno dal punto di vista dell'azionista — quello della discrezionalità concessa ai boards delle società benefit, che si trovano in una posizione di ultra-protezione e le cui decisioni sono virtualmente inattaccabili — più di quanto già non lo siano nelle lucrative tradizionali — dagli azionisti.

Si prenda come esempio la *Business Judgment Rule*, largamente applicata dalle Corti del Delaware e che, come si è visto più diffusamente nel par. 4, protegge da interferenze giudiziarie le decisioni prese in buona fede da amministratori indipendenti e disinteressati.<sup>234</sup> Sembra evidente che, se in una società lucrativa tradizionale questa regola già riconosce ampi margini di discrezionalità ai *boards*, in una società benefit l'allargamento degli obiettivi sociali anche alla dimensione più sociale e/o ambientale comporterà di riflesso un allargamento delle maglie della *business judgment rule* e, in ultima istanza, della discrezionalità dei boards.

---

from restraining shareholders, it empowers them to pursue their interests beyond the narrow confines of wealth maximization.”).

<sup>234</sup> Sulla *business judgment rule* cfr. anche la letteratura più tradizionale. E.g., S. Samuel Arsht, *The Business Judgment Rule Revisited*, 8 HOFSTRA L. REV. 93 (1979), e, per quella più recente, Bernard S. Sharfman, *The Importance of the Business Judgment Rule*, 14 N.Y.U. J. L. & B. 27 (2017), D. Gordon Smith, *The Modern Business Judgement Rule*, RESEARCH HANDBOOK ON MERGERS AND ACQUISITIONS (Claire A. Hill & Steven Davidoff Solomon, edited by) (2016).

Ciò significa, in sostanza, che, in nome dell'interesse generale scelto dalla società, gli amministratori di società benefit possono adottare decisioni non necessariamente produttive di valore per gli azionisti; e ciò senza il timore d'incorrere in responsabilità.<sup>235</sup>

Si potrebbe sostenere che l'aumentata discrezionalità non sia in realtà un vero problema, in quanto la combinazione di creazione di valore per gli azionisti e protezione dell'interesse generale scelto sono i tratti caratterizzanti il modello e sono gli azionisti stessi che hanno scelto d'investire — oppure restare, in caso di trasformazione di una lucrativa pura in una benefit — nella società proprio alla luce della loro predisposizione prosociale. Non dovrebbero pertanto temere l'aumentata discrezionalità dei *board*.

Se ciò è vero, sembra altrettanto vero che gli azionisti di benefit cercano pur sempre un lucro, altrimenti investirebbero in altri modelli, come quelli a bassa lucratività o, addirittura, puramente non lucrativi. In questo contesto, l'aumentata discrezionalità dei *boards*, unita all'assenza di prassi giurisprudenziali consolidate in materia di società benefit<sup>236</sup> e alla conseguente incertezza giuridica che sembra circondare il modello, almeno negli Stati Uniti, può essere un motivo che pone un freno al successo delle benefit. E preoccupazioni di questo genere sono state espresse a più riprese anche dalla dottrina statunitense.<sup>237</sup>

---

<sup>235</sup> Alexander *supra* nota 210, p. 111.

<sup>236</sup> Ciò vale tanto per gli Stati Uniti, quanto (e soprattutto) per l'Italia.

<sup>237</sup> Galle, ad esempio, ha evidenziato come la criticità del modello benefit sia proprio il rischio di “degenerazioni” dei board, che potrebbero finire a occuparsi degli interessi degli stakeholders in misura ben superiore a quella che sarebbe accettabile per gli azionisti—che, è bene ricordarlo, anche nelle benefit sono pur sempre in cerca di un lucro.

“Consider next the costs of contracting. There is nothing about running a for-profit business that makes the difficulty of contracting for the production of charitable goods easier, and indeed the opposite is very likely true. Suppose the entrepreneur and her investors jointly agree that they want to

In altre parole, il rischio concreto è che le società benefit aumentino in maniera significativa i costi di *agency* delle lucrative. D'altronde, alla luce della diffusione dei criteri ESG e del concetto di *Corporate Social Responsibility*<sup>238</sup> come fattori orientati l'attività delle imprese lucrative "pure", gli azionisti che siano prosociali possono probabilmente ottenere risultati simili, in termini di tutela d'interessi sociali e/o ambientali, a quelli che otterrebbero con una benefit — pur in assenza della tutela più energica, tipica delle benefit, riconosciuta agli *stakeholders* — ma con l'importante differenza, dal punto di vista dell'azionista (persino di quello prosociale) di mantenere un maggiore "controllo" sull'azione dei boards e, in ultima istanza, dei suoi interessi più puramente lucrativi.

Certo è che ove invece si riconoscesse che gli azionisti sono prosociali a tal punto da esser pronti a rinunciare a fette significative di potenziali guadagni in nome di interessi generali, allora il modello lucrativo classico non sarebbe probabilmente più idoneo — o, comunque, lo sarebbe meno di quello benefit. Ma, anche volendo ammettere che la pro-socialità della maggior parte degli azionisti si spinga a tal punto, resterebbe una domanda fondamentale: perché allora investire in una società benefit e non, ad esempio, in un

---

divert some of the firm's revenues to the charitable activity. But how much charity will the firm do, at what quality, and at what cost? *Now the investors have two worries: that the manager will do too little charity, and also that she will do too much.*" (enfasi aggiunta)

Cfr. Brian Galle, *Social Enterprise: Who Needs It?*, 54 BOSTON COLLEGE L. REV. 2025, 2031 (2013). Simili preoccupazioni sono espresse da David Groshoff, Groshoff, *Contrepreneurship? Examining Social Enterprise Legislation's Feel-Good Governance Giveaways*, 16 U. PENN. J. BUS. LAW 233, 277 (2013) ("Despite the ostensible social good inherent in the names ascribed to SEL-related enterprises, these organizations structurally exacerbate equity investors' ability to control corporate agents effectively, thereby leading to less disclosure of agent activity and reduced ownership control capabilities.").

<sup>238</sup> Su cui v. *infra* par. 5.

modello *low-profit*, dove anzi questa pro-socialità accentuata trova tutela ancora più energica?

Al di là dei possibili motivi che hanno frenato la diffusione del modello benefit, l'analisi sui modelli ibridi sinora condotta sembra mostrare un dato chiaro: se tali modelli sono certamente utili a superare le limitazioni classiche di quelli puramente no-profit e lucrativi, né gli ibridi *low-profit*, né le benefit sembrano offrire una soluzione “su scala” alla questione del rapporto tra grandi problematiche sociali e ambientali e business. Il cui equilibrio, riprendendo Porter — e senza negare il ruolo pur importate delle no-profits — va appunto cercato all'interno del mondo lucrativo, non al di fuori. Su questa idea si focalizzerà il resto dell'elaborato.

#### 5. La *Corporate Social Responsibility* come forma di auto-regolazione dell'impresa a scopo lucrativo

Le evidenze sulle correlazioni positive tra performance economiche e tutela degli *stakeholders*,<sup>239</sup> gli incentivi — reputazionali anzitutto<sup>240</sup> — che derivano da un impegno anche ambientale e sociale, nonché l'emergere di scandali dovuti a strategie d'impresa non sempre rispettose dei profili ambientali e sociali,<sup>241</sup> hanno da tempo favorito la diffusione dell'idea di una Responsabilità Sociale d'Impresa (o *Corporate Social Responsibility* – CSR). Nonostante si tratti di un concetto a tratti “sfuggente”,<sup>242</sup> e seppur si registrano differenti declinazioni nei vari mercati,<sup>243</sup> la CSR è definita generalmente come la considerazione, da parte delle imprese, di questioni ulteriori rispetto a quelle

---

<sup>239</sup> Su cui cfr. *supra* par. 2. c.

<sup>240</sup> Su cui cfr. ancora *supra* par. 2. c.

<sup>241</sup> *Supra* par. 1.

<sup>242</sup> Tra tutti, cfr. Alexander Dahlsrud, *How corporate social responsibility is defined: An analysis of 37 definitions*, 15 CORP. SOC. RESP. & ENVTL. MGMT. 1 (2006).

<sup>243</sup> Ad esempio, sulle differenze tra CSR negli Stati Uniti e CSR in Europa cfr. Dirk Matten e Jeremy Moon, “Implicit” and “explicit” CSR: A conceptual framework for a comparative understanding of corporate social responsibility, 33 ACAD. MGMT. REV. (2008).

meramente economiche al fine di produrre benefici sociali in contemporanea alla produzione di profitto<sup>244</sup> o, più semplicemente, come la “responsabilità delle imprese per il loro impatto sulla società”.<sup>245</sup>

Occorre sin da subito evidenziare due caratteristiche della CSR. Anzitutto, la CSR generalmente non rinnega che la produzione di profitto sia l'obiettivo principale dell'impresa; richiede, però, una piena integrazione delle questioni sociali, ambientali ed etiche nelle operazioni al fine di raggiungere la produzione di valore condiviso.<sup>246</sup> Secondo i sostenitori della teoria, l'integrazione dovrebbe passare per un impegno in queste materie che vada oltre il mero rispetto delle normative e dei relativi standard minimi.

In secondo luogo, questa integrazione è e resta puramente volontaria: si tratta, dunque, di una forma di auto-regolazione dell'impresa.<sup>247</sup> La CSR è quindi complementare alla legislazione e le imprese possono decidere di assumere questa tipologia d'impegno per varie ragioni, come, ad esempio, pressioni provenienti dall'interno (e.g., attivismo degli azionisti, su cui cfr. oltre, Cap. II), o anche dall'esterno (e.g., pressioni da parte della società civile).<sup>248</sup> Nonostante la natura volontaria, l'essenza della Responsabilità

---

<sup>244</sup> Cfr., ad esempio, Keith Davis, *The Case For and Against Business Assumption of Social Responsibilities*, 16 AM. MNGMT. J. 312, 312 (1973).

<sup>245</sup> Commissione europea, *Strategia rinnovata dell'UE per il periodo 2011-14 in materia di responsabilità sociale delle imprese*, COM (2011) 681, p. 7. Sulla nozione di CSR cfr. anche Archie V. Carroll, *Corporate Social Responsibility: Evolution of a Definitional Construct*, 38 BUS. & SOC'Y 268 (1999).

<sup>246</sup> *Ibidem*.

<sup>247</sup> Elizabeth Pollman, *Corporate Social Responsibility, ESG, and Compliance*, 11 in CAMBRIDGE HANDBOOK OF COMPLIANCE (D. Daniel Sokol & Benjamin van Rooij eds., forthcoming) available at [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3479723](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3479723).

<sup>248</sup> Herman Aguinis e Ante Glavas, *What We Know and Don't Know About Corporate Social Responsibility: A Review and Research Agenda*, 38 J. MGMT. 932 (2012); Robert A. Kagan et al., *Explaining Corporate Environmental Performance: How Does Regulation Matter?*, 37 L. & SOC'Y REV. 51 (2003).

Sociale d'Impresa può essere ricavata da una serie di documenti elaborati a livello internazionale, come i Principi direttivi dell'OCSE per le imprese multinazionali, i dieci principi del Global Compact delle Nazioni Unite, la norma di orientamento sulla responsabilità sociale ISO 260000, la Dichiarazione tripartita dell'OIL sulle imprese multinazionali e la politica sociale e i Principi guida su imprese e diritti umani delle Nazioni Unite.<sup>249</sup>

Il carattere volontario della CSR comporta che l'effettiva latitudine dell'impegno sia in ultima istanza lasciata alla discrezionalità delle imprese stesse<sup>250</sup> e, sinora, il c.d. *E&S reporting* — la disseminazione e immissione nel mercato d'informazioni su questioni ambientali e sociali — sembra aver rappresentato la forma principale di manifestazione della CSR.<sup>251</sup> In nome della Responsabilità Sociale d'Impresa, il *reporting* ambientale e sociale sembra essere aumentato, seppur con differenze tra le varie aree geografiche, tanto dal punto di vista quantitativo, tanto da quello qualitativo.<sup>252</sup>

Il carattere della volontarietà presenta però un inconveniente: proprio a causa dell'assenza di indicazioni chiare su cosa costituisca CSR, non è infatti raro che, spesso, le iniziative assunte in nome di una Responsabilità Sociale d'Impresa si traducano in semplici operazioni d'immagine,<sup>253</sup> che, nel campo ambientale, vengono definite di *greenwashing*.<sup>254</sup> Un'impresa, ad esempio, potrebbe utilizzare iniziative di CSR soltanto apparenti — come, per esempio, un'attività di *reporting* d'informazioni ambientali non materiali —

---

<sup>249</sup> Cfr. Commissione europea, *supra* nota 245, p. 8.

<sup>250</sup> Matten e Moon, *supra* nota 243, p. 3.

<sup>251</sup> Cynthia A. Williams, *Corporate Social Responsibility and Corporate Governance*, 5 in THE OXFORD HANDBOOK OF CORPORATE LAW AND GOVERNANCE (Jeffrey N. Gordon & Wolf-Georg Ringe eds., 2018).

<sup>252</sup> *Ibidem*, pp. 5-6.

<sup>253</sup> Mosco, *op cit.* *supra* nota 199, p. 230.

<sup>254</sup> In materia cfr. Rémi Bazillier, Julien Vauday, *The Greenwashing Machine: is CSR more than Communication*, LEO Working Paper (2009).

come “copertura” per celare un completo disinteresse rispetto alle dimensioni ambientali e sociali.<sup>255</sup>

Alla CSR, insomma, va certamente riconosciuto il merito di spingere le imprese lucrative, specie di grandi dimensioni, verso un impegno anche sociale ed ambientale. Nondimeno, i limiti cui si è accennato sopra probabilmente non consentono un'apprezzabilità oggettiva delle varie iniziative di CSR. Non solo. Ma la CSR non sembra accontentare nessuno. Non pare infatti accontentare chi sostiene che l'impresa debba essere orientata alla sola produzione di profitto, in quanto richiederebbe un impegno ambientale e sociale che, seppur volontario, sarebbe troppo forte. Non accontenta, però, neanche i fautori dello *stakeholderism* più radicale, in quanto da essi ritenuta — proprio a causa del suo carattere volontario — troppo “debole”.<sup>256</sup> Anche da qui, dunque, l'idea che la CSR non basti e che, invece, la protezione degli *stakeholders* debba passare da veri e propri interventi legislativi.<sup>257</sup>

---

<sup>255</sup> Sulla costruzione di una reputazione come mezzo per celare future comunicazioni d'informazioni cfr. Michael D. Grubb, *Developing a reputation for reticence*, 20 J. ECON. & MGMT. STRATEGY 225 (2011).

<sup>256</sup> Williams *supra* nota 251, p. 4.

<sup>257</sup> Ad alcune di queste iniziative — molte, a dire il vero, in forma più di linee guida, che di *hard law* — si è già fatto riferimento *supra* nel paragrafo. Ad altre, invece, cogenti (come ad esempio al c.d. *Accountable Capitalism Act* e alla rendicontazione non finanziaria introdotta in Ue) si farà riferimento nel corso dell'elaborato.

## **II. AZIONARIATO ESG: LE NUOVE POLITICHE D'INVESTIMENTO E DI STEWARDSHIP DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI**

### PARTE A – TEORIA

#### 1. Investimenti e sostenibilità: la finanza sostenibile

Da ormai diverso tempo si assiste a una dissociazione tra il concetto di finanza e quello di attività puramente speculative. Anche alla luce degli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile fissati dall'ONU,<sup>258</sup> tra cui spicca quello di promuovere una crescita economica duratura, inclusiva e sostenibile,<sup>259</sup> e della firma dell'Accordo di Parigi sul Clima nel 2015,<sup>260</sup> con cui gli Stati firmatari si sono impegnati a contenere l'incremento delle temperature globali ben al di sotto dei 2 gradi Celsius rispetto ai livelli pre-industriali, si sta infatti progressivamente diffondendo il concetto di “finanza sostenibile” (o *Sustainable Finance*, “SF”), nota anche come *Responsible Investing*, *ESG Investing* o *Socially Responsible Investing* (SRI). La SF si occupa delle interazioni tra la finanza (tanto dalla prospettiva degli investimenti, quanto da quella del credito) e le questioni sociali e ambientali e l'espressione designa quegli investimenti che creano valore economico, sociale ed ambientale sostenibile e a lungo termine e che, più in generale, perseguono simultaneamente la produzione di valore economico e non economico.<sup>261</sup>

---

<sup>258</sup> Cfr. par. 54 della Risoluzione dell'Assemblea generale delle Nazioni Unite A/RES/70/1 del 25 settembre 2015.

<sup>259</sup> *Ibidem*, Obiettivo n. 8.

<sup>260</sup> Cfr. Accordo di Parigi, pubblicato in Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea L. 282/4.

<sup>261</sup> Investment Leaders Group (ILG), *The value of responsible investment: the moral, financial and economic case for action 7* Institute for Sustainability Leadership, University of Cambridge, Cambridge (2014) (“In shorthand [responsible investment] can be interpreted as investment that creates long-term social, environmental and economic (sustainable) value; investment that combines financial and non-financial value creation, or investment that correctly prices social, environmental and economic risk.”).

Il mutamento di approccio è avvenuto soprattutto in considerazione del fatto che il modello tradizionale di finanza (i.e., quella esclusivamente lucrativa) ha spesso favorito l'esternalizzazione dei costi di investimenti e progetti e ciò è parso sempre più inaccettabile da una duplice prospettiva: inter-temporale (nel senso che questa esternalizzazione si ripercuote su diversi settori della società) e inter-generazionale (nel senso che contribuisce all'aggravamento di problematiche, come il cambiamento climatico, che si ripercuotono sulle generazioni future).<sup>262</sup>

Il movimento sembra riscuotere successo: quantità significative di capitale vengono infatti investite in strumenti rientranti nel paradigma della finanza sostenibile (su tali strumenti, cfr. *infra* nel testo). Si stima, ad esempio, che già nel 2012 il mercato americano della finanza sostenibile valesse quasi quattro trilioni di dollari, di cui più della metà investiti tramite investitori istituzionali.<sup>263</sup>

L'idea di una finanza che si ponga anche obiettivi di sostenibilità è divenuta prioritaria in Unione europea in particolare dal dicembre 2019, con la presentazione del *European Green Deal*, con cui la Commissione ha evidenziato l'intenzione dell'Unione europea di

---

<sup>262</sup> Cfr. Magdalena Ziolo *et al.*, *Sustainable finance role in creating conditions for sustainable economic growth and development* 190 in *SUSTAINABLE ECONOMIC DEVELOPMENT* (Springer, 2017) (“The basic economic model of private-profit maximisation may be too narrow to incorporate the analysis of maximisation of social returns, or of social value-added in activities with strong externalities or spillovers affecting many sections of the society (intra-temporal perspective) as well as many generations (inter-temporal perspective).”). Cfr anche Ali M. Fatemi e Iraj J. Fooladi, *Sustainable finance: A new paradigm*, 24 *GLOBAL FIN. J.* 101 (2013) (“Our current model of shareholder wealth maximization has given rise to practices that either explicitly or implicitly favor the externalization of many costs of a project, thus creating unacceptable outcomes. To return to a sustainable path, the current model needs to be discarded in favor of one that appropriately accounts for the social and environmental costs of a project.”)

<sup>263</sup> Meg Vorhees, *Responsible Investment in the United States*, p. 61 in *THE ROUTLEDGE HANDBOOK OF RESPONSIBLE INVESTMENT* (Routledge, 2016).

raggiungere la neutralità climatica entro il 2050.<sup>264</sup> Tra i vari strumenti per raggiungere questo macro-obiettivo la Commissione identifica la produzione di energia pulita, una drastica riduzione dei livelli d'inquinamento e investimenti per la costruzione di un'economia circolare. In questo contesto, il ruolo del sistema finanziario è considerato imprescindibile per finanziare la c.d. transizione verde e quindi "indirizzare i flussi finanziari e di capitale verso gli investimenti verdi ed evitare gli attivi non recuperabili."<sup>265</sup> Si stima che per il raggiungimento degli obiettivi climatici dell'Unione europea entro il 2030 siano necessari livelli d'investimento pari a 180 miliardi di euro all'anno:<sup>266</sup> non a caso, dunque, la finanza sostenibile viene identificata come lo strumento principale, insieme ad adeguate iniziative di politica monetaria, per canalizzare gli investimenti privati nella transizione verso un'economia che sia climaticamente neutra ed efficiente dal punto di vista delle risorse utilizzate.<sup>267</sup> Si stima che la finanza sostenibile sia la strategia d'investimento che registra i maggiori tassi di crescita

---

<sup>264</sup> Cfr. Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni. Il Green Deal europeo, COM (2019) 640. Cfr. anche Un pianeta pulito per tutti - Visione strategica europea a lungo termine per un'economia prospera, moderna, competitiva e climaticamente neutra, COM (2018) 773.

<sup>265</sup> Comunicazione della Commissione, *supra* nota 264, p. 19.

<sup>266</sup> La stima è basata su proiezioni della Commissione europea per il periodo 2021-2030 basate su modelli PRIMES. Cfr. Commission Staff Working Document, *Impact Assessment of the Proposal of the Energy Efficiency Directive* (2016), <http://eur-lex.europa.eu/legalcontent/EN/TXT/?qid=1483696687107&uri=CELEX:52016SC0405>.

<sup>267</sup> Così la Commissione europea, *Overview of Sustainable finance*, [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/what-sustainable-finance\\_en#:~:text=Sustainable%20finance%20at%20EU%20level,a%20complement%20to%20public%20money](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/what-sustainable-finance_en#:~:text=Sustainable%20finance%20at%20EU%20level,a%20complement%20to%20public%20money). ("Sustainable finance at EU level aims at supporting the delivery on the objectives of the European Green Deal by channelling private investment into the transition to a climate-neutral, climate-resilient, resource-efficient and just economy, as a complement to public money.").

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

in Europa, con picchi che, ad esempio, nel 2016 hanno toccato il +385% rispetto agli anni precedenti<sup>268</sup> e livelli d'investimento pari a circa 108 miliardi di euro.<sup>269</sup>

Si registra, insomma, da parte di investitori e regolatori un forte interesse verso la finanza sostenibile. Le strategie d'investimento hanno determinato l'emersione di strumenti spesso innovativi, la cui emissione è generalmente legata alla realizzazione di progetti che abbiano un impatto positivo sull'ambiente, come nel caso delle cc.dd. obbligazioni verdi (o *green bonds*), dei finanziamenti verdi, degli *ESG-linked loans*. La tabella sotto fornisce una panoramica dei principali strumenti della finanza sostenibile.

---

<sup>268</sup> European SRI Study (2016), p. 38.

<sup>269</sup> I dati sono aggiornati al 2018. Cfr. European SRI Study (2018), p. 17.

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

*Tabella 1. I principali strumenti della finanza sostenibile.*

<b>Strumento</b>	<b>Anno di prima applicazione</b>	<b>Impatto sostenibile ottenuto tramite</b>	<b>Utilizzo dei ricavi per</b>	<b>Linee Guida di riferimento</b>
<b>Green Bond</b>	2007	Utilizzo dei ricavi	Obiettivi “verdi”	Green Bond Principles (GBP)
<b>Sustainability Bond</b>	2014	Utilizzo dei ricavi	Obiettivi “verdi” e sociali	Sustainability Bond Guidelines (SBG)
<b>Social Bond</b>	2015	Utilizzo dei ricavi	Obiettivi sociali	Social Bond Principles (SBP)
<b>Green Loan</b>	2016	Utilizzo dei ricavi	Obiettivi “verdi”	Green Loan Principles (GLP)
<b>Sustainability-Linked Loan</b>	2017	Performance del potenziale debitore su metriche di sostenibilità	Scopi sociali generali	Sustainability Linked Loan Principles (SLLP)

Fonte: *Green Belt and Road Initiative Center*

Se questi sono certamente alcuni degli strumenti più importanti, specie alla luce degli spesso elevati tassi di crescita e del valore totale delle relative emissioni,<sup>270</sup> non può ignorarsi come lo spiccato interesse degli investitori verso criteri anche sociali e di sostenibilità tenda a riflettersi sulle scelte d’investimento in azioni e, in ultima istanza dunque, sulla scelta delle società in cui investire. Su questo profilo — e, in particolare, dell’investimento mediante investitori istituzionali — si concentrerà il resto del capitolo.

<sup>270</sup> Ad esempio, si stima che nel 2018 l’emissione di *green bonds* abbia raggiunto in totale un valore di oltre 160 miliardi di dollari. Cfr. Climate Bonds Initiative, *Green Bond Market Summary* (2019), p. 2.

## 2. La “catena di trasmissione” della sostenibilità: dagli investimenti sostenibili all’azionariato ESG

Senza pretesa di esaustività, la catena d’investimento si struttura normalmente come segue: gli investitori individuali (e.g. cittadini lavoratori) investono i loro risparmi con i cc.dd. *asset owners* (e.g. fondi sovrani, società di assicurazione, fondi pensione, banche etc.) i quali, a loro volta, possono o gestirli direttamente, oppure affidarne la gestione (c.d. *outsourcing*) ai cc.dd. *asset managers*. Questi ultimi — o gli *asset owners*, in caso di gestione diretta — provvedono ad allocare tale ricchezza sul mercato con l’obiettivo di produrre un profitto per i clienti: il ventaglio di investimenti disponibili include ovviamente quello in società quotate.<sup>271</sup>

Se cambiano le strategie d’investimento può cambiare anche l’azionariato. In particolare, cioè, la propensione degli investitori a considerare anche le dimensioni sociali ed ambientali può avere un naturale riflesso sulle decisioni relative all’apporto di capitale di rischio. Con il concetto di finanza sostenibile cambiano, insomma, le strategie d’investimento che ora sembrano includere i fattori ESG in due modi. Con il c.d. *negative screening* — e cioè con l’esclusione dalle decisioni d’investimento di settori e società che non soddisfino determinati standard ESG — e con l’integrazione dei criteri di sostenibilità sociale e ambientale nell’analisi finanziaria<sup>272</sup> e nell’esercizio dei diritti di *voice*.<sup>273</sup> Il passo da finanza sostenibile ad azionariato sostenibile può, insomma, essere breve.

Come intuibile dalla sommaria ricostruzione sulla catena di investimento, gli investitori istituzionali e i gestori di attivi giocano un ruolo fondamentale nel sistema finanziario, specie in considerazione del fatto che gran parte degli investimenti passa da tali investitori. Nel solo mercato statunitense si stima che la

---

<sup>271</sup> Una panoramica sulla catena d’investimento può rinvenirsi in Alexander, *supra* nota 139, pp. 12 e ss.

<sup>272</sup> McKinsey & Company, *From ‘why’ to ‘why not’: Sustainable investing as the new normal*, 25 ottobre 2017.

<sup>273</sup> Su cui cfr. *infra* parr. 5 e ss.

percentuale di capitale sociale delle società americane posseduto da investitori istituzionali sia decuplicato tra il 1950 e il 2017 e che oggi ne detengono circa il 65%.<sup>274</sup> Non s'intende in questa sede analizzare le ragioni di tale tendenza,<sup>275</sup> né tantomeno indagarne vantaggi e svantaggi.<sup>276</sup> Guardare agli investitori istituzionali e ai gestori di attivi sembra però utile per cogliere le tendenze che sono in un certo senso indicative di *trends* più generali. Di questi profili ci si occuperà nei parr. 4 e ss. per capire se la “catena di trasmissione” della sostenibilità stia in effetti funzionando e, dunque, se la sostenibilità, da criterio per le scelte d'investimento

---

<sup>274</sup> Lucian Bebchuk & Scott Hirst, *The Specter of the Giant Three*, 99 B. U. L. REV. 721, 725-26 (2019). Similmente, un altro studio evidenzia come, già nel 2011, gli investitori istituzionali detenessero oltre il 70% delle azioni delle mille società americane più grandi. Ronald J. Gilson & Jeffrey N. Gordon, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and The Revaluation of Governance Rights*, 113 COLUM. L. REV. 863, 865 (2013).

<sup>275</sup> Nella letteratura americana le ragioni dei massicci investimenti presso investitori istituzionali si ritengono in genere dovute alla legislazione in materia pensionistica che, insieme agli incentivi fiscali riconosciuti a coloro che optano per questa forma d'investimento e alla circostanza che l'investimento presso investitori istituzionali spesso consente una diversificazione del capitale a basso costo, rende secondo alcuni i cittadini americani “capitalisti forzati”. Cfr. L. E. Strine Jr., *Fiduciary Blind Spot: The Failure of Institutional Investors to Prevent the Illegitimate Use of Working Americans' Savings for Corporate Political Spending*, U. PA. INST. L. & ECON., Research paper no. 19-03, 16 (2019), p. 16. Sulle ragioni della crescita degli investitori istituzionali cfr. anche Gilson e Gordon, *ibidem*, pp. 878-80.

<sup>276</sup> Sul punto si può fare riferimento alla vasta bibliografia in materia. Cfr., e.g., Gerald F. Davis, *A New Finance Capitalism? Mutual Funds and Ownership Re-Concentration in the United States*, 5 EUR. MGMT. REV. 11 (2008); Donald E. Farrar & Lance Girton, *Institutional Investors and Concentration of Financial Power: Berle and Means Revisited*, 36 J. FIN. 369 (1981); Lucian A. Bebchuk, Alma Cohen & Scott Hirst, *The Agency Problems of Institutional Investors*, 31 J. ECON. PERSP. 89 (2017); John C. Coates IV, *The Future of Corporate Governance Part I: The Problem of Twelve* (Harvard John M. Olin Ctr. for Law, Econ., & Bus., Discussion Paper No. 1001, 2019); Jan Fichtner, *The Rise of Institutional Investors*, in THE ROUTLEDGE INTERNATIONAL HANDBOOK OF FINANCIALIZATION 265 (Philip Mader *et al.* eds., 2020).

(finanza sostenibile) stia in effetti divenendo anche criterio per l'esercizio dei diritti sociali e di *voice* (azionariato sostenibile).

Prima di procedere, occorre però brevemente accennare al quadro normativo europeo in materia di diritti degli azionisti (*Shareholder Rights Directive II*) che, forse per prima, ha posto le tematiche sociali e di sostenibilità al centro dell'impegno degli azionisti nella *governance* delle società.

### 3. L'azionariato sostenibile nella *Shareholder Rights Directive II*

In Unione europea il quadro normativo in materia di diritti degli azionisti è fissato dalla direttiva (UE) 2017/828 (c.d. *Shareholder Rights Directive II*) che ha modificato la direttiva 2007/36/CE sull'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti e attuato in Italia con il d.lgs. 10 maggio 2019, n. 49. La direttiva muove dall'osservazione che “[u]n impegno efficace e sostenibile degli azionisti costituisce uno dei pilastri del modello di governo societario delle società quotate [ . . . ]”<sup>277</sup> ed evidenzia la centralità di tale impegno per il raggiungimento di risultati anche ambientali e sociali (“[i]l maggiore coinvolgimento degli azionisti nel governo societario delle società rappresenta una delle leve che possono contribuire a migliorare i risultati finanziari e non finanziari delle società anche per quanto riguarda i fattori ambientali, sociali e di governo, in particolare ai sensi dei principi di investimento responsabile sostenuti dalle Nazioni Unite”) e come un maggiore coinvolgimento dei vari *stakeholders* nella *governance* possa indurre le società quotate all'adozione di orizzonti temporali di lungo termine (“[ . . . ] il maggiore coinvolgimento di tutti i portatori di interesse, in particolare dei dipendenti, nel governo societario è un fattore importante per garantire che le società quotate adottino un approccio più a lungo termine, che deve essere incoraggiato e preso in considerazione.”)<sup>278</sup> La direttiva ha dunque il pregio di

---

<sup>277</sup> Considerando n. 14 alla direttiva.

<sup>278</sup> *Ibidem.*

focalizzare l'attenzione non tanto (o non solo) sui diritti degli azionisti, ma anche sulla loro responsabilità in quanto tali e sull'importanza di un loro impegno più attivo nella vita sociale.

La “nuova” direttiva, a dire il vero, fa trapelare una preoccupazione legislativa di fondo: il timore, cioè, che gli azionisti — e, in particolare, i fondi speculativi — determinino con le loro politiche, orientate solo alla produzione di profitto immediato, l'affermarsi di un approccio di breve termine che sarebbe ormai divenuto endemico nel mercato dei capitali europeo.<sup>279</sup> Da qui, quindi, l'esigenza, avvertita dai co-legislatori europei, anche sulla scia dell'esempio dello *UK stewardship code*,<sup>280</sup> di porre l'accento sulla necessità che gli azionisti adottino un orizzonte temporale di lungo termine e che prestino particolare attenzione alla dimensione non finanziaria (o ESG) dei loro investimenti.<sup>281</sup>

Questa idea di fondo è quindi riflessa, segnatamente, nella previsione<sup>282</sup> secondo cui gli investitori istituzionali e i gestori di attivi debbano sviluppare e comunicare al pubblico una politica di impegno (o, con dizione anglosassone, di *engagement*) che descriva le modalità con cui monitorano le società partecipate su questioni rilevanti, compresi in particolare la strategia, i risultati non finanziari nonché i rischi, la struttura del capitale, l'impatto sociale

---

<sup>279</sup> Sulla questione del c.d. *short-termism* e sul relativo dibattito cfr. Cap. III, par. 3.

<sup>280</sup> La nuova versione del codice richiede ai firmatari, tra l'altro, di specificare come abbiano integrato la dimensione ESG nella loro attività di *stewardship*. Financial Reporting Council, *The UK Stewardship Code 2020 Principle 7* (2020), <https://www.frc.org.uk/getattachment/5aae591d-d9d3-4cf4-814a-d14e156a1d87/Stewardship-Code-Dec-19-Final-Corrected.pdf>

<sup>281</sup> In tema cfr. Alessio Paccès, *Hedge Fund Activism and the Revision of the Shareholder Rights Directive*, European Corporate Governance Institute Working Paper n. 353/2017 (2017), p. 17.

<sup>282</sup> In questa sede ci si concentra esclusivamente sulle previsioni che sono direttamente rilevanti per la materia ESG tralasciando invece le altre (e.g., quelle su identificazione degli azionisti, trasmissione delle informazioni, agevolazione dell'esercizio dei diritti dell'azionista etc.) per cui si rinvia alla direttiva.

e ambientale e il governo societario.<sup>283</sup> Tale formulazione, frutto di un emendamento del Parlamento europeo alla proposta della Commissione e riproposta alla lettera in sede di trasposizione della direttiva in Italia,<sup>284</sup> determina un'importante conseguenza: la considerazione dei fattori ESG diviene, per imposizione legislativa, elemento strutturale delle politiche d'impegno degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi.<sup>285</sup>

Con previsione che, a dire il vero, sembra in parte ignorare l'altra modalità di impegno dell'attività di investitori istituzionali e gestori di attivi — e cioè l'*engagement*, su cui cfr. *infra* par. 4 — i co-legislatori pongono l'accento sull'attività di voto in assemblea, prevedendo che investitori istituzionali e gestori di attivi comunichino al pubblico annualmente le modalità di attuazione di tale politica di impegno, compresa dunque la dimensione non finanziaria, “includendo una descrizione generale del comportamento di voto, una spiegazione dei voti più significativi e del ricorso ai servizi dei consulenti in materia di voto.”<sup>286</sup>

La forte preferenza dei co-legislatori verso un azionariato sostenibile e di lungo termine emerge anche dalla preoccupazione che la dimensione non finanziaria dell'*engagement* non venga sacrificata in caso di *outsourcing*, che, come visto sopra, ricorre nell'ipotesi in cui gli investitori istituzionali investano per mezzo dei gestori attivi. In tali ipotesi, infatti, gli investitori istituzionali devono comunicare al pubblico una serie d'informazioni relative all'accordo di gestione con il gestore di attivi, incluse le modalità con cui l'accordo “incentiva il gestore di attivi a prendere decisioni di investimento basate sulle valutazioni relative ai risultati finanziari e non finanziari a lungo e medio termine delle società partecipate e

---

<sup>283</sup> Art. 3 *octies*, comma 1, lett. a) direttiva.

<sup>284</sup> Art. 3 d.lgs. 49/2019, che inserisce l'art. 123-quinquies nel TUF.

<sup>285</sup> Di simile avviso, Paces *supra* nota 281, p. 23.

<sup>286</sup> Art. 3 *octies*, comma 1, lett. b) direttiva. Si prevede comunque che dalla comunicazione possano essere esclusi i voti ritenuti non significativi alla luce dell'oggetto della votazione o delle dimensioni della partecipazione nella società.

a impegnarsi con tali società al fine di migliorarne i risultati a medio e lungo termine [ . . . ]”.<sup>287</sup>

Anche in materia di remunerazione, per la cui approvazione è richiesto il voto — vincolante, salvo che gli Stati membri prevedano che il valore della deliberazione sia soltanto consultiva<sup>288</sup> — da parte dell'assemblea, si richiede che la relativa politica indichi i criteri da utilizzare basati sui risultati finanziari e non finanziari, tenendo conto, se del caso, dei criteri relativi alla responsabilità sociale d'impresa.<sup>289</sup> Sebbene in materia di remunerazione degli amministratori, a differenza della disciplina sulle politiche d'impegno degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi — in cui, come visto, si *richiede*, e non solo consente, l'inclusione dei profili ambientali e sociali — il linguaggio sia soltanto permissivo (“tenendo conto, se del caso”), anche in questa delicata materia la direttiva ritaglia uno spazio per la dimensione della RSI, così invitando gli azionisti a valutare le politiche di remunerazione anche sulla base di elementi non finanziari (e, dunque, anche ambientali e sociali).

In definitiva, sembra evidente come i co-legislatori abbiano inteso effettuare una conversione degli azionisti che, da (presunti) indiziati dei delitti di “breve-termismo” e di scarsa sensibilità ambientale e sociale, vengono artificialmente — meglio, *ex lege* — trasformati in azionisti “sostenibili”.

Da un punto di vista di politica legislativa, si può certamente discutere sulla correttezza delle scelte effettuate dai co-legislatori e, ciò, per almeno due motivi. Prima di proporli, sembra tuttavia essenziale precisare un aspetto. La direttiva — come spesso

---

<sup>287</sup> Art. 3 *nonies*, comma 2, lett. b). Art. 3 d.lgs. 49/2019, che inserisce nell'art. 123-ter del TUF il comma 2, lett. b).

<sup>288</sup> Cfr., rispettivamente, art. 9 *bis*, commi 2 e 3 direttiva.

<sup>289</sup> Art. 9 *bis*, comma 6 direttiva.

accade<sup>290</sup> — sembra confondere i due diversi piani dell'orizzonte temporale (breve vs. lungo termine) e del rapporto tra interessi degli azionisti e degli *stakeholder* (i.e., la dimensione sociale e ambientale dell'azione imprenditoriale). Il primo aspetto — l'orizzonte temporale — si riferisce esclusivamente alla problematica del sacrificio di profitti a lungo termine a favore di quelli a breve termine e, soprattutto, delle oscillazioni del prezzo delle azioni. Il secondo, invece, si riferisce alla differente problematica del sacrificio del valore sociale nel lungo termine a favore dei profitti, spesso a breve termine. Si parla, a tal proposito, di *Corporate Social Short-Termism*, per differenziarlo dal primo aspetto, noto come *Corporate Short-Termism*.<sup>291</sup> Una società può avere un orizzonte temporale di lungo termine — e quindi perseguire politiche che, pur magari sacrificando il profitto immediato, renderanno maggiormente in futuro — e nondimeno essere al contempo focalizzata esclusivamente sui profitti per i propri azionisti e ignorare la produzione di valore sociale. Insomma, le problematiche del rapporto tra attività d'impresa da un lato e ambiente e

---

<sup>290</sup> Si pensi, ad esempio, allo *Uk Stewardship Code* (su cui cfr. *supra* nota 280) che nel Principio 1, tende ad associare la questione dell'orizzonte temporale con quella della creazione di benefici per gli *stakeholder* (“Signatories’ purpose, investment beliefs, strategy, and culture enable stewardship that creates longterm value for clients and beneficiaries leading to sustainable benefits for the economy, the environment and society.”). Cfr. anche Natalie Slawinski e Pratima Bansal, *Short on Time: Intertemporal Tensions in Business Sustainability*, 26 *ORG. SCI.* 531 (2015) (“[ . . . ] many companies have chosen to focus on immediate profits and to delay investments in GHG emissions reductions [ . . . ]”) e *THE INVESTMENT INTEGRATION PROJECT, SYSTEMS-LEVEL CONSIDERATIONS AND THE LONG-TERM INVESTOR* 3 (2017), disponibile all'indirizzo [http://tiiproject.com/wp-content/uploads/2017/03/Systems\\_Level\\_Considerations\\_Long\\_Term\\_Investor.pdf](http://tiiproject.com/wp-content/uploads/2017/03/Systems_Level_Considerations_Long_Term_Investor.pdf). V. Anche la versione 2020 del Codice di Corporate Governance italiano, che definisce il “successo sostenibile” come “[l]’obiettivo che guida l’azione dell’organo di amministrazione e che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri stakeholder rilevanti per la società.” (enfasi aggiunta).

<sup>291</sup> Così Mark J. Roe e Roy Shapira, *The Power of the Corporate Short-Termism Narrative* (in corso di pubblicazione, 2020).

*stakeholders* dall'altro non attengono all'orizzonte temporale, ma a un differente problema, oggetto di analisi nel Capitolo I, e cioè: per chi lavora l'impresa?<sup>292</sup>

Chiarito che i due piani vanno tenuti distinti — e sul punto si tornerà nel par. 3 del Capitolo III — preme evidenziare come, per rendere gli azionisti “sostenibili”, non fosse dunque necessario intervenire anche sull'orizzonte temporale. Non solo, quindi, questa scelta non era necessaria, ma, a dire il vero, come anticipato, sembra vi siano anche buoni motivi per dubitare della sua bontà. Anzitutto perché non sembra chiaro che vi sia un problema di orizzonte temporale eccessivamente a breve termine. Negli Stati Uniti si discute della questione da tempo<sup>293</sup> e, a fronte anche di una fetta consistente dei media e della politica che continua a ritenere che il c.d. *short-termism* dei mercati finanziari abbia raggiunto livelli insostenibili,<sup>294</sup> muovendo dall'idea che un orizzonte temporale

---

<sup>292</sup> Così Mark Roe, *The Short-Term Problem Defined* (consultato in bozza).

<sup>293</sup> Tra i vari, cfr. William Lazonick et al., *US Pharma's Financialized Business Model 3* (Inst. for New Econ. Thinking, Working Paper No. 60, 2017) (“US pharma companies claim that high drug prices fund investments in innovation. Yet the 18 drug companies in the S&P 500 Index in January 2016 and publicly listed from 2006 through 2015 distributed 99 percent of their profits to shareholders over the decade, 50 percent as buybacks and 49 percent as dividends.”); Leo E. Strine, Jr., *Who Bleeds When the Wolves Bite? A Flesh-and-Blood Perspective on Hedge Fund Activism and Our Strange Corporate Governance System*, 126 YALE L.J. 1870 (2017); Steven Kaplan, *Are U.S. Companies Too Short-Term Oriented? Some Thoughts*, 18 INNOVATION POL'Y & ECON. 107 (2018); Mark J. Roe, *Stock Market Short-Termism's Impact* (ECGI, Working Paper No. 426, 2018).

<sup>294</sup> Gretchen Morgenson, *Big Pharma Spends on Share Buybacks, but R&D? Not So Much*, N.Y. TIMES, Jul. 14, 2017, <https://www.nytimes.com/2017/07/14/business/big-pharma-spends-on-share-buybacks-but-rd-not-so-much.html>; Joe Biden, *How Short-Termism Saps the Economy*, WALL ST. J., Sept. 27, 2016, <https://www.wsj.com/articles/how-short-termism-saps-the-economy-1475018087>, [https://perma.cc/CW8W-5K3J]; Jamie Dimon & Warren Buffett, *Short-Termism Is Harming the Economy*, WALL ST. J., Jun. 6, 2018, <https://www.wsj.com/articles/short-termism-is-harming-the-economy-1528336801> [https://perma.cc/MHR8-KZD3]; Joe Biden (@JoeBiden), TWITTER (June 9, 2018, 11:20 AM),

eccessivamente orientato al breve termine rappresenti un problema soltanto nella misura in cui determini una riduzione significativa dei livelli di re-investimento degli utili (ad esempio per scopi di ricerca e sviluppo di nuovi prodotti, cc.dd. R&D) una parte di accademia ha raccolto evidenze empiriche mostrando, appunto, come il problema non sia, tutto sommato, così rilevante.<sup>295</sup> Insomma, se si ritiene — come pare ragionevole — che mercati finanziari caratterizzati da un orizzonte temporale eccessivamente a breve termine rappresentino un motivo di preoccupazione se e soltanto il perseguimento di obiettivi di profitto immediato incida sui livelli di reinvestimento degli utili a scopi di R&D, in assenza di evidenze su una simile correlazione vi sono buoni motivi per sospettare che il mercato europeo sia caratterizzato da un problema di orizzonte temporale eccessivamente a breve termine tale da richiedere un intervento legislativo.

In secondo luogo, una volta isolato il problema dell'orizzonte temporale da quello della produzione di un valore anche sociale — e quindi chiarito che un intervento a breve termine non debba invariabilmente comportare un danno sociale — occorre domandarsi se un approccio a breve termine costituisca sempre un elemento di preoccupazione. Invero, a tal proposito, occorre rilevare come sembrano mancare indicazioni empiriche che mostrino come gli interventi degli attivisti cc.dd. a breve termine, quali appunto i

---

<https://twitter.com/joebiden/status/1005469583904530432?lang=en>; Ryan Beck & Amit Seru, *Short-Term Thinking Is Poisoning American Business*, N.Y. TIMES, Dec. 21, 2019 <https://www.nytimes.com/2019/12/21/opinion/sunday/capitalism-sanders-warren.html> [https://perma.cc/VX5L-JC54]; William A. Galston, *Clinton Gets It Right on Short-Termism*, WALL ST. J., Mar. 22, 2016, <https://www.wsj.com/articles/hillary-gets-it-right-on-short-termism-1438124913> [https://perma.cc/BMG7-QC58].

<sup>295</sup> Segnatamente, Mark J. Roe, *Corporate Short-Termism—In the Boardroom and in the Courtroom*, 68 BUS. LAWYER 977 (2013) e, per evidenze contrarie all'idea che un orizzonte temporale eccessivamente a breve termine abbia indotto a un abuso dell'istituto dell'acquisto di azioni proprie cfr. Jesse M. Fried e Charles C.Y. Wang, *Short-Termism and Capital Flows*, 8 REV. CORP. FIN. STUD. 207 (2019).

fondi speculativi, producano necessariamente e invariabilmente effetti negativi<sup>296</sup> — anzi, sembrano esservi evidenze nel senso che la presenza di fondi speculativi nella compagine azionaria di una società stimoli la capacità dell'impresa d'innovare.<sup>297</sup> Peraltro, anche i tentativi<sup>298</sup> di dimostrare che gli interventi dei fondi speculativi, pur non necessariamente dannosi, non sono tuttavia neanche positivi, sembrano presentare criticità non trascurabili.<sup>299</sup>

#### PARTE B – EVIDENZE: INVESTITORI “PASSIVI” E ATTIVI

In questa parte ci si occuperà di condurre un'analisi empirica per provare a capire quali siano i riflessi della nuova attenzione sui benefici generali sull'attività degli investitori istituzionali. Per i motivi che si spiegheranno tra poco, l'analisi si concentrerà sui gestori di fondi indicizzati (e, in particolare, sui fondi S&P 500 gestiti da BlackRock, Vanguard e StateStreet) e sulle campagne dei fondi speculativi. Entrambe le analisi avranno ad oggetto il mercato americano, in quanto ciò fornisce indicazioni utili anche per il mercato italiano: se è infatti vero che in Italia gli azionisti non sono attivi come negli Stati Uniti,<sup>300</sup> il mercato americano è spesso

---

<sup>296</sup> Lucian Bebchuk, *The Myth that Insulating Boards Improves Long-Term Value*, 113 COLUM. L. REV. 1637, 1665 (2013) (“[ . . . ] there is no basis for insulation advocates to presume that activist-initiated reductions in investments or expenditures are likely to be value-reducing in the long term.”).

<sup>297</sup> Ying Wang e Jing Zhao, *Hedge Funds and Corporate Innovation* (Working Paper, 2014); Alon Brav, Wei Jiang, Song Ma, Xuan Tian, *How Does Hedge Fund Activism Reshape Corporate Innovation?*, NBER Working Paper No. 22273 (2016). Ma, per una visione più critica circa gli effetti a lungo termine della presenza di fondi speculativi, cfr. Dionysia Katelouzou, *Hedge Fund Activism and Shareholder Stewardship: Incompatible, Reciprocal or Something in Between?*, (Working Paper).

<sup>298</sup> Martijn Cremers, Erasmo Giambona, Simone Sepe e Ye Wang, *Hedge Fund Activism, Firm Valuation, and Stock Returns* (Working Paper, 2018).

<sup>299</sup> Lucian Bebchuk, Alon Brav, Wei Jiang, Thomas Keusch, *The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism: A Reply*, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE & FIN. REG., 10 dicembre 2015.

<sup>300</sup> Ciò è dovuto a una varietà di fattori e specie al livello particolarmente elevato di concentrazione proprietaria che caratterizza le quotate italiane. In particolare, la maggioranza delle società quotate italiane mostra “[ . . . ] assetti

anticipatore delle tendenze che poi si diffondono, seppur con minore intensità, anche negli altri mercati, compreso quello italiano. In particolare, se si considera che gli investitori istituzionali (specie quelli esteri) detengono partecipazioni rilevanti in alcune delle società quotate italiane a più alta capitalizzazione,<sup>301</sup> capire quali siano le tendenze di tali investitori negli altri mercati fornisce un dato utile per provare ad anticipare quello che potrebbe essere il loro approccio anche nel mercato italiano.

Prima di procedere, occorre spiegare perché si è deciso di soffermarsi su queste due specifiche tipologie di investitori: gestori di fondi indicizzati e fondi speculativi. I primi — e, in particolare, BlackRock, Vanguard e StateStreet — sono tra gli investitori istituzionali più grandi in termini di partecipazioni al capitale di società e la loro posizione sul mercato continua a crescere a tassi significativi. I tre investitori (di seguito, congiuntamente, i “Tre Giganti”) sono già titolari di partecipazioni significative in moltissime società quotate americane e posseggono, individualmente, posizioni pari al 5% o più in molte società appartenenti a due tra i più importanti indici: l’S&P 500 e il Russell 3000.<sup>302</sup> Alcuni studi stimano che nell’arco dei prossimi vent’anni i tre gestori potrebbero possedere pacchetti azionari che gli garantirebbero perfino il 40% dei voti in molte società appartenenti all’S&P 500 e circa il 36% in molte appartenenti all’indice Russell

---

proprietari concentrati, essendo controllate di diritto in 123 casi, da un azionista che detiene una quota di capitale inferiore al 50% in 57 casi e attraverso patti parasociali di controllo in 23 casi. Possono essere definiti a proprietà dispersa solo 13 emittenti [ . . . ].”. Cfr. CONSOB, *Report on corporate governance of Italian listed companies* 2019, p. 3.

<sup>301</sup> Basti pensare che “[g]li investitori istituzionali sono presenti nell’azionariato rilevante di 62 società quotate italiane [ . . . ] pari a circa il 27% del mercato. Gli investitori istituzionali italiani sono azionisti rilevanti in 13 imprese, soprattutto di piccole dimensioni, mentre gli esteri detengono partecipazioni rilevanti in 51 emittenti, incluse società a medio-alta capitalizzazione.”. *Ibidem*.

<sup>302</sup> Lucian Bebchuk e Scott Hirst, *The Specter of the Giant Three*, 99 B. U. L. REV. 721, 735 (2019).

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

3000.<sup>303</sup> Il *trend* di crescita sembra non arrestarsi neanche dinanzi a scenari macro-economici di recessione come, ad esempio, quello recentemente causato dall'emergenza Covid-19. Basti in effetti considerare come uno dei tre gestori (Vanguard) sia addirittura riuscito ad aumentare la propria fetta di mercato: mentre molti investitori in fondi comuni hanno infatti deciso di disinvestire ai primi segnali di caduta dei mercati, la quasi totalità degli investitori in Vanguard ha deciso di non disinvestire.<sup>304</sup>

Il motivo per cui i Tre Giganti sono titolari di partecipazioni, anche rilevanti, in così tante società è da rinvenirsi nel *business model* di una particolare tipologia di fondo da essi gestiti: i fondi indicizzati, sulla cui analisi si concentreranno i paragrafi successivi. Si tratta di fondi che cercano un ritorno economico per i loro investitori “tracciando” un indice (e.g., l'indice S&P 500 o Russell 3000).<sup>305</sup> Per ottenere tale risultato, si investe in tutte (o quasi tutte) le società parte dell'indice. Così, ad esempio, un fondo indicizzato sull'S&P 500 americano acquisirà partecipazioni in ognuna — o, almeno, in quasi tutte — le cinquecento società che formano l'indice.<sup>306</sup> Se l'indice ottiene una *performance* positiva

---

<sup>303</sup> *Ibidem*, pp. 739-40.

<sup>304</sup> Vanguard, *U.S. household trading: Coronavirus market volatility* 4 (2020) <https://personal.vanguard.com/pdf/coronavirus-market-volatility.pdf> (“[ . . . ] despite the sharp jump in trading, over 90% of Vanguard U.S. individual investors have “stayed the course” and not traded in response to the market decline.”).

<sup>305</sup> Cfr. M. J. Mallow, *Asset Management, Index Funds, And Theories of Corporate Control*, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3483573](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3483573) (2019), p. 7 (“Index funds seek to provide investors with returns that track the return of securities contained in a specific index, such as the S&P 500 or the Dow Jones Industrial Index.”).

<sup>306</sup> Cfr., ad esempio, il Prospetto del fondo S&P 500 di BlackRock, disponibile all'indirizzo <https://www.blackrock.com/us/individual/resources/regulatory-documents/stream-document?stream=reg&product=FF-WFSPX&shareClass=Class+P&documentId=1591630%7E1591626%7E1246027%7E1680877%7E1586902&iFrameUrlOverride=%2Fus%2Findividual%2Ffliterature%2Fprospectus%2Fpro-sandp500fund-p-us.pdf> (“The Fund pursues its

(l'andamento complessivo dell'indice è dato da quello delle società che ne fanno parte), anche il fondo produrrà un rendimento positivo. Com'è agevole notare, la gestione dei fondi indicizzati è essenzialmente passiva: il compito del gestore è quello di allocare gli *assets* presso gli stessi titoli che compongono l'indice (o *benchmark*) di riferimento e, se del caso, variare la composizione del portafoglio al variare dell'indice. Insomma, si tratta di fondi che, a differenza di quelli attivi, non cercano di “battere il mercato”, ma soltanto di replicarne l'andamento.

Questa circostanza consente ai gestori di applicare commissioni molto basse, proprio perché, rispetto a quella di un fondo attivo, la gestione di un fondo passivo non richiede un costante lavoro di ricerca e analisi.<sup>307</sup> Ciò sembra essere uno degli elementi che ha recentemente contribuito a determinare il successo di questi fondi, di cui, come anticipato, i fondi indicizzati rappresentano la quintessenza. In effetti, da un punto di vista più generale, i fondi gestiti passivamente sembrano essere in crescita costante, anche rispetto ai — tradizionalmente più di successo, specie perché potenzialmente più redditizi — fondi attivi. Come mostrato nel Grafico 2 sotto,<sup>308</sup> se fino al 2018 nei fondi attivi erano investiti patrimoni superiori rispetto a quelli investiti in fondi passivi, nel 2019 la tendenza si è invertita.

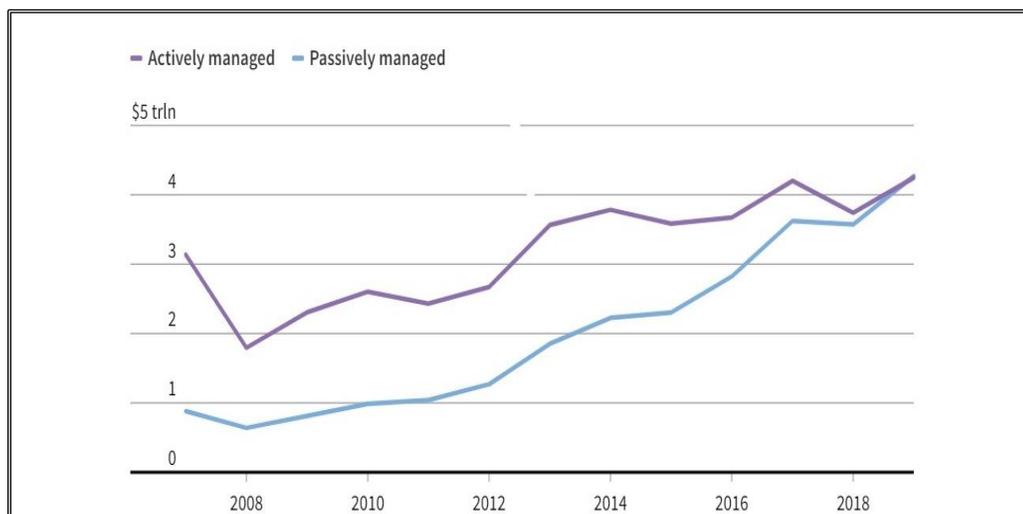
---

investment objective by seeking to replicate the total return performance of the S&P 500 Index, which is composed of approximately 500 selected common stocks, [ . . . ]. [ . . . ] The percentage of the Fund's assets invested in a given stock is approximately the same as the percentage such stock represents in the S&P 500 Index.”)

<sup>307</sup> Jill E. Fisch, *The Uncertain Stewardship Potential of Index Funds* (U. PA. INST. L. & ECON., Research paper no. 20-09, 110, 2020).

<sup>308</sup> Il grafico si basa su dati Morningstar ed è stato pubblicato da Reuters. V. Tim McLaughlin & Ross Kerber, *Index funds invest trillions but rarely challenge management*, REUTERS, 8 ottobre 2019, <https://www.reuters.com/article/us-usa-funds-index-specialreports/special-report-index-funds-invest-trillions-but-rarely-challenge-management-idUSKBN1WN107> [https://perma.cc/HB7W-K6UM].

Grafico 2. Fondi passivi e attivi: *assets* in gestione (in trilioni di dollari)



Fonte: Morningstar

I dati sinora evidenziati mostrano come, alla luce delle rilevanti posizioni di cui sono titolari, i Tre Giganti sono in effetti depositari di una capacità, sostanzialmente unica nel mondo degli investitori istituzionali, d'incidere sulla *corporate governance* delle società portafoglio.<sup>309</sup> Analizzarne il comportamento in materia di ESG significa, quindi, verificare cosa gli azionisti oggi più influenti stiano facendo con riferimento ai profili ambientali e sociali.

L'analisi, poi, proseguirà incentrandosi sui fondi speculativi (o *hedge funds*) e, quindi, su fondi che sono tipicamente attivi. Il loro *business model* è drasticamente diverso da quello dei fondi indicizzati e, più in generale, passivi. Anzitutto perché i fondi speculativi investono in un numero relativamente limitato di

---

<sup>309</sup> Con l'espressione società-portafoglio s'intende designare le società in cui i gestori dei fondi investono ed in cui, pertanto, acquisiscono partecipazioni sociali.

società.<sup>310</sup> Questo perché i profitti degli *hedge funds* dipendono in larga misura dalla loro capacità d'individuare e acquistare titoli azionari di società che essi ritengono sottovalutate prima che il mercato se ne accorga. Una volta acquistata una partecipazione in una di queste società, il fondo generalmente cerca d'implementare strategie che mirano ad incrementare la produzione di valore per la società.<sup>311</sup> A tal fine, i fondi speculativi adottano una strategia di *engagement* con il *management* della società oppure, altre volte, avviano campagne per sostituire uno o più amministratori e/o per presentare proposte da sottoporre al voto dell'assemblea dei soci. Da qui la necessità per i fondi speculativi di raccogliere molte informazioni sulle società-bersaglio e i conseguenti costi, più elevati di quelli dei fondi passivi. Fermo il dibattito acceso sugli effetti della presenza di fondi speculativi tra gli azionisti di una società (su cui cfr. *supra* par. 3), questi fondi sono quindi spesso i promotori di iniziative mirate a aggiornamenti del modello di *business* della società, a cambi del *management* e, più in generale, della *corporate governance*. Anche in questo caso, dunque, capire in che direzione stiano andando i fondi speculativi in materia ESG fornisce un'indicazione utile per intercettare le tendenze dei principali azionisti presenti sul mercato.

Prima di procedere con l'analisi empirica, preme evidenziare un elemento che emerge dalle considerazioni sinora svolte. Almeno in linea teorica, le strategie d'investimento dei fondi indicizzati e di quelli speculativi possono completarsi a vicenda: i secondi hanno la capacità di condurre analisi che sono *firm-specific*, nonché — investendo, come visto, in un numero relativamente limitato di società — di avanzare proposte per migliorarne il rendimento finanziario. I primi, invece, pur non avendo tale capacità — ma, come si vedrà tra non molto, questo aspetto sembra per certi versi smentito dalla realtà — hanno, come visto, partecipazioni spesso rilevanti, con la conseguenza che, come meglio si vedrà, il loro

---

<sup>310</sup> E.g. Fisch, *supra* nota 307, p. 113.

<sup>311</sup> *Ibidem*, p. 112.

supporto in assemblea dei soci è significativo. Si apre pertanto uno spiraglio affinché le due tipologie di fondi (*rectius*, i loro gestori) si completino a vicenda e dividano le responsabilità, che entrambi hanno verso gli investitori finali, per la produzione di un ritorno economico sull'investimento: i fondi speculativi presentano proposte o avviano campagne, i fondi indicizzati prestano, ove ritengono l'iniziativa meritevole, il loro supporto in assemblea.<sup>312</sup> Secondo alcuni, questa divisione di compiti, sarebbe più efficiente rispetto alla situazione in cui il singolo fondo adempie ad entrambi i compiti.<sup>313</sup> Questo concetto, come si vedrà, risulterà di particolare importanza per la dimensione ESG degli investimenti di questi fondi.

#### 4. ESG e investitori istituzionali: il caso di BlackRock, Vanguard e State Street Global Advisors e delle loro promesse ESG

Recentemente i Tre Giganti si sono, seppur con differenti intensità, impegnati a considerare gli aspetti ambientali e sociali nell'ambito della loro attività di *stewardship*. Prima di analizzare il contenuto di tale impegno, occorre preliminarmente chiarire cosa s'intenda per "*stewardship*". L'espressione designa l'insieme delle attività che i gestori pongono in essere e delle interazioni che intercorrono tra essi e il *management* delle società portafoglio al fine di promuovere buone prassi di governo societario che mirino alla produzione di valore nel lungo termine.<sup>314</sup> Queste interazioni

---

<sup>312</sup> Gilson e Gordon, *supra* nota 274, p. 897 (“[hedge funds] specialize in monitoring portfolio company strategy and formulating alternatives [ . . . ] for presentation to the institutional investors” [which, in turn, specialize in] portfolio management and in evaluating proposals presented by activist investors.”).

<sup>313</sup> *Ibidem*.

<sup>314</sup> BlackRock, The Investment Stewardship Ecosystem 6 (2018) <https://www.blackrock.com/corporate/literature/whitepaper/viewpoint-investment-stewardship-ecosystem-july-2018.pdf>. Definizioni simili sono, per esempio, offerte da Bebchuk e che definiscono il concetto di *stewardship* come “the actions that investment managers can take in order to enhance the value of the companies that they invest in on behalf of their own beneficial investors.” Lucian Bebchuk e Scott Hirst, *Index Funds and the Future of Corporate*

possono assumere vesti formali — come il voto in assemblea sui candidati alla carica di amministratore o su una proposta di azionisti oppure anche la presentazione da parte del gestore, in quanto azionista, di una proposta (ma, come si vedrà, i Tre Giganti non fanno mai uso di quest'ultimo diritto) — o più informali, quali sono, ad esempio, i cc.dd. *private engagements*. Quest'ultima tipologia di interazione include tutti quei canali di discussione con il *management* delle società portafoglio che però, a differenza dei canali formali (come ad esempio il diritto di voto) si collocano al di fuori della gamma di diritti riconosciuti dal quadro normativo agli azionisti. Si tratta, insomma, di forme di comunicazione diretta tra investitori istituzionali e amministratori delle società portafoglio<sup>315</sup> a intensità variabile, che vanno dai cc.dd. *light (o soft) engagements*, (per esempio, *conference calls* che non includono l'intero *board*) ai cc.dd. *heavy engagements* (ad esempio l'invio di lettere al *board* seguito da una serie di incontri).<sup>316</sup> I tre gestori hanno identificato gli *engagements* come un elemento centrale delle loro strategie di *stewardship*.<sup>317</sup>

---

*Governance: Theory, Evidence, and Policy*, 119 COLUM. L. REV. 2029, 2044-45 (2019).

<sup>315</sup> Michelle Edkins, *The Significance of ESG Engagement*, in 21ST CENTURY ENGAGEMENT: INVESTOR STRATEGIES FOR INCORPORATING ESG CONSIDERATIONS INTO CORPORATE INTERACTIONS 4 (2015), <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/blk-ceres-engagementguide2015.pdf>

<sup>316</sup> *Ibidem*, pp. 11-12.

<sup>317</sup> Bebchuk e Hirst, *supra* nota 314, p. 2085 (nota 145). V. anche BLACKROCK, 2019 INVESTMENT STEWARDSHIP REPORT (2019), <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/blk-annual-stewardship-report-2019.pdf>, p. 3 (“Engagement – or direct dialogue – with companies is critical to ensuring that we vote on an informed basis to protect our clients’ economic interests.”) e BLACKROCK, 2019 ANNUAL ENGAGEMENT AND VOTING STATISTICS 3 (2019), <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/blk-voting-and-engagement-statistics-annual-report-2019.pdf> [https://perma.cc/C2K9-QCPS] (“The key to effective engagement is constructive and private communication. Engagement allows us to share our philosophy on and approach to investment and

Chiarito cosa s'intenda per *stewardship*, occorre ora richiamare l'attenzione sul recente impegno E&S dei Tre Giganti. Da qualche anno, infatti, seppur con diversa intensità (cfr. *infra*) i loro *engagement principles* — per tali intendendosi quei principi che il gestore identifica come essenziali e caratterizzanti le proprie interazioni, formali e non, con le società portafoglio — dedicano una particolare attenzione ad aspetti come il cambiamento climatico, i diritti umani, l'inquinamento, i contributi elettorali versati dalle società etc. Ad esempio, nei suoi *Global Corporate Governance & Engagement Principles* per il 2020 BlackRock spiega che “[ . . . ] well-managed companies will deal effectively with the material environmental and social [ . . . ] factors relevant to their businesses”, incluso il rischio climatico.<sup>318</sup> Si dedica una particolare attenzione anche alla diversità di genere, razza ed età in c.d.a. e ai diritti umani.<sup>319</sup> Simili principi possono essere rinvenuti negli *engagement principles* di Vanguard<sup>320</sup> e State Street Global Advisors.<sup>321</sup> I criteri

---

corporate governance with companies. Through dialogue, we make clear our expectations of companies in relation to their governance and business practices, including their management of relevant environmental and social factors. Equally, it gives us the opportunity to improve our understanding of investee companies and how their governance and management structures support operational excellence and thus sustainable financial performance.”).

<sup>318</sup> BLACKROCK, GLOBAL CORPORATE GOVERNANCE & ENGAGEMENT PRINCIPLES (2020), <https://www.blackrock.com/corporate/literature/fact-sheet/blk-responsible-investment-engprinciples-global.pdf>

<sup>319</sup> BLACKROCK, ENGAGEMENT PRIORITIES FOR 2020 (2020), <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/blk-stewardship-priorities-final.pdf>

<sup>320</sup> VANGUARD, PROXY VOTING GUIDELINES FOR U.S. PORTFOLIO COMPANIES (2019), [https://about.vanguard.com/investment-stewardship/portfolio-company-resources/proxy\\_voting\\_guidelines.pdf](https://about.vanguard.com/investment-stewardship/portfolio-company-resources/proxy_voting_guidelines.pdf).

<sup>321</sup> Rick Lacaille & Rakhi Kumar, *2019 Proxy Voting and Engagement Guidelines: North America*, HARV. L. SCH. F. CORP. GOVERNANCE & FIN. REG. (Mar. 27, 2019), <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/03/27/2019-proxy-voting-and-engagement-guidelines-north-america/> (“[a]s a fiduciary, State Street Global Advisors takes a comprehensive approach to engaging with our portfolio companies about material environmental and social (sustainability) issues. We use our voice and our vote through engagement, proxy voting, [ . . . ] to communicate with issuers and educate market participants about our perspective on important

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

E&S trovano poi una loro centralità anche nel contesto dei rapporti annuali sulla *stewardship*, in cui i tre gestori spiegano agli investitori e al pubblico gli esiti delle loro interazioni con il *management* delle società portafoglio e i voti espressi nelle varie assemblee dei soci.<sup>322</sup>

Quest'attenzione ai profili sociali e ambientali è stata peraltro recentemente ribadita — e, per molti versi, rafforzata — nelle due lettere inviate lo scorso gennaio dal presidente del c.d.a. e CEO di BlackRock Larry Fink, una agli amministratori delegati delle società-portafoglio, l'altra agli investitori in BlackRock. In entrambe le lettere si ribadisce come la sostenibilità verrà posta al centro non solo delle politiche d'investimento di BlackRock, ma anche delle interazioni del gestore con le società-portafoglio e con i loro *management*.<sup>323</sup> In particolare, nella lettera ai CEOs Larry Fink ha rappresentato l'intenzione di BlackRock di disinvestire da società che presentano un elevato rischio di sostenibilità, di lanciare nuovi

---

sustainability topics. [ . . . ] When voting, we fundamentally consider whether the adoption of a shareholder proposal addressing a material sustainability issue would promote long-term shareholder value in the context of the company's existing practices and disclosures as well as existing market practice.”).

<sup>322</sup> BLACKROCK, 2019 INVESTMENT STEWARDSHIP REPORT 19 (2019), <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/blk-annual-stewardship-report-2019.pdf> [https://perma.cc/8J58-6KP8]; VANGUARD, INVESTMENT STEWARDSHIP 2019 ANNUAL REPORT 7 (2019), <https://about.vanguard.com/investment-stewardship/perspectives-and-commentary/2019-investment-stewardship-annual-report.pdf> [https://perma.cc/RA33-9Y8X]; STATE STREET, STEWARDSHIP REPORT 2018-2019 100 (2019), <https://www.ssga.com/library-content/products/esg/annual-asset-stewardship-report-2018-19.pdf> [https://perma.cc/5HEG-E7LV].

<sup>323</sup> L. Fink, *Sustainability as BlackRock's New Standard for Investing*, (2020), <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/blackrock-client-letter>. V. anche L. FINK, *A Fundamental Reshaping of Finance*, (2020), [https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter?cid=ppc:CEOLetter:PMS:US:NA&gclid=EA1aIQobChMI0bqUxvyD5wIVCr7ACh3Taw9aEAAYASAAEgKSP\\_D\\_BwE&gclid=aw.ds](https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter?cid=ppc:CEOLetter:PMS:US:NA&gclid=EA1aIQobChMI0bqUxvyD5wIVCr7ACh3Taw9aEAAYASAAEgKSP_D_BwE&gclid=aw.ds) (“Our investment conviction is that sustainability- and climate-integrated portfolios can provide better risk-adjusted returns to investors. And with the impact of sustainability on investment returns increasing, we believe that sustainable investing is the strongest foundation for client portfolios going forward.”).

prodotti d'investimento che identifichino, eliminandoli, gli investimenti in combustibili fossili e di rafforzare la trasparenza sull'impegno E&S del gestore nell'ambito delle sue attività di *stewardship*.<sup>324</sup> Nell'evidenziare l'importanza della *disclosure* non finanziaria (su cui cfr. anche Capitolo III, par. 5.d.), il CEO di BlackRock ha poi anticipato che in assenza di una robusta *disclosure* di questo tipo, BlackRock voterà contro il *management* delle società portafoglio.<sup>325</sup>

a. Le possibili ragioni dell'impegno ESG dei “Tre Giganti”

Prima di analizzare in cosa si traduca concretamente questo impegno E&S dei Tre Giganti, è opportuno interrogarsi brevemente su quali possano essere le ragioni di un simile interesse. Al riguardo, si possono individuare tre ipotesi, che non si pongono necessariamente in un rapporto di alternative.

i. *La teoria dell'Universal Owner*

Una prima ipotesi, avanzata negli Stati Uniti da Condon, è quella del gestore universale (c.d. *Universal Owner*).<sup>326</sup> L'idea alla base dell'ipotesi muove proprio dal *business model* dei gestori di fondi indicizzati che, come visto, a differenza di altri fondi — si pensi ai fondi speculativi, che investono generalmente in poche società — sono estremamente diversificati e, normalmente, investono con un'ottica di lungo termine. La conseguenza principale è che i gestori

---

<sup>324</sup> L. Fink, *supra*, *A Fundamental Reshaping of Finance*.

<sup>325</sup> *Ibidem* (“[i]n the absence of robust disclosures, investors, including BlackRock, will increasingly conclude that companies are not adequately managing risk [and BlackRock will increasingly vote against their managements if such companies will] not mak[e] sufficient progress on sustainability-related disclosures and the business practices and plans underlying them.”).

<sup>326</sup> M. CONDON, *Externalities and the Common Owner*, WASH. L. REV. 53-54, forthcoming (2020) [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3378783](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3378783) (*index funds are so “[ . . . ] significantly diversified [ . . . ] that they have a long-term interest in the health of the economy as a whole” and, thus, “[ . . . ] may have an economic incentive to mitigate the harms climate change imposes on their portfolios.*”).

di fondi indicizzati sono in una posizione sostanzialmente unica: a differenza, ad esempio, di un fondo speculativo o di altri fondi comuni d'investimento, per i fondi indicizzati la produzione di un ritorno economico, infatti, non è indissolubilmente legata all'andamento di una o poche società, ma — avendo essi, come visto, partecipazioni in tutte le società che compongono un dato indice — è, piuttosto, ancorata all'andamento di quel determinato indice e dunque, in un certo senso, dell'economia più in generale. Appare allora plausibile immaginare come, ad esempio, i gestori di tali fondi abbiano un interesse *generalizzato* (e non specifico, i.e., relativo a una singola società) a mitigare il rischio ambientale dell'azione imprenditoriale di moltissime società. In effetti, un mancato rispetto di criteri di sostenibilità che fosse diffuso tra le principali società di un dato mercato e la conseguente riduzione di valore delle azioni, arrecherebbe un pregiudizio economico (e reputazionale) significativo al gestore del fondo e, in ultima istanza, agli investitori nel fondo. Da qui, dunque, l'idea secondo cui la particolare attenzione ai profili sociali e ambientali sia dovuta al *business model* di tali fondi e, in ultima istanza, al loro status di gestori universali.

#### *ii. Attrazione di Millennials e fondi pensione*

La generazione c.d. Millennial — espressione con cui si designa generalmente i nati tra gli anni '80 e '90 del secolo scorso — dovrebbe ricevere dalle precedenti generazioni beni per un valore che, secondo alcune stime, oscillerebbe tra i 12 ed i 30 trilioni di dollari.<sup>327</sup> È dunque evidente come tale generazione disporrà

---

<sup>327</sup> G. TETT, *Millennial Heirs to Change Investment Landscape*, Financial Times, (20 settembre 2018), <https://www.ft.com/content/59f6562a-786d-11e8-af48-190d103e32a4> (l'autore, a sua volta, si riferisce alle stime del US Trust — che identifica in 12 trilioni di dollari il valore degli *assets* che riceveranno i Millennials — e di Deloitte, che invece li stima in 24 trilioni di dollari). Cfr. anche L. FINK, *2019 Letter to CEOs*, BlackRock (2019) <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter> (“*In the years to come, the sentiments of these generations will drive not only their decisions as employees but also as investors, with the world undergoing the*

d'ingenti capitali da investire e non dovrebbe quindi sorprendere l'idea che gli investitori istituzionali abbiano non pochi incentivi ad attrarre questi capitali. I *Millennials*, d'altronde, sembrano essere particolarmente attenti all'impatto ambientale e sociale dei loro investimenti.<sup>328</sup> La sponsorizzazione di un impegno sociale ed ambientale, dunque, potrebbe essere un modo per BlackRock e gli altri gestori di fondi per attrarre questi capitali.<sup>329</sup>

Parimenti, parrebbe ammissibile anche un interesse di questi gestori verso i capitali dei fondi pensione—anch'essi comunque ingenti, specie se si considera che, come anticipato, la legislazione statunitense incentiva fortemente i lavoratori a investire i contributi pensionistici in fondi, soprattutto in quelli pensione (si parla nella dottrina statunitense di “investitori forzati”).<sup>330</sup> Anche questi fondi, al pari del *Millennials*, paiono prestare particolare attenzione alla

---

*largest transfer of wealth in history: \$24 trillion from baby boomers to Millennials.”).*

<sup>328</sup> E.g. ERNST & YOUNG, *Sustainable investing: the millennial investor* (2018), [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-sustainable-investing-the-millennial-investor-gl/\\$FILE/ey-sustainable-investing-the-millennial-investor.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-sustainable-investing-the-millennial-investor-gl/$FILE/ey-sustainable-investing-the-millennial-investor.pdf) (“Demand for sustainable investments is being driven, in part, by millennials who prefer to invest in alignment with personal values. Since millennials are poised to receive more than \$30 trillion of inheritable wealth, sustainable investments will continue to grow in demand.”). Anche un recente sondaggio condotto da Morgan Stanley indica che il 95% dei Millennials esprime interesse verso soluzioni d'investimento sostenibili. MORGAN STANLEY, *Morgan Stanley Survey Finds Investor Enthusiasm for Sustainable Investing at an All-Time High* (2019), <https://www.morganstanley.com/press-releases/morgan-stanley-survey-finds-investor-enthusiasm-for-sustainable-> (“95% of millennials now express interest in sustainable investing.”).

<sup>329</sup> Così M. BARZUZA, Q. CURTIS e D. H. WEBBER, *Shareholder Value(s): Index Fund Activism and the New Millennial Corporate Governance*, 93 SOUTHERN CALIF. L. REV. 47-48, (in corso di pubblicazione) disponibile su [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3439516](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3439516) (gli autori notano come l'attenzione degli *asset managers* ai profili ambientali e sociali “[ . . . ] can only be explained by enriching the incentive picture to account for index funds' pressure to respond to the social values of Millennial investors. Index funds act because it signals responsiveness to Millennials' values.”).

<sup>330</sup> Cfr. *supra* par. 2 e nota 275.

dimensione ambientale e sociale dei loro investimenti. Basti ad esempio pensare che il valore dei beni investiti dai fondi pensione in strumenti finanziari sostenibili ha ormai raggiunto circa 3 trilioni di dollari.<sup>331</sup>

Insomma, sembra evidente che l'attrazione degli (ingenti) capitali di *Millennials* e fondi pensione debba passare anche da un impegno ambientale e sociale e BlackRock — così come i suoi diretti concorrenti — certamente non ignora questo dato.

*iii. I benefici privati: tra carriere politiche dei CEOs e public relations*

Si può infine immaginare un'ultima ragione che può indurre i Tre Giganti a porre l'accento sulle tematiche E&S: i benefici privati che da tale impegno potrebbero derivare. A sua volta, l'ipotesi dei benefici privati può essere declinata nella duplice variante (i) benefici privati del CEO del gestore, e (ii) benefici privati di gestore.

La prima ipotesi postula che l'impegno E&S del gestore — impegno su cui, come visto sopra, Larry Fink in particolare si è esposto a più riprese — produca un beneficio al suo CEO. Così, per esempio, alla luce delle aspirazioni politiche di Larry Fink, che non sembrano mai essere state un mistero, si è ipotizzato che l'impegno E&S di BlackRock sia nient'altro (o anche?) un modo per avvicinare il CEO all'agenda politica dei Democratici, tradizionalmente attenti—almeno secondo la loro collocazione ideologica—alle tematiche di sostenibilità e sociali. Tramite l'impegno del colosso di cui è CEO, Larry Fink starebbe in altre parole aspirando a una

---

<sup>331</sup> THE FORUM FOR SUSTAINABLE AND RESPONSIBLE INVESTMENT, 2018 *Report on US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends*, p. 4 (2018) <https://www.ussif.org/files/Trends/Trends%202018%20executive%20summary%20FINAL.pdf>.

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

posizione di rilievo in un'eventuale amministrazione Democratica.<sup>332</sup>

L'altra forma di beneficio privato, invece, non riguarderebbe direttamente i CEOs, ma piuttosto i gestori stessi. L'impegno E&S dei Tre Giganti potrebbe cioè anche spiegarsi con il conseguimento di un vantaggio che non è puramente patrimoniale, ma di tipo "regolatorio". Cioè, tramite il loro impegno E&S, i tre investitori istituzionali potrebbero voler segnalare ai legislatori, sempre più irrequieti sul piano della legislazione societaria rivista in chiave ambientale,<sup>333</sup> la superfluità di questi sforzi legislativi. In altre parole, tramite un più marcato impegno E&S — impegno che i più maliziosi sottolineerebbero stare interessando, forse non per coincidenza, anche le società emittenti<sup>334</sup> — gli investitori

---

<sup>332</sup> Cfr., ad esempio, WALL STREET JOURNAL, *Larry Fink's Latest Sermon*, (2020), <https://www.wsj.com/articles/larry-finks-latest-sermon-11579305418> (nell'articolo s'ipotizza come Larry Fink stia provando ad allineare l'agenda di BlackRock a quella dei Democratici sulle questioni ambientali e sociali alla luce del suo desiderio di diventare Segretario del Tesoro in un'amministrazione Democratica).

<sup>333</sup> Si pensi alla proposta legislativa avanzata dalla Senatrice Warren (c.d. *Accountable Capitalism Act*) che, se approvata, obbligherebbe le più grandi società americane ad ottenere uno statuto federale di "*United States corporation*", da cui scaturirebbe l'obbligo per tali società di prendere in considerazione gli interessi di tutti gli stakeholders nell'ambito delle decisioni sociali. Cfr. ACCOUNTABLE CAPITALISM ACT, <https://www.warren.senate.gov/imo/media/doc/Accountable%20Capitalism%20Act%20One-Page.pdf>.

<sup>334</sup> Basti pensare alla recente dichiarazione della Business Roundtable con cui 181 CEOs si sono impegnati ad una gestione societaria che miri alla produzione di valore per tutti gli *stakeholders*. Cfr. BUSINESS ROUNDTABLE, *Statement on the Purpose of a Corporation* (2019), <https://opportunity.businessroundtable.org/wp-content/uploads/2019/09/BRT-Statement-on-the-Purpose-of-a-Corporation-with-Signatures-1.pdf> ("[ . . . ] *we share a fundamental commitment to all of our stakeholders.*"). La dichiarazione risulta ancor più significativa se solo si considera che la dichiarazione del 1997 esordiva chiarendo che lo scopo delle società fosse quello di generare un ritorno di tipo economico per gli azionisti. Cfr. BUSINESS ROUNDTABLE, *Statement on the Purpose of a Corporation* (1997) ("*The Business Roundtable wishes to emphasize that the principal objective of a*

istituzionali starebbero cercando di dimostrare ai legislatori una già avvenuta internalizzazione nelle loro politiche di decisione finanziaria e di esercizio dei diritti sociali nella società emittenti, internalizzazione che dunque renderebbe superflua l'adozione di legislazioni in materia. Per tal via, i fondi riuscirebbero ad evitare i costi di un'eventuale legislazione maggiormente protettiva dei profili ambientali e sociali dell'attività d'impresa e finanziaria.

#### 5. I Tre Giganti e l'impegno ESG: promessa mantenuta? Il caso delle proposte ESG di altri azionisti

Una volta delineato il quadro teorico e identificate le possibili motivazioni che possono spingere i Tre Giganti a occuparsi di E&S, è necessario verificare, al di là delle statuizioni di principio, se i tre gestori abbiano dato seguito al loro impegno e, se sì, come e in che misura. Un naturale punto di partenza sono due dei diritti di *voice* per eccellenza: il diritto di presentare proposte all'assemblea dei soci e il diritto di voto in assemblea. La domanda a cui si cerca di rispondere in questa sede è la seguente: stanno i Tre Giganti utilizzando questi diritti di *voice* per onorare l'impegno E&S assunto?

Per provare a rispondere all'interrogativo, ho provveduto a raccogliere i dati relativi (i) alle proposte a carattere ambientale e sociale presentate dagli azionisti nelle società parte dell'indice S&P 500; e (ii) ai voti espressi dai Tre Giganti su tali proposte. I dati si riferiscono alla stagione luglio 2018-giugno 2019<sup>335</sup> (i primi *trends* della stagione 2020, ancora in corso al momento della redazione del presente elaborato, sono invece analizzati nel par. 7) e ai voti

---

*business enterprise is to generate economic returns to its owners.*”). Per l'opinione secondo cui la dichiarazione del 2019 rappresenti una mossa di *public relations*, cfr. L. A. BEBCHUK e R. TALLARITA, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, CORNELL L. REV. (in corso di pubblicazione).

<sup>335</sup> La maggior parte delle assemblee dei soci ha luogo tra maggio e luglio; pertanto, si prende in considerazione una stagione il cui intervallo temporale non coincide perfettamente con l'anno solare.

espressi dagli *stewardship teams* dei tre gestori per le partecipazioni detenute tramite i fondi indicizzati S&P 500.<sup>336</sup>

Nel periodo di riferimento gli azionisti hanno avanzato proposte in 117 società, 8 nella frazione (luglio-dicembre) di 2018 considerata, 148 in quella (gennaio-giugno) del 2019.<sup>337</sup>

*Tabella 2. Proposte E&S nelle società dell'indice S&P 500*

<i>Anno</i>	<i>Proposte</i>
2018	8
2019	148
<i>Totale</i>	156

Delle 156 proposte, nessuna è stata presentata da uno o più dei gestori. In effetti, il risultato è coerente con i risultati empirici ottenuti da un altro studio, che ha evidenziato come i Tre Giganti, pur particolarmente inclini a sostenere la necessità di aggiornamenti della *corporate governance* delle società portafoglio, non abbiano avanzato nessuna proposta non solo su questioni E&S, ma su nessuna materia.<sup>338</sup>

<sup>336</sup> I dati sono stati raccolti analizzando i cc.dd. *proxy vote records* pubblicati dai tre gestori.

<sup>337</sup> L'elenco completo delle proposte è detenuto dall'autore e può essere ottenuto mediante apposita richiesta.

<sup>338</sup> Bebchuk e Hirst, *supra* nota 314, p. 2104 ( “[ . . . ] while the Big Three have been very active in supporting proposals advocating governance changes favored by their governance principles, they have completely refrained from initiating such proposals. Our review of the approximately 1,500 shareholder proposals submitted during the examined five-year period did not identify a single proposal submitted by any of the Big Three.”).

Dall'analisi dei comportamenti di voto dei tre gestori su queste proposte emerge uno scarso livello di supporto.<sup>339</sup> Con riferimento anzitutto alle proposte a sfondo sociale, il fondo S&P 500 di Vanguard ha votato contro il 98.5%, il fondo S&P 500 di BlackRock contro circa il 97% e il fondo S&P 500 di State Street contro il 60%. A fronte delle scarse percentuali di supporto di Vanguard e BlackRock, pari all'1.5% e al 3% rispettivamente, State Street ha invece supportato una percentuale più alta di proposte a sfondo sociale: il 23% (e si è astenuto nel 18% dei casi).

Quanto alle proposte a carattere ambientale, che hanno rappresentato la minoranza delle proposte E&S avanzate nel periodo considerato, l'analisi dei dati mostra come sia Vanguard, sia BlackRock abbiano supportato questa tipologia di proposte a tassi più elevati (ma pur sempre bassi in termini assoluti) di quanto abbiano fatto con riferimento a quelle sociali: il 10% e il 17% rispettivamente. State Street ha invece supportato il 18% delle proposte ambientali, così prestando il proprio appoggio in misura maggiore a quelle sociali.

Se si considerano le due categorie di proposte congiuntamente, si osserva come Vanguard abbia supportato appena più del 3% delle proposte, BlackRock poco meno del 6% e State Street il 22.5 (ma ha fatto uso delle astensioni in circa un quinto dei casi).

#### 6. *Segue.* Basso livello di supporto: ma tra *engagements* e proposte non meritevoli?

I dati raccolti, per certi versi, sorprendono. In effetti, alla luce dell'impegno così netto dei gestori sulle questioni E&S come ricostruito *supra* nel par. 4, ci si aspetterebbe *prima facie* livelli di supporto ben superiori. E infatti, sulla base di risultati simili a quelli

---

<sup>339</sup> Gli elenchi delle proposte con i relativi voti espressi dagli *stewardship teams* dei tre gestori sono detenuti dall'autore e possono essere ottenuti mediante apposita richiesta.

ottenuti in questo elaborato, parte dei media ha attaccato i Tre Giganti evidenziando l'esistenza di una supposta dissociazione tra i loro intenti E&S e il loro comportamento di voto.<sup>340</sup> Preme, però, evidenziare due profili.

a. Il ruolo dei *private engagements*

Anzitutto, che l'esistenza dell'altro strumento di *stewardship* (e cioè, come visto, gli *engagements*) tende per certi versi a ridimensionare l'importanza del voto in assemblea. Le interazioni private tra investitori istituzionali e *managers* delle società portafoglio rivestono ormai un ruolo significativo nelle strategie di *stewardship* dei primi.<sup>341</sup> Basti pensare che in un sondaggio del 2016 condotto tra i più importanti investitori istituzionali, molti di essi hanno evidenziato come i diritti di *voice* esercitati in maniera informale e “dietro le quinte” siano un elemento essenziale delle loro strategie e più di metà di essi ha riportato di aver condotto discussioni private con gli amministratori delle società portafoglio nei cinque anni precedenti il sondaggio.<sup>342</sup> Insomma, si potrebbe ipotizzare che, tutto sommato, una percentuale non indifferente delle questioni ambientali e sociali venga affrontata dai Tre Giganti non tanto (o, almeno, non in prima battuta) per mezzo del voto in

---

<sup>340</sup> Cfr., ad esempio, Ross Kerber & Tim McLaughlin, *Biggest U.S. index funds oppose most climate proposals in shareholder votes*, REUTERS, 8 ottobre 2019, <https://www.reuters.com/article/us-usa-funds-index-climatechange/biggest-u-s-index-funds-oppose-most-climate-proposals-in-shareholder-votes-idUSKBN1WN105> e Patrick Temple-West, *Big US sustainable funds fail to support ESG shareholder proposals*, FIN. TIMES, 7 settembre 2019 <https://www.ft.com/content/5d342a5d-443d-3327-9502-2361f37f251c>.

<sup>341</sup> Matthew J. Mallow & Jasmin Sethi, *Engagement: The Missing Middle Approach in the Bebchuk–Stirne Debate*, 12 N.Y.U. J. L. & BUS. 385, 392 (2016) (“[ . . . ] voting is not the only means of being active and bringing about change. Engaging with boards and firm executives on a continuous, long-term basis can bring about change through incremental, non-confrontational means.”).

<sup>342</sup> Joseph A. McCahery, Zacharias Sautner & Laura T. Starks, *Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors*, 71 J. FIN. 2905, 2906 (2016).

assemblea, quanto piuttosto nell'ambito degli *engagements* privati.<sup>343</sup>

Sembra quindi utile raccogliere dati anche sugli *engagements* condotti dai gestori nel periodo di riferimento su questioni E&S. S'intende, in particolare, capire se il dialogo diretto con i *managers* abbia in effetti sostituito e reso non necessario il ricorso al voto in assemblea, per tal via in qualche modo giustificando il basso livello di supporto dei Tre Giganti alle proposte di altri azionisti. In questo caso, ci si concentra soltanto su BlackRock e State Street,<sup>344</sup> in quanto, nell'ambito dei propri rapporti annuali, Vanguard non sembra identificare in maniera chiara gli *engagements* in cui l'argomento principale di discussione sia stata una tematica ambientale o sociale.<sup>345</sup>

Nel periodo di riferimento, BlackRock ha condotto 2.050 dialoghi diretti con le società portafoglio in tutto il mondo, equivalenti al 50.4% del valore del suo portafoglio totale.<sup>346</sup> Pertanto, BlackRock non ha condotto dialoghi diretti con metà del suo portafoglio. Non solo. Dei *private engagements* condotti, un quarto ha rappresentato cc.dd. *multiple engagements*. Molti

---

<sup>343</sup> BlackRock, per esempio, evidenzia come “[w]e generally prefer to engage in the first instance where we have concerns and give management time to address or resolve the issue.” Cfr. BLACKROCK INVESTMENT STEWARDSHIP, p. 4 (2020). Cfr. anche BLACKROCK, *Our approach to sustainability* (2020) p. 8 (“*Our approach employs a natural escalation process. If we are not satisfied with a company’s disclosures, we typically put it ‘on watch’ and give the company 12 to 18 months to meet our expectations. [ . . . ] If a company has still failed to make progress after this timeframe, voting action against management typically follows.*”).

<sup>344</sup> Cfr. gli *Investment Stewardship* *supra* nota 322.

<sup>345</sup> Infatti, Vanguard divide gli *engagements* in quattro categorie: (i) Board composition, (ii) Oversight of strategy and risk, (iii) Executive compensation, and (iv) Governance structures. Le questioni E&S potrebbero potenzialmente essere discusse in qualunque delle quattro categorie, ma Vanguard non rivela in maniera sistematica in quali occasioni di dialogo diretto siano state discusse questioni di questo tipo. Cfr. VANGUARD, *supra* nota 322, pp. 36-59.

<sup>346</sup> Il valore del portafoglio si riferisce al giugno 2019.

*engagements*, cioè, coprono una varietà di tematiche. Così, in una discussione con o lettera inviata al *management* di una certa società BlackRock tenderà a trattare, per esempio, questioni sia di *governance*, sia ambientali (cc.dd. *multiple engagements*). L'*engagement* sarà sempre uno, ma le tematiche e questioni discusse potranno essere più di una. Questo fenomeno dei *multiple engagements* comporta che il numero di società con il cui *management* è effettivamente intercorso un dialogo diretto è di fatto inferiore rispetto al numero di *engagements*. E, infatti, nel periodo di riferimento, BlackRock ha condotto dialoghi diretti con un numero di società decisamente inferiore rispetto al numero di *engagements* totali: 1.458 a fronte dei 2.050 *engagements* condotti.<sup>347</sup>

Se si considera il solo mercato nordamericano — che è quello oggetto dell'indagine empirica condotta nel par. 5 — si nota come BlackRock abbia condotto 855 dialoghi diretti nel periodo di riferimento, nella netta maggioranza dei quali ha il gestore ha però affrontato questioni di *governance* pura. Come mostrato nella Tabella 3 sotto, questioni ambientali e sociali sono state affrontate soltanto in 148 e 117 degli *engagements* rispettivamente.

*Tabella 3. Dialoghi diretti di BlackRock con gli amministratori delle società portafoglio (1 luglio 2018 – 30 giugno 2019)*

<i>Argomento trattato durante l'engagement</i>	<i>Numero di engagements</i>
<i>Ambiente</i>	<i>148</i>
<i>Sociale</i>	<i>117</i>
<i>Governance</i>	<i>775</i>
<i>Totale*</i>	<i>855</i>

<sup>347</sup> BLACKROCK, *supra* nota 322, p. 5.

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

Fonte: elaborazione dell'autore sulla base dei dati raccolti (su cui cfr. *supra*).

\* Il differenziale tra numero di *engagements* totali e somma degli *engagements* delle singole categorie è dovuto al fenomeno dei *multiple engagements* (su cui cfr. *supra*).

Con riferimento al numero totale, quindi, gli *engagements* su questioni E&S sono stati relativamente pochi. Certo, si potrebbe osservare come il numero complessivo di questi ultimi sia comunque superiore al numero di società (che, come visto *supra* nel par. 5, è di 117) in cui BlackRock ha votato su proposte E&S di altri azionisti. Si potrebbe pertanto ipotizzare che il basso livello di supporto a tali proposte sia dovuto alla circostanza che BlackRock ha preventivamente (i.e., prima del voto in assemblea) affrontato la relativa questione in occasione di un dialogo diretto con i *managers* e che, in quella sede, il gestore sia tutto sommato stato convinto della non necessità di dover affrontare la questione ambientale o sociale oggetto della proposta degli azionisti. Insomma, lo scarso livello di supporto potrebbe spiegarsi accettando l'idea che, rispetto al voto in assemblea, il dialogo diretto giochi un ruolo quasi ipertrofico.

L'ipotesi è però smentita subito laddove si confrontino i dati sulle società in cui sono state presentate proposte E&S su cui BlackRock ha espresso voto contrario con quelli relativi alle società con i cui amministratori il gestore ha condotto dialoghi diretti su questioni E&S. Se l'ipotesi summenzionata fosse valida, si osserverebbe che il gestore ha condotto dialoghi diretti con il management di *tutte* le società in cui ha espresso voto negativo. Questo non è però il caso. BlackRock non ha infatti condotto *private engagements* con 25 delle 117 società<sup>348</sup> in cui ha votato contro una

---

<sup>348</sup> Di seguito, l'elenco di tali società: ADOBE; Alaska Air; Altria; American Tower; Analog Devices; Apple; Capri; CarMax; Cognizant Technology Solutions Corporation; Darden Restaurants, Inc.; Eli Lilly; FedEx; Fiserv, Inc.; Kohl's; Macy's, Inc.; NextEra; Roper Technologies, Inc.; Royal Caribbean Cruises Ltd; Salesforce.com, Inc.; SCANA Corp.; Simon; The Charles Schwab Corporation; The Coca-Cola; The Western Union Company; United Continental Holdings, Inc.

o più proposte ambientali o sociali, società che rappresentano 31 (i.e., il 20%) delle 156 proposte E&S parte del campione.

I dati non migliorano ove si consideri State Street, visto che nel periodo considerato il gestore non ha condotto dialoghi diretti con l'60% delle 117 società in cui il gestore ha opposto una proposta ambientale o sociale.<sup>349</sup>

Insomma, un'analisi empirica degli *engagements* privati condotti da BlackRock e State Street nel periodo di riferimento mostra che questa strategia di *stewardship* non spiega *pienamente* il basso livello di supporto. Se ciò è vero, sembra al contempo innegabile come dai dati emerge, da un lato, che gli *engagements* possono spiegare *in parte* il motivo del basso livello di supporto, dall'altro — e da una prospettiva più generale — che molte delle

---

<sup>349</sup> Di seguito, l'elenco di tali società: ADOBE; Alaska Air Group; Alliant Energy Corp.; Altria Group, Inc.; American Airlines Group Inc.; American Express Company; American Tower Corporation; American Water Works Company, Inc.; Amphenol Corp.; Analog Devices, Inc.; Bank of America Corporation; C.H. Robinson Worldwide, Inc.; Capri Holdings Limited; CarMax, Inc.; Centene Corporation; CenturyLink, Inc.; Cigna Corporation; Cognizant Technology Solutions Corporation; Comcast Corporation; Discovery, Inc.; DTE Energy Company; DuPont de Nemours, Inc.; Exelon Corporation; Fastenal Company; Fiserv, Inc.; Flowserve Corporation; Franklin Resources, Inc.; Honeywell International, Inc.; Illumina, Inc.; Intel Corporation; J.B. Hunt Transport Services, Inc.; Johnson & Johnson; JPMorgan Chase & Co.; Kohl's Corporation; Macy's, Inc.; Mastercard Incorporated; Merck & Co., Inc.; Mondelez International, Inc.; Netflix, Inc.; Newell Brands, Inc.; NextEra Energy, Inc.; Northrop Grumman Corporation; Nucor Corporation; Omnicom Group, Inc.; PayPal Holdings, Inc.; PepsiCo, Inc.; Phillips; Roper Technologies, Inc.; Ross Stores, Inc.; Royal Caribbean Cruises Ltd; SCANA Corp.; Sempra Energy; Simon Property Group, Inc.; Southwest Airlines Co.; The Boeing Company; The Charles Schwab Corporation; The Interpublic Group of Companies, Inc.; The Walt Disney Co.; The Western Union Company; Tyson Foods, Inc.; Union Pacific Corporation; United Continental Holdings, Inc.; United Parcel Service, Inc.; VeriSign, Inc.; Verizon Communications, Inc.; Walgreens Boots Alliance, Inc.; Wynn Resorts, Limited; Yum! Brands, Inc.

discussioni su questioni E&S avvengano dietro le quinte, per mezzo appunto del dialogo diretto.

La centralità degli *engagements*, dunque, impone una riflessione più ampia e di carattere sistematico sul ruolo dell'istituto. Uno dei punti di forza che contribuiscono a determinarne il successo è ricollegabile alla loro tendenziale opacità, nel senso che il dialogo diretto tra gestore e *management* della società-portafoglio avviene esclusivamente tra essi. Sarà il primo, poi, a decidere se e cosa rendere pubblico dell'incontro. Questa circostanza ha sollevato molte perplessità con riferimento ai profili di trasparenza: a fronte delle rivendicazioni dei gestori, i quali hanno a più riprese dichiarato di essere sufficientemente trasparenti,<sup>350</sup> nel dibattito accademico statunitense, non è mancato chi ha sostenuto la necessità di una maggiore trasparenza sul contenuto degli *engagements*.<sup>351</sup>

b. Proposte meritevoli?

In secondo luogo, nell'analizzare il comportamento di voto dei tre gestori, è essenziale anche considerare che non sempre ogni proposta degli azionisti è meritevole per il solo fatto che cerchi d'implementare una misura pro-ambiente o sociale. Occorre dunque domandarsi se il basso livello di supporto prestato in assemblea dai tre gestori alle proposte E&S di altri azionisti rifletta un sostanziale loro disinteresse rispetto a tali questioni (a dispetto di ciò che, come visto, essi dichiarano nei loro *engagement principles*) oppure sia piuttosto dovuto alla circostanza che molte di queste proposte non sono in effetti meritevoli.

---

<sup>350</sup> Cfr. Mallow (Vice-presidente di BlackRock) e Sethi, *supra* nota 341, p. 33 e nota 153 (“Vanguard, BlackRock and State Street are already quite transparent about their engagement activities” evidenziando peraltro come tutti e tre i gestori “[ . . . ] produce a wide variety of publications detailing their engagement activities, voting outcomes, and views on macroeconomic and geopolitical trends that impact their stewardship activities.”).

<sup>351</sup> Bebchuk e Hirst, *supra* nota 314, pp. 2123 e ss.

Indagare quest'ultimo profilo è compito particolarmente arduo. Sembra infatti difficile comprendere se una proposta sia o meno meritevole senza facilmente cadere in giudizi puramente soggettivi. Meritevole — verrebbe infatti da domandarsi — da che punto di vista? Un naturale punto di partenza, utile anche per correggere il rischio di soggettività di una siffatta analisi, è quello di porsi dal punto di vista degli azionisti. In effetti, sono gli azionisti a essere titolari del diritto di voto in assemblea e, quindi, sempre gli azionisti sono coloro chiamati a considerare la meritorietà della proposta. Un'indicazione utile può quindi essere ricavata dal comportamento di voto anche degli altri soci: in particolare, se le proposte E&S nel campione hanno ricevuto livelli di supporto bassi anche dagli altri azionisti, pare ragionevole concludere che tali proposte non siano state considerate meritevoli, almeno dal punto di vista degli azionisti.

Per indagare tale profilo, ho quindi raccolto dati sulle percentuali di supporto ottenute dalle proposte E&S nel campione.<sup>352</sup> Al fine di circoscriverlo, mi sono concentrato sulle proposte sottoposte alle prime cento società per capitalizzazione dell'indice S&P 500. Per tal via, sono rimaste 76 proposte E&S, di cui 9 supportate da almeno uno dei tre gestori.

Ho poi verificato quale sia la percentuale di supporto ricevuta dalle proposte E&S non supportate dai Tre Giganti.<sup>353</sup> A tal fine, ho quindi raccolto i dati sulle percentuali di supporto alle proposte nel campione, isolando le 67 non supportate dai tre gestori. L'indagine mostra come vi sia stata una tendenza generalizzata tra gli azionisti a votare contro le proposte ambientali e sociali. Infatti, alcune proposte hanno ottenuto percentuali di supporto ben al di sotto del 10% dei votanti. Oltre la metà delle 67 proposte non ha ricevuto il supporto neanche del 20% dei votanti e, fra tutte, soltanto una si è avvicinata alla soglia del 50%, ottenendo poco più del 41% di

---

<sup>352</sup> I dati sui livelli di supporto sono forniti da ProxyMonitor.

<sup>353</sup> L'elenco completo è delle proposte con le percentuali di voto è detenuto dall'autore e può essere ottenuto mediante apposita richiesta.

supporto. Guardando i dati da un altro angolo visuale, si osserva quindi come la larga maggioranza delle proposte sia stata opposta da percentuali molto elevate di azionisti votanti, con percentuali di opposizione del 58% nel migliore dei casi (cioè nel caso della proposta più votata) e, negli altri casi, con percentuali di opposizione tra l'80% e il 99.5%. Se si considera che le percentuali di supporto qui riportate includono anche gli azionisti che hanno presentato le proposte,<sup>354</sup> le percentuali di supporto “esterno” (cioè da parte degli azionisti che non si sono resi promotori della proposta) diminuiscono ulteriormente e, quindi, quelle di opposizione crescono.

I dati sembrano mostrare come la larga maggioranza degli azionisti abbia considerato le proposte non meritevoli. È vero che si tratta di proposte cc.dd. *precatory* — e cioè di proposte non vincolanti, che non hanno quindi bisogno di ottenere il 50+1% dei voti a favore per sortire i loro effetti.<sup>355</sup> Tuttavia, le basse percentuali di supporto registrate da queste proposte mostrano come, almeno dal punto di vista degli azionisti, esse fossero del tutto immeritevoli di supporto.

In definitiva, da un lato l'utilizzo degli *engagements* privati, dall'altro la circostanza che la maggior parte degli azionisti (e non solo i Tre Giganti) abbia considerato le proposte parte del campione non meritevoli di supporto, contribuiscono a spiegare le basse percentuali di supporto dei tre gestori alle proposte ambientali e sociali.

L'analisi condotta non intende dimostrare una presunta correttezza del comportamento di voto di BlackRock, Vanguard e

---

<sup>354</sup> Percentuale che, ai sensi della Rule 14a-8, negli Stati Uniti dev'essere pari ad almeno l'1% del capitale sociale. Cfr. *Securities and Exchange Act*, 17 CFR § 240.14a-8.

<sup>355</sup> E, infatti, in presenza di una proposta largamente supportata il *management* della società potrebbe decidere d'implementarla pur non avendo questa ricevuto la maggioranza dei voti a favore.

State Street Global Advisors. Nondimeno, intende tuttavia dimostrare come non si debba cadere nel facile equivoco, in cui sembra alcuni siano caduti,<sup>356</sup> di ritenere che i dati sui voti E&S dei Tre Giganti mostrino inequivocabilmente come il loro impegno ESG, enunciato nei loro *engagements principles*, sia una mera operazione d'immagine. Insomma, si è cercato di dimostrare come il mancato supporto a proposte E&S, anche quando sembra essere sistematico e generalizzato come in questo caso, non significhi in automatico un'avversione alle dimensioni sociali ed ambientali, ma possa essere altrimenti spiegato.

Certo, se così stanno le cose — e cioè se i Tre Giganti tendono a non supportare le proposte E&S di altri azionisti perché (a) ricorrono in prima battuta e in misura maggiore agli *engagements privati* e (b) ritengono mole di queste proposte immeritevoli — si può e si deve riflettere su altri profili. Con riferimento al dialogo diretto, bisogna riflettere sul tema della trasparenza cui si è accennato sopra.<sup>357</sup> Con riguardo al secondo profilo, sorge spontanea il seguente interrogativo: se i Tre Giganti non reputano meritevoli le proposte E&S di altri azionisti, ma nondimeno dichiarano di prestare attenzione a tali questioni, perché, come visto sopra,<sup>358</sup> non elaborano mai le loro proposte?

Il motivo sembra andare al cuore del loro *business model* (su cui v. sopra, Parte B): questi fondi hanno partecipazioni in moltissime società. Condurre strategie d'investimento simili a quelle dei fondi speculativi — e cioè analisi specifiche sulle singole società con eventuale presentazione di proposte all'assemblea dei soci — è sostanzialmente impossibile per tali gestori, anche a causa dell'assenza di risorse in termini di personale. La Tabella sotto

---

<sup>356</sup> Cfr. nota 340. V. anche Caleb N. Griffin, *Environmental & Social Voting at Index Funds* (in corso di pubblicazione 2020) disponibile all'indirizzo [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3542081](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3542081).

<sup>357</sup> *Supra* par. 6. a.

<sup>358</sup> *Supra* par. 5.

Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.

riportata è stata elaborata da Bebchuk e Hirst<sup>359</sup> e mostra come vi sia un evidente squilibrio tra società in cui i Tre Giganti investono e personale a disposizione.

TABLE 1: STEWARDSHIP PERSONNEL AND PORTFOLIO COMPANIES

	<i>BlackRock</i>	<i>Vanguard</i>	<i>SSGA</i>
<i>Stewardship Personnel</i>	45	21	12
<i>Portfolio Companies (Worldwide)</i>	11,246*	13,225	12,191*
<i>Portfolio Companies (U.S.)</i>	3,765	3,672	3,117*

\* Estimated

Fonte: Bebchuk & Hirst

È quindi evidente che la sinergia di cui si parlava sopra<sup>360</sup> con gli attivisti (e, quindi, in particolare con i fondi speculativi) sia effettivamente elemento centrale per una buona strategia E&S, specie per le questioni E&S. Una volta appurato che, tutto sommato (e a dispetto dello scarso livello di supporto alle proposte di altri azionisti), si registri tra i gestori di fondi indicizzati un effettivo interesse alle dimensioni sociale ed ambientale degli investimenti, e rilevato come la sinergia con i fondi speculativi sia centrale, occorre però a questo punto chiedersi se anche tra questi si registri un interesse per le questioni E&S.

Prima di fare ciò, sembra opportuno condurre un'ulteriore analisi per provare a intercettare i *trends* dei gestori di fondi indicizzati per il 2020. L'esercizio è utile per capire se i principi ricavabili dalle analisi svolte sopra con riferimento al 2018 e al 2019 restino validi anche dopo gli annunci del CEO BlackRock del 2020.<sup>361</sup> Per questo motivo — e cioè in considerazione del fatto che, alla luce di tali dichiarazioni, BlackRock sembra aver intensificato

<sup>359</sup> Bebchuk e Hirst *supra* nota 314, p. 2077.

<sup>360</sup> *Supra* Parte B.

<sup>361</sup> Su cui cfr. *supra* par. 4 e note 323, 324 e 325.

il suo impegno E&S rispetto agli altri due *asset managers* — l'analisi che segue sarà focalizzata esclusivamente su questo gestore.

#### 7. Il futuro dell'impegno E&S dei Tre Giganti: prime evidenze empiriche da BlackRock

Nel 2020 l'attività E&S di BlackRock è stata accolta con toni spesso trionfalistici. In Italia, ad esempio, si è posto in evidenza come il gestore sia passato “dalle parole ai fatti”<sup>362</sup> e abbia votato contro il *management* (e, altre volte, a favore di altri azionisti) di molte società-portafoglio. S'intende in questa sede soffermarsi sulle prime evidenze empiriche per capire la direzione adottata dal gestore per l'anno 2020 e comprendere quali siano i possibili *trends* per il futuro.

Come anticipato,<sup>363</sup> parimenti a Vanguard e State Street, BlackRock ha sostanzialmente due modi principali per far avanzare la propria agenda E&S: votare in assemblea dei soci ed effettuare operazioni di *engagement* con i managers delle società-portafoglio.<sup>364</sup> Ci si sofferma inizialmente sul primo profilo. A tal fine, è stato selezionato un campione di società in cui sono state presentate proposte E&S di particolare rilevanza. Come anticipato, in questa sede non s'intende effettuare una ricerca empirica esaustiva, ma soltanto soffermarsi sulle prime evidenze di quest'anno per cercare di coglierne i relativi *trends*.

Ci si propone anzitutto di verificare se, alla luce delle recenti prese di posizione adottate da BlackRock in materia ambientale e sociale, il gestore abbia iniziato a far ricorso al voto in assemblea in

---

<sup>362</sup> Cfr. IL SOLE24ORE, *Clima, BlackRock compila la lista nera delle società e boccia 244 colossi*, 14 luglio 2020.

<sup>363</sup> Cfr. *supra* par. 4.

<sup>364</sup> In teoria, vi sarebbe un'ulteriore opzione e cioè quella di elaborare direttamente proposte da presentare al voto in assemblea dei soci. Come visto, tuttavia, nessuno dei tre gestori sembra aver mai fatto ricorso a tale opzione. Cfr. *supra* par. 5.

modo più sostanziale rispetto agli anni passati. Lo scarso supporto alle proposte E&S di altri azionisti è infatti stato motivo di critica a BlackRock e agli altri due gestori.<sup>365</sup> Prima di procedere all'analisi, occorre sottolineare come in questa sede non s'intenda sindacare il livello di supporto di BlackRock alle proposte di altri azionisti ed esprimere un giudizio favorevole o meno. Piuttosto, s'intende verificare soltanto se il livello di supporto abbia o meno subito un'accelerazione in seguito alle dichiarazioni del 2020 e se, dunque, il voto possa essere diventato per BlackRock lo strumento principale per promuovere il proprio impegno E&S.

Il campione include 15 società quotate sui listini americani ed operanti in diversi settori (tecnologie, gestori di linee aeree, petrolifere, intrattenimento, servizi finanziari, *holdings*). Sono poi state isolate le sole proposte in materia ambientale o sociale. Il campione include dunque 42 proposte che diversi azionisti hanno presentato nel 2020 nelle 15 società considerate. Si è infine individuato il voto espresso da BlackRock su ognuna delle proposte.

Le proposte coprivano diversi profili delle dimensioni ambientali e sociali e, ad esempio, chiedevano ai *boards* di aumentare la *disclosure* in materia d'impatto ambientale, maggiore trasparenza in materia di contributi elettorali erogati dalla società, la pubblicazione di rapporti sui livelli d'inquinamento prodotti dalla società con le sue attività, la modifica della *corporate governance* per introdurre un comitato endo-consiliare specializzato in materia di cambiamento climatico o di diritti umani etc.

I dati mostrano come delle 42 proposte nel campione, il *team stewardship* di BlackRock abbia votato a favore soltanto di 4, votando invece contro le restanti 38. O, detto altrimenti, BlackRock

---

<sup>365</sup> Cfr., ad esempio, R. Kerber e T. McLaughlin, *Biggest U.S. index funds oppose most climate proposals in shareholder votes*, Reuters (2019), <https://www.reuters.com/article/us-usa-funds-index-climatechange/biggest-u-s-index-funds-oppose-most-climate-proposals-in-shareholder-votes-idUSKBN1WN105>.

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

ha votato contro circa il 90.5% delle proposte ambientali e sociali parte del campione. La Tabella 4 mostra i risultati, riportando sia il nome della società alla cui assemblea dei soci le proposte sono state presentate, sia l'indicazione di quante di tali proposte siano state supportate ed opposte da BlackRock.

*Tabella 4. Voti del team stewardship di BlackRock sulle proposte ambientali e sociali di altri azionisti.*

Società	Proposte non Supportate	Proposte Supportate
Facebook	4	0
Cheniere	1	0
Sanderson	2	0
Alphabet <sup>366</sup>	6	0
Boeing	1	0
Chevron	3	1
Delta	2	0
Exxon	4	0
J.B. Hunt Transport Services	2	0
Santander Consumer USA Holdings	0	2
Walmart	3	0

<sup>366</sup> Il numero di proposte include la proposta relativa a un *Report on Takedown Requests*. Seppur probabilmente tale proposta non ricada nella categoria E&S in senso stretto, essa presenta nondimeno dei tratti “sociali” in senso lato in quanto chiede al *board* di fare chiarezza sui siti e parole-chiave che Alphabet censura in risposta alle richieste dei Governi.

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

Amazon	9	0
Ovintiv	0	1
Walt Disney	1	0
<b>Totale</b>	<b>38</b>	<b>4</b>

*Fonte: elaborazione dell'autore*

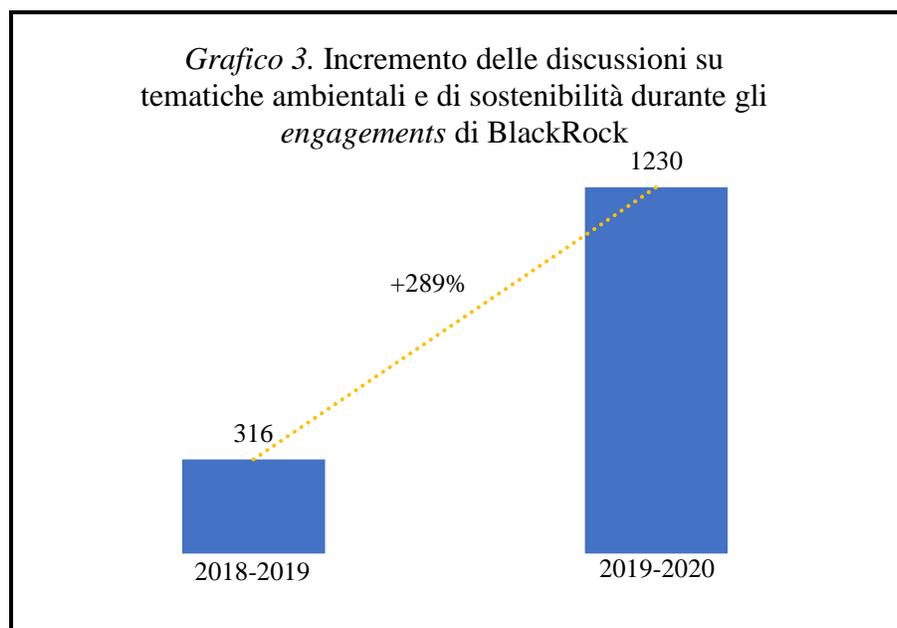
Dai dati emerge poi un'ulteriore indicazione. In quattro delle società parte del campione,<sup>367</sup> infatti, BlackRock ha votato contro un candidato al consiglio di amministrazione per motivi legati a tematiche di sostenibilità.<sup>368</sup> È interessante osservare come in due casi (Chenier ed Exxon) il voto contrario sia stato espresso in società in cui BlackRock non ha supportato le proposte E&S degli altri azionisti, mentre in un altro caso (Santander Consumer USA Holdings) il voto contro il candidato è stato espresso in una società in cui BlackRock ha anche supportato le proposte E&S.

---

<sup>367</sup> Si tratta di Cheniere, Exxon, Santander Consumer USA Holdings e National Fuel Gas Company, quest'ultima non inclusa nella tabella in quanto la sua assemblea non è risultata destinataria di proposte ambientali o sociali per il 2020. Nel caso di Exxon e Santander il voto contrario è stato espresso per mancanza di progressi da parte della società con riguardo alle raccomandazioni della TCFD (*Task Force on Climate-related Financial Disclosures*), con cui si è provato a individuare dei principi generali di *disclosure* su questioni climatiche al fine di rendere la pubblicazione di tali informazioni da parte di società, banche e investitori tendenzialmente omogenea nella struttura e dunque comparabile. Nel caso della National Fuel Gas Company e di Cheniere il voto contrario è dovuto all'assenza di progressi in materia di *reporting* climatico (nel caso di Cheniere BlackRock ha votato contro due candidati, ma solo un voto contrario è stato dovuto all'assenza di progressi sul *reporting* climatico; l'altro voto contrario, infatti, è stato giustificato da BlackRock adducendo a un "sovraffollamento" numerico del c.d.a. della società).

<sup>368</sup> BlackRock ha votato contro un candidato al c.d.a. anche in Facebook, ma il voto contrario non è dovuto all'assenza di progressi della società sulle tematiche E&S, ma piuttosto al fatto che, secondo BlackRock, il candidato non era indipendente.

Occorre ora domandarsi quali siano state le tendenze in materia di *engagements* che, tradizionalmente, hanno rappresentato uno strumento di *voice* particolarmente rilevante — anzi, spesso persino più importante del voto in assemblea — nel contesto delle attività di *stewardship* di BlackRock e dei suoi concorrenti.<sup>369</sup> Da un punto di vista generale e puramente quantitativo, il numero di volte in cui, durante gli *engagements*, BlackRock ha discusso di profili ambientali e sociali è, rispetto agli anni passati, aumentato nel corso della prima parte del 2020. Con riferimento ai primi, infatti, BlackRock ha fatto registrare un aumento del 289% nel corso del 2019-2020 rispetto al 2018-2019 (cfr. Grafico 3).<sup>370</sup>

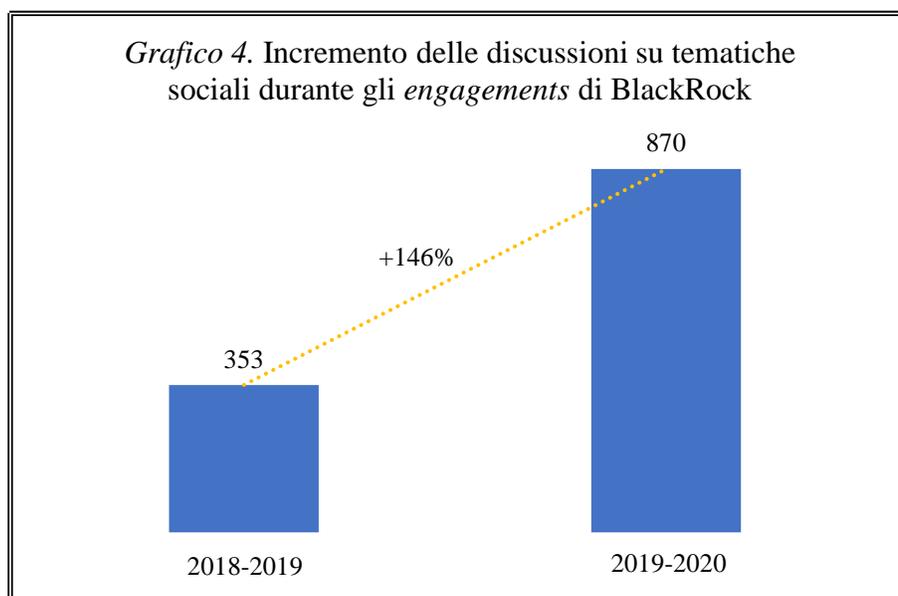


Fonte: Elaborazione dell'autore

<sup>369</sup> J. A. McCahery, Z. Sautner e L. T. Starks, *Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors*, 71 J. FIN. 2905, 2906 (2016).

<sup>370</sup> BlackRock Investment Stewardship, dati preliminari aggiornati al 30 giugno 2020.

Con riferimento invece alle tematiche sociali, l'aumento, seppur meno consistente, è stato particolarmente significativo, segnando un +146%.<sup>371</sup>



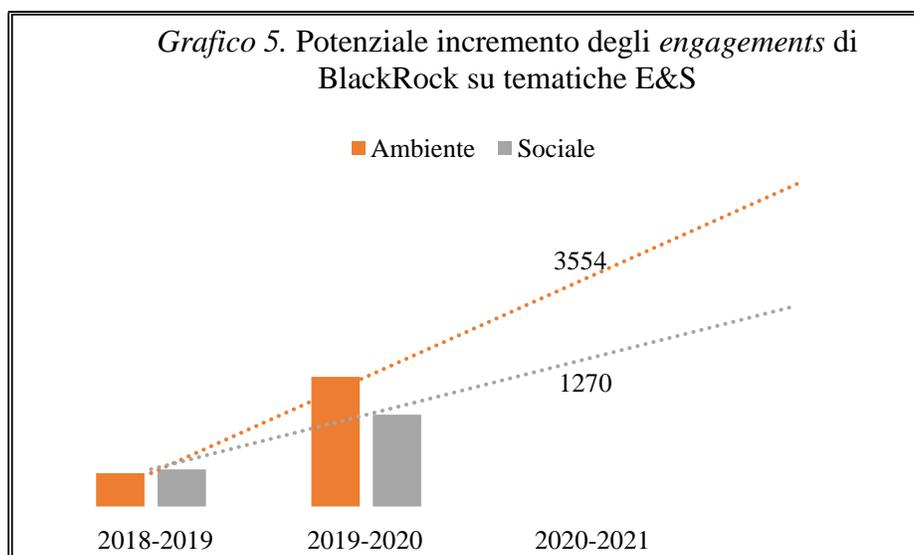
Fonte: Elaborazione dell'autore

Pur trattandosi di dati globali — nel senso che comprendono tutti i mercati in cui BlackRock opera (e non solo quello americano), e dunque non sono particolarmente indicativi per un mercato specifico — essi segnalano senza dubbio una tendenza generale del gestore, che è quella di far ricorso in maniera sempre più frequente a questo strumento di *voice* “informale”.

Assumendo un *trend* crescente costante anche per l'anno successivo, nel 2020-2021 BlackRock potrebbe discutere nei propri *engagements* di tematiche ambientali e sociali oltre 3500 e 1200 volte rispettivamente, come mostrato nel Grafico 5 sotto.

---

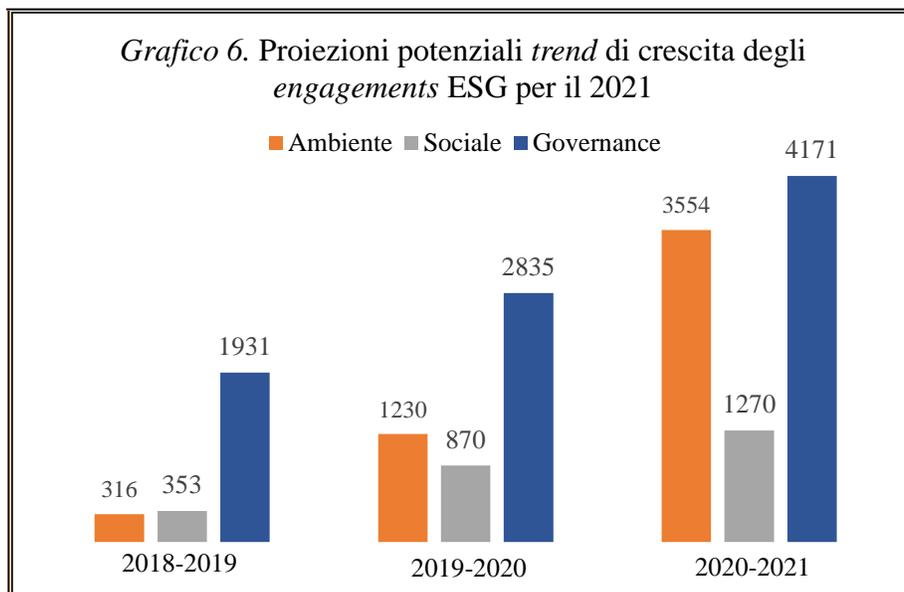
<sup>371</sup> *Ibidem.*



Fonte: Elaborazione dell'autore

Qualora questo trend rimanesse costante, il 2021 segnerebbe il definitivo sorpasso (che già sembra essersi registrato nel Q1 2020<sup>372</sup>), almeno in termini numerici, degli *engagements* su tematiche E&S rispetto a quelli di *governance* pura. Se infatti si assumesse una crescita costante delle tre tipologie di *engagements* — e se dunque si assumesse che, mantenendo il tasso di crescita del 46% registrato tra il 2018-19 ed il 2019-20, quelle di *governance* crescessero del 46% anche nel 2021 — il numero di volte in cui BlackRock discuterebbe negli *engagements* questioni ambientali o sociali raggiungerebbe nel 2021 le oltre 4800 unità, a fronte invece di quelle in cui discuterebbe tematiche di *governance* che, crescendo a un tasso minore di quelle E&S, si fermerebbero a poco meno di 4.200 (cfr. Grafico 6).

<sup>372</sup> *Infra*, Grafico 6.



Fonte: Elaborazione dell'autore

Concentrandosi sul 2020 soltanto, si osserva come nel primo quarto del 2020 BlackRock abbia condotto globalmente 802 *engagements*,<sup>373</sup> di cui 399 con managers di società quotate negli Stati Uniti.<sup>374</sup> Di questi, in 467 sono stati discusse questioni relative a tematiche ambientali e di sostenibilità, mentre in 286 tematiche sociali. Occorre evidenziare come molti *engagements* coprano una varietà di tematiche. Così, in una discussione con o lettera inviata al management di una certa società BlackRock tenderà a trattare, per esempio, questioni sia di governance, sia ambientali (cc.dd. *multiple engagements*). L'*engagement* sarà sempre

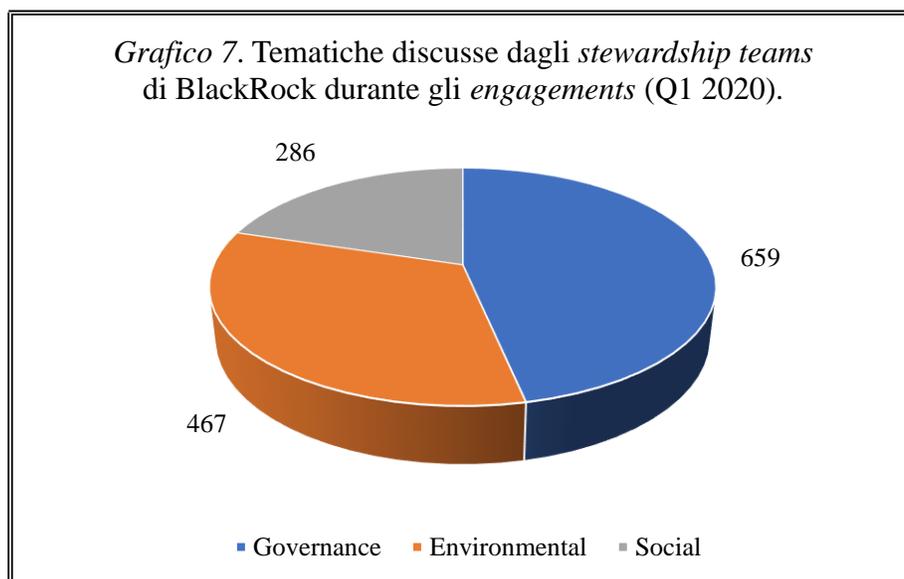
<sup>373</sup> BlackRock, dati aggiornati al 5 aprile e relativi al primo quadrimestre del 2020.

<sup>374</sup> Occorre evidenziare che BlackRock fornisce la frazione di *engagements* condotta in dato mercato, ma non fornisce con riguardo a tale dato l'ulteriore indicazione delle tematiche discusse. Per le tematiche bisognerà dunque necessariamente far riferimento ai dati totali, che includono cioè tutti i mercati e non solo quello statunitense.

uno, ma le tematiche e questioni discusse potranno essere più di una.<sup>375</sup> Il Grafico 7 tripartisce gli *engagements* in base alle tematiche discusse.

È opportuno sottolineare come il Grafico non riporti il numero di *engagements* — che, appunto, come anticipato (cfr. nota 375) per il Q1 2020 sono stati 802 — ma il numero di volte in cui nell'ambito degli *engagements* sono state discusse tematiche afferenti ad una delle categorie riportate.

Come si nota, gli *stewardship teams* di BlackRock hanno utilizzato in larga misura gli *engagements* per discutere anche tematiche ambientali e sociali che, considerate congiuntamente, sono state discusse più frequentemente di quelle di *governance* pura.



Fonte: Elaborazione dell'autore

<sup>375</sup> Per questo motivo, la somma dei numeri riportati nel Grafico 7 è superiore a quella (802) del numero di *engagements* condotti durante il periodo di riferimento.

a. Alcune riflessioni alla luce dei *trends* del 2020

I dati empirici raccolti ed evidenziati nel precedente paragrafo sono utili per provare a cogliere e intercettare le possibili tendenze future. Questo esercizio appare utile per tre ragioni. Anzitutto, perché, come anticipato (*supra* par. I), in materia ambientale e sociale BlackRock sembra essere l'*asset manager* più esposto. Sebbene anche i suoi *competitors* diretti (Vanguard e State Street Global Advisors) abbiano di recente effettuato, ma (sembra) in maniera meno accentuata rispetto a BlackRock, una simile svolta E&S, quest'ultimo sembra essere in qualche modo precorrere le tendenze su tali tematiche, sia da un punto di vista temporale, sia per quanto riguarda la "profondità" dell'esposizione. Provare a intercettare le tendenze di BlackRock pare dunque utile anche per capire quale potrebbe essere la direzione futura anche degli altri due gestori.

In secondo luogo, provare a comprendere le possibili tendenze di BlackRock in materia fornisce delle direttrici utili anche con riguardo alle società emittenti per capire, al di là delle dichiarazioni dell'*asset manager*, quale declinazione assuma effettivamente l'impegno ambientale e sociale di BlackRock nei suoi rapporti con il *management* delle società-portafoglio.

Infine, riflettere sui dati empirici di altri mercati — e, in particolare, di quello statunitense — fornisce indicazioni utili anche per il mercato italiano: se è infatti vero che in Italia gli azionisti non sono attivi come negli Stati Uniti,<sup>376</sup> il mercato americano è spesso

---

<sup>376</sup> Ciò è dovuto a una varietà di fattori e specie al livello particolarmente elevato di concentrazione proprietaria che caratterizza le quotate italiane. In particolare, la maggioranza delle società quotate italiane mostra "[ . . . ] assetti proprietari concentrati, essendo controllate di diritto in 123 casi, da un azionista che detiene una quota di capitale inferiore al 50% in 57 casi e attraverso patti parasociali di controllo in 23 casi. Possono essere definiti a proprietà dispersa solo 13 emittenti [ . . . ].". Cfr. Consob, *Report on corporate governance of Italian listed companies* 2019, p. 3.

anticipatore delle tendenze che poi si diffondono, seppur con minore intensità, anche negli altri mercati, compreso quello italiano. In particolare, se si considera che gli investitori istituzionali (specie quelli esteri) detengono partecipazioni rilevanti in alcune delle società quotate italiane a più alta capitalizzazione,<sup>377</sup> capire quali siano le tendenze di tali investitori negli altri mercati fornisce un dato utile per provare ad anticipare quello che potrebbe essere il loro approccio anche nel mercato italiano.

L'analisi dei dati raccolti sembra indicare l'esistenza di almeno tre macro-tendenze. Anzitutto, il voto in assemblea su proposte ambientali e sociali di altri azionisti resta uno strumento marginale per l'implementazione dell'agenda E&S di BlackRock. Come visto, infatti, nel 2020 BlackRock ha votato contro circa il 90.5% delle proposte ambientali e sociali incluse nel campione e il dato è coerente con le tendenze emerse dagli anni precedenti.<sup>378</sup> In questa sede, non ci si occupa delle possibili motivazioni che spingono BlackRock ad assumere tali atteggiamenti: ciò che preme sottolineare, però, è che le dichiarazioni contenute nelle due lettere del 2020 non sembrano aver determinato un'inversione di tendenza per quel che attiene all'utilizzo del voto in assemblea come strumento per condurre battaglie ambientali e sociali.

Se BlackRock è risultato particolarmente restio a sostenere le proposte E&S di altri azionisti, a fronte della mancanza di progressi su tematiche ambientali in alcuni casi il gestore ha nondimeno espresso voto contrario alla candidatura di un componente del c.d.a. e ciò è avvenuto talvolta indipendentemente,<sup>379</sup> talaltra

---

<sup>377</sup> Basti pensare che “[g]li investitori istituzionali sono presenti nell'azionariato rilevante di 62 società quotate italiane [ . . . ] pari a circa il 27% del mercato. Gli investitori istituzionali italiani sono azionisti rilevanti in 13 imprese, soprattutto di piccole dimensioni, mentre gli esteri detengono partecipazioni rilevanti in 51 emittenti, incluse società a medio-alta capitalizzazione.” *Ibidem*.

<sup>378</sup> Cfr., e.g., *supra* par. 5.

<sup>379</sup> Cfr. nel campione i casi di Chenier ed Exxon.

congiuntamente<sup>380</sup> all'espressione di un voto favorevole sulle proposte E&S degli altri azionisti.

Questa seconda tendenza che emerge da una prima riflessione sui dati 2020 se, per un verso, può rappresentare interessante da un punto di vista E&S — anche in un'ottica di produzione di valore nel lungo termine, ormai sempre maggiormente associata alla produzione d'impatti positivi in materia sociale e ambientale<sup>381</sup> — dall'altro può destare qualche preoccupazione. In effetti, l'espressione di un voto contrario nei confronti di un candidato al c.d.a. ben potrebbe essere un modo per “eliminare” un amministratore non gradito nascondendosi dietro una non meglio precisata mancanza di progressi in materia ambientale o sociale. A scanso di equivoci, in quanto azionista BlackRock ha certamente il diritto di votare contro la nomina di un amministratore non gradito. Tuttavia, seppur celata dietro la generica motivazione della mancanza di progressi sulle dimensioni ambientali e sociali, l'intenzione del gestore di opporsi alla nomina di un amministratore ben potrebbe essere dovuta ad altri motivi meno “nobili” come, ad esempio, la mancata riassegnazione a BlackRock del ruolo di gestore dei piani pensionistici *ex* Sezione 401(k) dell'*Internal Revenue Code* americano (che, ad oggi, rappresenta una significativa fonte di profitto per gli *asset managers* come BlackRock).<sup>382</sup> In questi casi, l'esercizio del diritto di voto non sarebbe motivato dall'intenzione di BlackRock di agire nel miglior interesse dei suoi investitori, criterio cui un *asset manager* deve

---

<sup>380</sup> Cfr. nel campione il caso di Santander Consumer USA Holdings.

<sup>381</sup> Un recente studio di Morningstar ha ad esempio evidenziato come i fondi cc.dd. sostenibili sembrano essere più resilienti e offrire *performance* migliori di quelli tradizionali, specie in contesti di recessione come quella recentemente scatenata dall'emergenza Covid-19. Jon Hale, *Sustainable Funds Weather the First Quarter Better Than Conventional Funds*, 3 aprile 2020 (“Seven out of 10 sustainable equity funds finished in the top halves of their Morningstar Categories, and 24 of 26 environmental, social, and governance-tilted index funds outperformed their closest conventional counterparts.”).

<sup>382</sup> Bebchuk e Hirst, *supra* nota 314, pp. 2062-63.

generalmente conformare le proprie scelte di voto.<sup>383</sup> Certo, potrebbe osservarsi come, tutto sommato, qualora BlackRock voglia effettivamente agire per fini egoistici, possa farlo anche adducendo altre motivazioni e non debba necessariamente ricorrere a quella della mancanza di progressi in materia ambientale. Se ciò è vero, non può del pari negarsi come la sfera ambientale (come quella sociale) costituisca un terreno particolarmente “scivoloso”, nel quale interpretare i dati è esercizio arduo. Non a caso, in alcuni ordinamenti si è sentita l’esigenza d’introdurre tassonomie *ad hoc* per chiarire concetti sfuggenti come quello di “sostenibilità”,<sup>384</sup> e in quegli altri ordinamenti in cui una tassonomia non è ancora stata introdotta, se ne sta discutendo.<sup>385</sup> Insomma, c’è il rischio che il voto

---

<sup>383</sup> Cfr., negli Stati Uniti, *Disclosure of Proxy Voting Policies and Proxy Voting Records by Registered Management Investment Companies*, Securities Act Release No. 8188, Exchange Act Release No. 47,304, Investment Company Act Release No. 25,922, 68 Fed. Reg. 6564 (2003) (“[ . . . ] [A]n investment adviser voting proxies on behalf of a fund must do so in a manner consistent with the best interests of the fund and its shareholders.”).

<sup>384</sup> Cfr., in UE, il regolamento recentemente adottato in materia d’investimenti sostenibili con cui si fornisce una nozione comune di “attività economiche sostenibili”. Cfr. regolamento (UE) 2020/852 relativo all’istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088.

<sup>385</sup> Da tempo negli Stati Uniti si discute sulla necessità d’introdurre una tassonomia ESG e i regolatori americani non hanno sinora adottato una tassonomia uniforme per le attività ESG. Cfr. A. Farmer e S. Thompson, *The Ripple Effect of EU Taxonomy for Sustainable Investments in U.S. Financial Sector*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance (2020), <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/06/10/the-ripple-effect-of-eu-taxonomy-for-sustainable-investments-in-u-s-financial-sector/>, che evidenziano come “[s]o long as the U.S. Securities Exchange Commission and other U.S. federal and state regulators remain silent on creating uniform criteria for defining sustainable economic activities in the U.S., the EU framework provides the most explicit guidance to investment funds and companies seeking clarity as to whether a technology, product, or service makes a substantial contribution to an environmental objective.”. Tuttavia, la *Security and Exchange Commission* ha recentemente adottato iniziative che sembrano muoversi verso tale direzione. Cfr. L. T. Barnum, D. Mussio e M. B. Houlihan, *Potential Impact of New SEC Guidance on Performance Metrics on Disclosure of ESG Metrics*, HARV. L. SCH. F. CORP. GOVERNANCE & FIN. REG. (6 marzo 2020)

contrario alla nomina di un candidato amministratore, quando giustificato da ragioni come la stasi in materia ambientale, possa celare fini più egoistici dell'*asset manager* e, dunque, non essere una scelta strettamente collegata all'intenzione di provare a produrre valore per gli azionisti e, in ultima istanza, per gli investitori.

L'ultimo dato particolarmente rilevante che emerge da questa prima ricerca empirica è il ruolo significativo degli *engagements*, che sembrano ormai aver consolidato il loro ruolo di strumento principale per la conduzione della c.d. *environmental and social stewardship*. Nel par. III si è visto come nell'ultimo anno gli *stewardship teams* di BlackRock abbiano discusso tematiche ambientali e sociali durante gli *engagements* a tassi molto maggiori rispetto al 2018-2019. Si è anche visto come, qualora il tasso di crescita rimanga costante, entro il prossimo anno gli *stewardship teams* di BlackRock discuteranno tematiche ambientali e sociali, considerate congiuntamente, più frequentemente di quelle di *governance* pura.

Se, dunque, deve identificarsi un effetto prodotto dalle dichiarazioni rilasciate da Larry Fink nel 2020, questo sembra esser stato un'impennata dell'utilizzo degli *engagements* come mezzo per discutere le tematiche E&S. Tuttavia anche questo dato, parimenti all'utilizzo del voto in assemblea contro candidati amministratori, presenta delle criticità. La principale sembra essere la trasparenza. Il contenuto delle discussioni degli *engagements* spesso non è pubblico (e.g., quando l'*engagement* viene effettuato via telefono o in un incontro privato con i *manager* della società portafoglio). BlackRock è pertanto nella posizione di decidere se e cosa pubblicare. Ciò crea un duplice ordine di problemi: da un lato, gli investitori in BlackRock non spesso sanno se BlackRock stia effettivamente perorando la causa E&S; dall'altro, BlackRock sembra indirettamente giustificare il suo basso livello di supporto alle proposte E&S di altri azionisti affermando che molte delle

---

<https://corpgov.law.harvard.edu/2020/03/06/potential-impact-of-new-sec-guidance-on-performance-metrics-on-disclosure-of-esg-metrics/>.

questioni ambientali e sociali vengono discusse (e spesso risolte?) in prima battuta durante il suo dialogo diretto con gli amministratori delle società-portafoglio.<sup>386</sup> Ciò però sembra difficile da verificare, specie considerando che è appunto il gestore stesso a veicolare la frequenza e la misura dell'informazione riguardo al contenuto degli *engagements*. Non è dunque un caso che parte della dottrina statunitense si sia preoccupata di chiedere una maggiore trasparenza sul contenuto degli *engagements*.<sup>387</sup>

Da una prospettiva più generale, i primi *trend* del 2020 sembrano indicare un aumentato interesse di BlackRock per le tematiche E&S, più di quanto già non abbia fatto negli anni è passati. E i dati indicano come, se il voto in assemblea sulle proposte E&S di altri azionisti resta uno strumento marginale, l'agenda E&S del gestore venga invece implementata prevalentemente per mezzo degli *engagements* e, talvolta, esprimendo voto contrario alla nomina di un candidato amministratore al c.d.a.

#### 8. Fondi speculativi e campagne ESG: un'analisi empirica

Un buon punto di partenza per capire cosa accada sulle dimensioni E&S nel mondo degli *hedge funds* e, in particolare, se anche tra questi ultimi si registri un interesse per queste tematiche,

---

<sup>386</sup> Cfr. BlackRock, *Our approach to sustainability* (2020) p. 8 (“Our approach employs a natural escalation process. If we are not satisfied with a company’s disclosures, we typically put it ‘on watch’ and give the company 12 to 18 months to meet our expectations. [ . . . ] If a company has still failed to make progress after this timeframe, voting action against management typically follows.”).

<sup>387</sup> Cfr. Bebchuk e Hirst, *supra* nota 314, pp. 2123 e ss. Per l’opposta opinione secondo cui BlackRock, Vanguard e State Street Global Advisors sono già trasparenti riguardo ai loro *engagements* cfr. Mallow (Vice-presidente di BlackRock), *supra* nota 305, p. 33 e nota 153 (“Vanguard, BlackRock and State Street are already quite transparent about their engagement activities” evidenziando peraltro come tutti e tre i gestori “[ . . . ] each produce a wide variety of publications detailing their engagement activities, voting outcomes, and views on macroeconomic and geopolitical trends that impact their stewardship activities.”).

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

è quello di raccogliere dati sulle campagne da essi condotte. Più specificamente, occorre domandarsi se, negli anni, i fondi speculativi abbiano o meno risposto alla aumentata sensibilità degli investitori e alle sollecitazioni provenienti dal mondo della finanza verso queste tematiche e se quindi stiano o meno assecondando il *trend* ESG. A tal fine, ho raccolto dati sulle campagne E&S condotte da fondi speculativi in società quotate sul listino di New York e parte dell'S&P 500 dal 2006 a oggi.<sup>388</sup>

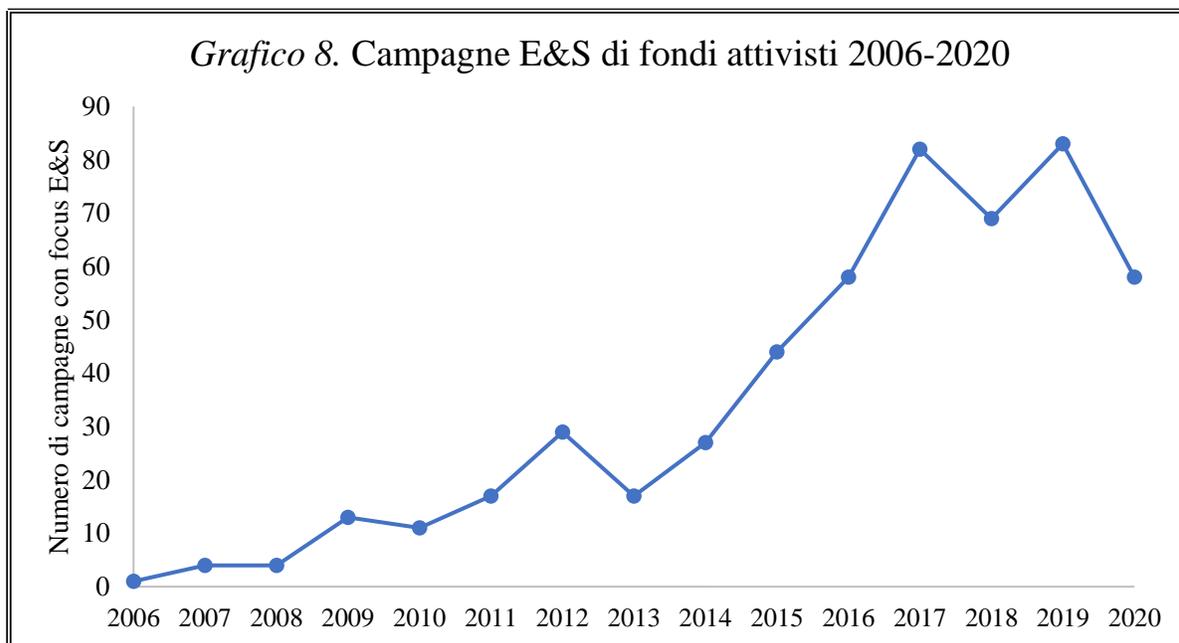
Il dato che emerge chiaramente è il netto aumento nell'arco del periodo di riferimento delle campagne E&S. Se, infatti, nel 2006 un solo fondo ha lanciato una sola campagna<sup>389</sup> in una sola società parte del campione, il *trend* è stato in costante aumento, con una vera e propria “impennata” delle campagne E&S registratasi tra il 2014 e il 2017 (anno in cui vi sono state poco più di oltre 80 campagne a sfondo ambientale e/o sociale). Il Grafico 8 sotto riporta i risultati della ricerca e mostra chiaramente come, se si esclude il leggero decremento del 2018, il numero di campagne ambientali e/o sociali sia stato in costante aumento nel periodo di riferimento. Con 58 campagne e una stagione ancora aperta al momento della redazione del presente elaborato, anche il 2020 non sembra fare eccezione.

---

<sup>388</sup> I dati sono stati raccolti tramite una ricerca nel *database Universal Screening* di Factset.

<sup>389</sup> Si tratta di *Dupont Shareholders for Fair Value* che ha presentato all'assemblea dei soci di DuPont una proposta per chiedere al *board* di pubblicare informazioni sull'utilizzo di sostanze perfluoroalchiliche e polifluoroalchiliche nei prodotti di DuPont.

Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.



Dai dati emerge anche un altro elemento particolarmente significativo: salvo un'eccezione,<sup>390</sup> in tutti i casi parte del campione i fondi hanno cercato d'implementare strategie E&S non tanto cercando di sostituire gli amministratori in carica tramite la presentazione di liste di candidati, ma piuttosto sottoponendo proposte all'assemblea degli azionisti e, soprattutto, inviando lettere ai *boards*.

---

<sup>390</sup> Si tratta della campagna — peraltro conclusa con il successo del fondo — condotta da ValueAct Capital Management LP in Hawaiian Electric Industries, Inc., con cui il primo ha chiesto al *board* della società di accelerare il processo di piena integrazione delle risorse rinnovabili nei processi produttivi della società e, al contempo, ha invitato quest'ultima a iniziare la ricerca di un CEO. La società ha infine raggiunto un accordo con il fondo per la nomina di Eva Zlotnicka, figura con *background* fortemente orientato alle tematiche di sostenibilità, a *managing director*.

Per esempio, una campagna in particolare, che ha ricevuto anche molta attenzione dagli addetti ai lavori e dai media,<sup>391</sup> ha utilizzato questa modalità con successo. Si tratta della campagna condotta congiuntamente dal fondo speculativo JANA e dal fondo pensione pubblico CALSTRS (*California State Teachers' Retirement System*) nel 2018 nei confronti di Apple. Nella lettera,<sup>392</sup> i due investitori — che, al momento dell'invio, erano congiuntamente titolari di azioni Apple per un valore di circa 2 miliardi di dollari — hanno evidenziato come molti studi concludessero l'esistenza di correlazioni positive tra l'utilizzo dei dispositivi Iphone e un netto calo dei livelli di attenzione degli utilizzatori, specie di quelli più giovani, e di come i dispositivi cc.dd. di *parental control* esistenti sugli Iphone avessero efficacia molto limitata, lasciando poca scelta tra due estremi: o limitare del tutto l'accesso alle funzioni Iphone, oppure lasciare libera utilizzabilità. Gli azionisti hanno pertanto chiesto a Apple di adottare provvedimenti, per esempio nominando un comitato di esperti in sviluppo infantile e, soprattutto, migliorando i dispositivi di *parental control*.<sup>393</sup> Poco dopo, la società ha rilasciato un aggiornamento *software* con cui ha introdotto la nuova versione di *parental control*.

L'integrazione dei fattori ambientali e sociali da parte degli *hedge funds* nelle strategie d'impegno con le società assume quindi varie forme e, lungi dal tradursi in strategie d'investimento ostili — come per esempio la presentazione di liste corte per la sostituzione di amministratori non graditi — sembra piuttosto concretizzarsi in un dialogo con il *board* delle società portafoglio. Anzi, il caso di JANA e CALSTRS evidenzia come, talvolta, una strategia di impegno efficace si realizzi non solo dialogando con il *board*, ma

---

<sup>391</sup> Cfr. Robert G. Eccles, *Why an Activist Hedge Fund Cares Whether Apple's Devices Are Bad for Kids*, HARV. BUS. REV. (2018), Eugene Kim, *Investor pressuring Apple to address iPhone addiction says it should be an 'easy fix'*, 9 gennaio 2018, CNBC.

<sup>392</sup> Anne Sheehan, *Letter from JANA Partners & CalSTRS to Apple, Inc.*, HARV. L. SCH. F. CORP. GOVERNANCE & FIN. REG., (19 gennaio 2018).

<sup>393</sup> *Ibidem*.

anche al di fuori dei canali “formali”, quali appunto la presentazione di proposte all’assemblea dei soci.

9. La dicotomia attivismo tradizionale con orizzonti ESG e attivismo ESG “puro”

Peraltro, i dati inducono a una riflessione più ampia sul rapporto tra attivismo e fattori ESG. L’integrazione della dimensione ambientale e sociale nelle strategie di gestione del portafogli degli attivisti sembra interessare tanto i fondi speculativi tradizionali, quanto i nuovi fondi. In questo contesto, i fattori ambientali possono giocare un duplice ruolo: di mezzo e di fine.

Da un lato, i fondi speculativi tradizionali (è cioè quelli che non nascono come fondi ESG) possono far leva sui fattori ambientali e sociali per riuscire a far approvare la loro agenda (o, almeno, incrementare le possibilità che ciò avvenga). Giustificare (in buona o cattiva fede) il tentativo d’implementare una certa strategia ricorrendo per esempio alla retorica della sostenibilità — si pensi, per esempio, al tentativo di sostituire membri del c.d.a. sgraditi giustificando l’iniziativa con la necessità che parte del *board* sia dotato di un *background* E&S — potrebbe aumentare le possibilità che gli azionisti supportino l’iniziativa, specie alla luce della promessa ambientale e sociale dei Tre Giganti (sul punto cfr. più diffusamente *infra* par. 10). In questo contesto, quindi, il ricorso ai fattori E&S è un mezzo a disposizione dei fondi speculativi per implementare le proprie strategie.

Dall’altro lato, vi sono poi fondi di più recente costituzione (come per esempio JANA) che sembrano trattare i fattori ambientali e sociali come fine. Su questo profilo, occorre però intendersi chiaramente. Non si vuole certo dire che questi fondi siano disposti a promuovere i fattori ambientali e sociali per non meglio precisati scopi di beneficio generale: si tratta infatti pur sempre di fondi speculativi, il cui obiettivo principale resta la produzione di un profitto. Nel contesto di questi fondi, però, a differenza di quelli tradizionali, i fattori E&S non sono tanto un mezzo per

implementare le strategie (tradizionali) di gestione del portafoglio, ma diventano essi stessi strategia di gestione. Insomma, invece di giustificare una data azione facendo riferimento ai valori della sostenibilità e socialità, questi fondi promuovono strategie E&S come strumento per incrementare i ritorni economici. E questa tipologia di approccio sembra rappresentare la netta maggioranza delle campagne E&S.<sup>394</sup>

Insomma, la dimensione E&S sembra certamente interessare i fondi di nuova costituzione (o, comunque, quei fondi che ricorrono ai fattori E&S come strategia di gestione del portafoglio). Sembra però interessare anche l'attivismo tradizionale, e cioè quello dei fondi che non hanno trasformato, adattandole ai criteri E&S, le loro strategie di gestione. Ciò, come si vedrà nel prossimo paragrafo, sembra ancor più vero ove si considerino i criteri ambientali e sociali nel rapporto tra attivisti e gestori di fondi indicizzati (come i Tre Giganti): rapporto che, come si spiegherà, sembrerebbe in prospettiva in grado d'indurre tutti gli attivisti (specie quelli tradizionali) a una rivisitazione in chiave E&S delle loro strategie.

#### 10. Possibili correlazioni tra impegno ESG dei Tre Giganti e attivismo ESG

Resta da chiedersi se questo *trend* E&S degli attivisti sia soltanto temporaneo oppure se sia qui per restare e, quindi, trasformare l'attivismo in maniera definitiva. Fornire una risposta certa sembra impossibile; vi è però una serie di elementi che parrebbe far propendere per il secondo scenario. Da un punto di vista generale, sembra infatti che il mondo della finanza sostenibile e dell'*impact investing* da un lato e quello dell'attivismo dall'altro stiano progressivamente convergendo.<sup>395</sup> Ma perché?

---

<sup>394</sup> L'elenco e la descrizione delle campagne attiviste sono detenuti dall'autore e possono essere ottenuti con apposita richiesta.

<sup>395</sup> Così, per esempio, Eccles, *supra* nota 391 ("The truth is that the worlds of activism and impact investing are converging much more swiftly than most people

Un primo motivo può rinvenirsi “a monte” e cioè nella fase di reperimento capitali da parte degli *hedge funds*. Si è visto<sup>396</sup> come gli investitori stiano incanalando ingenti capitali verso strumenti di finanza sostenibile. Come per i gestori di fondi indicizzati, anche per gli attivisti aggiornare le proprie strategie ad un impegno E&S può quindi significare incrementare le possibilità di attrarre questi capitali.<sup>397</sup>

Vi è poi un secondo motivo, meno ovvio del primo, ma egualmente rilevante. Se si considerano i *business models* di fondi indicizzati e fondi speculativi come ricostruiti sopra,<sup>398</sup> si nota come i primi abbiano partecipazioni, spesso anche significative, in moltissime società, mentre i secondi tendano ad acquisire partecipazioni (spesso anche queste significative) in un numero ridotto di società. Per replicare l'indice S&P 500 per mezzo dei loro fondi indicizzati S&P 500, i Tre Giganti, per esempio, acquisiranno partecipazioni in tutte le 500 società, con la conseguenza che, molto probabilmente, essi saranno detentori di partecipazioni nelle società in cui gli attivisti acquistano posizioni.

Le partecipazioni spesso significative dei gestori di fondi indicizzati — specie se i Tre Giganti sono considerati congiuntamente — determinano una situazione in cui il successo della campagna di un attivista spesso dipende dal supporto

---

realize — and this union holds enormous promise for those who wish to see the creation of capital markets that support sustainable economic development.”).

<sup>396</sup> *Supra*, par. 1.

<sup>397</sup> Cfr., e.g., Svea Herbst-Bayliss, Ross Kerber, *Fields of Gold? Jana seeks new money, allies with impact hedge fund*, REUTERS, 12 gennaio 2018 (“By bringing some hard-charging Wall Street chops into this arena, Jana could stand out and, if successful, curry favor with such investors.”).

<sup>398</sup> E infatti, come visto, l'acquisizione di partecipazioni in n vasto numero di società sarebbe incompatibile con il modello di *business* dei fondi speculativi, che richiede la conduzione di studi e ricerche specifici sulla singola società. Cfr. *supra* Parte B.

congiunto degli investitori istituzionali come i Tre Giganti.<sup>399</sup> Alla luce dell'enfasi posta dai Tre Giganti — e, in particolare, da BlackRock — sui fattori E&S, convertirsi a tale strategia significa, per i fondi speculativi attivisti, aumentare le possibilità di ottenere il supporto dei tre gestori in assemblea.

Questo punto sembra particolarmente importante. L'analisi empirica sulle campagne E&S degli attivisti ha mostrato come i fondi attivisti sembrano prediligere forme di dialogo con il *management* delle società portafoglio, che si concretizzano o nell'utilizzo di forme di pressione "informale", come per esempio la pubblicazione di una lettera inviata agli amministratori, oppure nel ricorso a diritti di *voice* formali, come la presentazione di proposte ambientali o sociali all'assemblea dei soci.<sup>400</sup> In entrambi i casi, il supporto degli investitori istituzionali è fondamentale per il successo della campagna. Lo è nel caso di presentazione di proposte, in quanto, come appena visto, il supporto di questi ultimi è spesso decisivo per il successo dell'iniziativa. Ma lo è anche nel caso di ricorso a strumenti di dialogo più "informali", quale appunto la pubblicazione delle lettere inviate al *management*. Pur non essendo necessario il supporto degli investitori in termini di voto, ottenere il loro sostegno — per esempio firmando la lettera congiuntamente, come accaduto nel caso di JANA e del fondo pensione CALSTRS — pare fondamentale per (i) mostrare al *management* che le richieste avanzate godono di consenso diffuso tra gli azionisti; (ii) perché, qualora il fondo intenda minacciare una campagna ostile nei

---

<sup>399</sup> Sebbene le evidenze empiriche sul punto siano miste, la letteratura specialistica sembra propendere nettamente per l'opinione secondo cui in effetti l'esito di una campagna attivista sia positivamente correlato al supporto degli investitori istituzionali. Cfr. Gilson e Gordon, *supra* nota 274, p. 896 ("[ . . . ] an activist campaign is best seen as a multistep process, the outcome of which critically depends on the extent to which the activist can garner significant institutional support for the proposed actions."). V. anche Alessio M. Paces, *supra* nota 281, p. 6 ("[ . . . ] institutional investors [are] crucial for the success of hedge fund activism [ . . . ]" and that "[a]s a result, activists must persuade institutional investors to vote for them.").

<sup>400</sup> *Supra* par. 8.

confronti del *board* nell'ipotesi in cui le richieste del primo restino dal secondo inascoltate, il supporto degli investitori istituzionali contribuirà a rendere la minaccia maggiormente credibile. In caso di campagne ostili, l'attivista dovrà spesso, anche se non necessariamente, ricorrere a strumenti formali, quali la presentazione di proposte in assemblea o di liste corte per far eleggere amministratori graditi. E, come visto, in questi scenari il supporto degli investitori istituzionali è fondamentale.

E, tutto sommato, potrebbero esservi correlazioni tra impegno ESG dei Tre Giganti e incremento delle campagne E&S dei fondi speculativi. Il tema meriterebbe di certo ulteriori approfondimenti, ma una prima indagine che si può svolgere è quella di verificare se, in linea generale, si possa osservare una coincidenza temporale tra incremento del numero di campagne E&S da parte degli attivisti e incremento dell'impegno E&S dei Tre Giganti. Partendo dall'assunto che l'impegno E&S di questi ultimi ha tradizionalmente trovato ampia copertura — in positivo o in negativo — nella stampa specialistica e che il numero di articoli dedicati al tema aumenti all'aumentare delle dichiarazioni d'impegno dei gestori, ho provveduto a raccogliere informazioni sulla copertura mediatica di cui l'impegno sulla tematica E&S per eccellenza (e cioè il cambiamento climatico) del gestore più esposto in materia (come visto, BlackRock)<sup>401</sup> ha goduto dal 2006 sino ad oggi, e cioè per lo stesso periodo di riferimento utilizzato per la ricerca empirica sulle campagne E&S degli attivisti.<sup>402</sup>

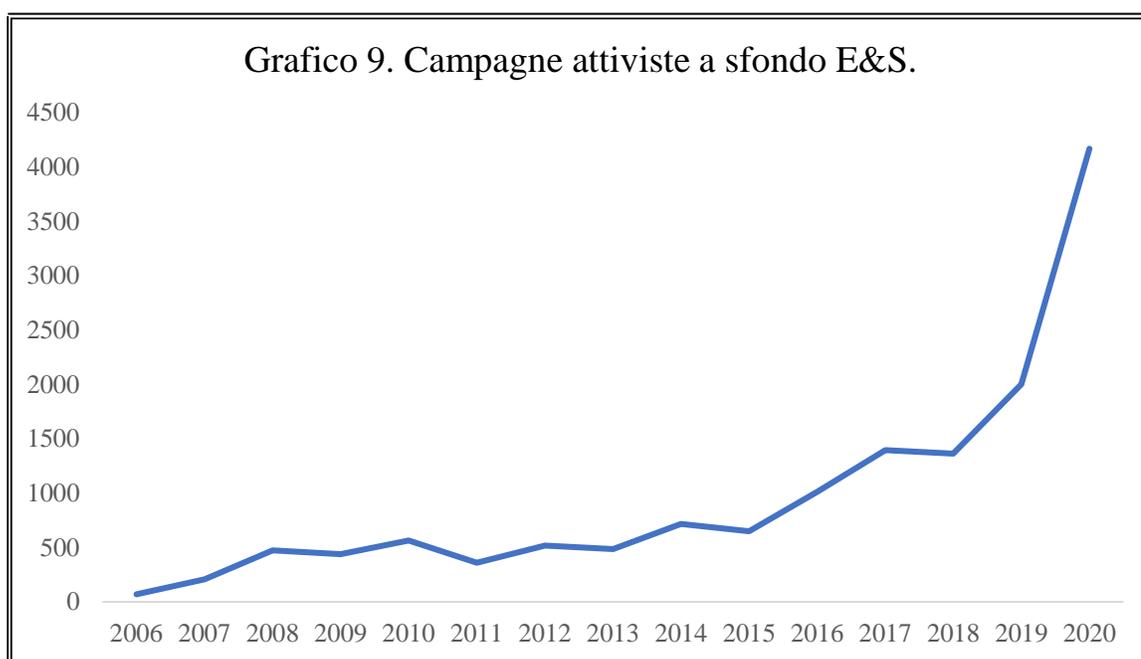
Il risultato, rappresentato nel Grafico 9 sotto, mostra come tra il 2006 e il 2020 vi sia stato un netto incremento del numero di volte in cui la stampa ha trattato congiuntamente del gestore e della tematica del cambiamento climatico, incremento che è presumibilmente corrisposto a un incremento — non

---

<sup>401</sup> I dati sono stati raccolti tramite il database Factiva.

<sup>402</sup> *Supra* par. 8.

necessariamente corrispondente in termini numerici,<sup>403</sup> ma di intensità — dell'impegno di BlackRock in materia. In particolare, gli aumenti più consistenti si sono registrati tra il 2015 e il 2017 (biennio in cui si è registrato un +744) e, soprattutto, tra il 2020 (+2804), impennata, quest'ultima, dovuta alle due lettere del CEO di BlackRock.<sup>404</sup>



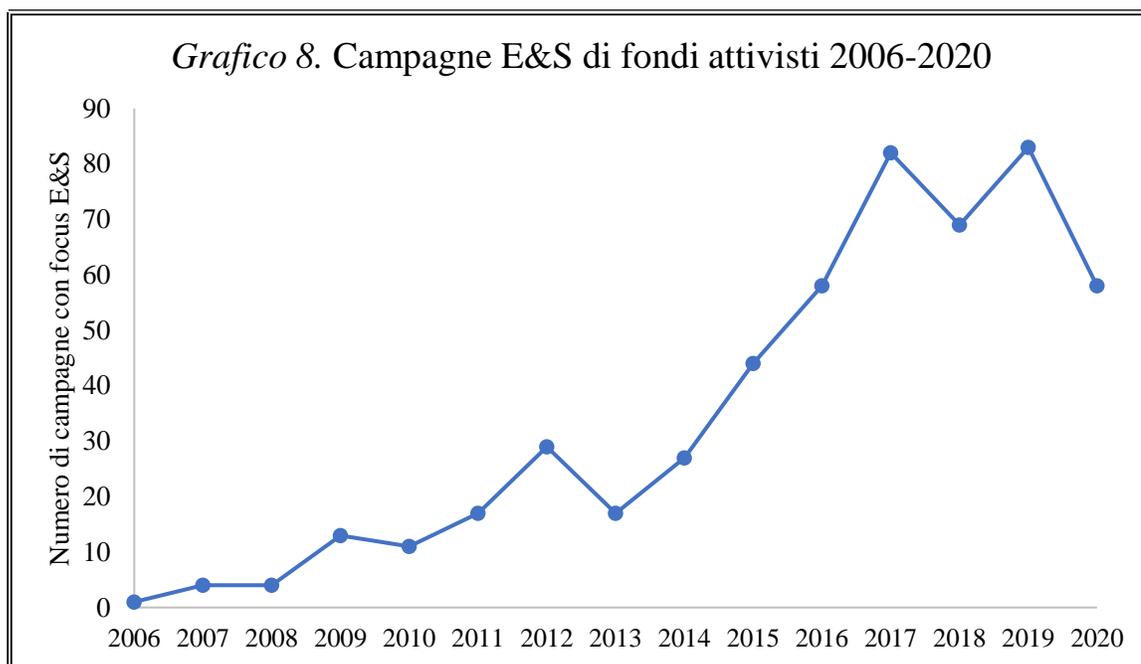
Un simile *trend* di generale incremento può osservarsi, come visto, con riferimento alle campagne E&S dei fondi attivisti, riassunte nel Grafico 8 che, per comodità, si riporta sotto. Anche in questo caso si è registrato un aumento particolarmente elevato del numero di campagne tra il 2015 e il 2017, biennio in cui sono quasi

---

<sup>403</sup> E infatti una singola notizia viene generalmente riportata da più media contemporaneamente.

<sup>404</sup> *Supra* par. 4.

raddoppiate. Il 2020 sembra essere in linea con gli altri anni, specie in considerazione del fatto che la stagione è ancora in corso.



Insomma, pur non trattandosi di evidenze conclusive e pur essendo necessari ulteriori approfondimenti empirici sul punto, sembrerebbe esservi una correlazione positiva tra incremento dell'intensità dell'impegno E&S dei Tre Giganti e incremento del numero di campagne E&S degli attivisti.

Tutto ciò ha delle conseguenze particolarmente rilevanti. Se, come visto, gli attivisti hanno bisogno del supporto degli investitori istituzionali per vincere le loro campagne, e se questi ultimi hanno assunto uno spiccato impegno sociale e ambientale, ciò significa che per ottenere il supporto di questi ultimi i fondi speculativi (anche quelli tradizionali e più restii ad abbracciare l'ondata E&S) saranno probabilmente costretti a convertirsi a strategie maggiormente

orientate a criteri di sostenibilità e socialità (o, perlomeno, a utilizzare la retorica E&S per far approvare la propria agenda).<sup>405</sup>

Proprio in materia ambientale e sociale potrebbe quindi realizzarsi quella sinergia di cui si parlava nella Parte B. I fondi speculativi (spontaneamente, come nel caso dei fondi ESG “puri”, o forzatamente, come in quello dei fondi tradizionali)<sup>406</sup> condurrebbero quell’attività di ricerca e studio *firm-specific* per cui i gestori di fondi indicizzati, a causa delle numerose partecipazioni, non hanno le risorse, specie in termini di personale.<sup>407</sup> Al contempo, le proposte dei fondi speculativi ritenute meritevoli dagli investitori istituzionali, godrebbero del supporto di questi ultimi, essenziale, come visto, per il successo della campagna. Insomma, in questo scenario alcuni tra i più influenti azionisti opererebbero insieme per promuovere strategie E&S, con la conseguenza che le società emittenti sarebbero sostanzialmente obbligate a convertirsi ad agende maggiormente orientate a criteri sociali e sostenibili.

Non solo. I gestori di fondi indicizzati sono per definizione investitori a lungo termine<sup>408</sup> perché, a differenza di molti investitori, non hanno possibilità di *exit*.<sup>409</sup> La sinergia con gli *hedge funds* potrebbe quindi essere utile per correggere le problematiche di orizzonte temporale eccessivamente a breve termine di cui questi ultimi sono spesso accusati.<sup>410</sup> L’orizzonte dei gestori di fondi indicizzati indurrebbe questi ultimi a supportare esclusivamente le iniziative dei fondi speculativi che siano orientate al lungo termine:

---

<sup>405</sup> Sul punto cfr. *supra* par. 9.

<sup>406</sup> Sulla distinzione cfr. *supra* par. 9.

<sup>407</sup> *Supra*, par. 6.

<sup>408</sup> E.g., Philippe Aghion, John Van Reenen, and Luigi Zingales, *Innovation and Institutional Ownership*, 103 AM. ECON. REV. 277, 286-290 (2013).

<sup>409</sup> E infatti l’andamento di un indice è replicabile solo se si mantiene la partecipazione nelle società parte dell’indice. Alexander I. Platt, *Index Fund Enforcement*, 53 UC DAVIS L. REV. 1453, 1490 (2020) (noting that “[u]nlike active portfolio managers who are free to exit (or not buy) shares in a firm [ . . . ] an index fund has no such ability to exit (or not buy) [ . . . ].”).

<sup>410</sup> Per cenni al relativo dibattito cfr. *supra* par. 3.

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

i fondi indicizzati fungerebbero, insomma, da filtro, con ulteriore beneficio per le società emittenti e i loro azionisti.

### **III. L'IMPATTO ESG SUGLI EMITTENTI TRA INTERESSE SOCIALE, *BEST PRACTICES* E *CORPORATE GOVERNANCE*: UN'AGENDA PER PREVENIRE GLI "ATTIVISTI"?**

Lo spiccato interesse che sembra esserci tra gli investitori e, ormai, anche tra gli azionisti, verso le tematiche di sostenibilità impone d'interrogarsi su quale sia — o, almeno, quale dovrebbe essere — il riflesso di questi *trends* sugli emittenti. Da una prospettiva più generale, occorre cioè indagare sotto quali profili e con che intensità la propensione generalizzata, anche tra i regolatori,<sup>411</sup> a considerare le dimensioni E&S incida sulle società emittenti. Da questa prospettiva, sembra utile interrogarsi su alcuni profili specifici: scopo sociale, orizzonte temporale, ruolo dell'assemblea e struttura, composizione e doveri del c.d.a.<sup>412</sup>

L'indagine sembra avere duplice valenza. Per un verso, è utile a fornire una ricostruzione organica dell'impatto dei valori sociali e di sostenibilità sulla s.p.a. quotata, per tal via fornendo una panoramica dettagliata sull'evoluzione del modello della grande società. Per altro verso, e soprattutto, l'indagine fornisce un *framework* utile per le società emittenti. In particolare, l'interesse degli azionisti verso le tematiche E&S potrebbe rendere le emittenti bersaglio di campagne degli attivisti anche sotto questi due profili. Identificare le possibili aree in cui le quotate possono implementare misure E&S è quindi utile anche per delineare un'agenda utile per prevenire eventuali campagne attiviste. Prima di procedere, occorre però interrogarsi sui motivi, di cui ci si occuperà nel prossimo paragrafo, che possano spingere le grandi società a una conversione in direzione ambientale e sociale.

---

<sup>411</sup> Cfr., ad esempio, il recente *Green Deal europeo* (*supra*, Capitolo II par. 1), l'*Accountable Capitalism Act* negli Stati Uniti (*supra* nota 333) e le recenti iniziative per l'introduzione di tassonomie sulla sostenibilità (*supra* note 384 e 385).

<sup>412</sup> *Infra*, parr. 2 e ss.

1. La sostenibilità per l'attrazione di apporti a titolo di capitale e debito

Si è visto che vi sono quantità ingenti di capitale investite con scopi E&S. In particolare, la finanza sostenibile sembra incanalare percentuali significative di risorse, sia a titolo di *equity*, sia di debito, in questa direzione.<sup>413</sup> La selezione dei destinatari di tali flussi avviene anzitutto con il *c.d. negative screening*, e cioè l'esclusione di determinate imprese dal ventaglio di opzioni d'investimento sulla base di valutazioni ESG<sup>414</sup> (si pensi per esempio a un fondo che non investa in azioni di società che siano state oggetto di controversie a sfondo ESG, che producono tabacco o, più in generale, di quelle che non abbiano adottato *best practices* orientate alla sostenibilità). Questa tecnica d'investimento sembra essere utilizzata da molti investitori: secondo uno studio condotto da Amel-Zadeh e Serafeim, le informazioni e i criteri ESG sono spesso utilizzate dagli investitori per finalità di *portfolio screening* e, in quest'ambito, soprattutto per finalità di *negative screening*,<sup>415</sup> piuttosto che di *positive screening*.<sup>416</sup> Il dato sembra particolarmente rilevante: in assenza di una chiara integrazione dei fattori ambientali e sociali nella *governance* e nell'attività sociale, le società rischiano di precludersi a monte l'accesso a significative fonti di finanziamento, sia a titolo *equity*, sia di debito: preclusione che, nel caso del *negative screening*, comporta che l'ipotesi di investire in una data società non

---

<sup>413</sup> *Supra* Capitolo II par. 1.

<sup>414</sup> Amir Amel-Zadeh e George Serafeim, *Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey*, 74 FIN. ANALYSTS J. 87, 94 (2018) (“Negative screening is the exclusion of certain sectors, companies, or practices from a fund or portfolio on the basis of specific ESG criteria.”).

<sup>415</sup> Nello studio gli autori hanno sottoposto un questionario di 30 domande a un campione di oltre 4.000 *asset managers* e *owners*. Nel 30% dei casi, le informazioni ESG sono utilizzate dai rispondenti con finalità di *negative screening*. *Ibidem*.

<sup>416</sup> Il *positive screening* è una tecnica d'investimento che si basa sull'utilizzo in positivo di determinati criteri minimi (in questo, quelli ESG), al di sotto dei quali un certo *asset* viene generalmente escluso dal portafoglio. *Ibidem*.

orientata ai valori E&S non venga neanche presa in considerazione dagli investitori.

Non solo. È ormai riconosciuto come il rischio ambientale e sociale abbia spesso ripercussioni finanziarie, tanto a livello micro-economico,<sup>417</sup> quanto a livello macro-economico,<sup>418</sup> tanto che, per esempio, un'analisi di tali rischi da parte delle imprese bancarie è ormai considerata dalle autorità di supervisione aspettativa di vigilanza.<sup>419</sup> Un incremento di tali rischi è quindi considerato negativo anche dal punto di vista economico e potrebbe contribuire a determinare un aumento del costo sia del capitale, sia del debito. Tanto che, mediante l'utilizzo di una regressione multivariata, un recente studio sembra aver individuato una correlazione positiva tra livelli elevati di responsabilità ambientale da parte di un'impresa e minori costi del capitale.<sup>420</sup>

Insomma, sembra che uno dei principali incentivi, specie per le grandi quotate, a integrare i fattori ambientali e sociali sia non solo (alla luce degli ingenti capitali mossi dalla finanza sostenibile) l'accesso a maggiori opportunità di finanziamento, ma anche la sopportazione di costi minori per il suo reperimento. Certamente questo secondo aspetto presuppone un mercato degli investitori in grado di identificare, apprezzare e quantificare i rischi E&S, ma le recenti tendenze di investitori e azionisti, spinti anche dalle

---

<sup>417</sup> *Supra* Capitolo I, par. 2.c.

<sup>418</sup> Cfr. per esempio S. Batten et al., *Let's talk about the weather: The impact of climate change on central banks* (Bank of England Staff Working Paper 603/2016).

<sup>419</sup> In Europa v. Banca Centrale Europea, *Guida sui rischi climatici e ambientali. Aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e informativa* (2020) e, segnatamente, le Aspettative 4 e 5.

<sup>420</sup> Sadok El Ghoul et al., *Corporate Environmental Responsibility and the Cost of Capital: International Evidence*, 149 J. BUS. ETHICS. 335 (2018). Similmente, cfr. anche l'indagine condotta da MSCI, *ESG and the cost of capital* (2020) ("In the MSCI World Index, the average cost of capital of the highest-ESG-scored quintile was 6.16%, compared to 6.55% for the lowest-ESG-scored quintile; the differential was even higher for MSCI [Emerging Markets].")

iniziative legislative in materia di *disclosure* non finanziaria,<sup>421</sup> sembrano mostrare l'esistenza un sufficiente grado di maturità in questo senso.

Il secondo incentivo è invece dato dalla possibilità per le emittenti di adottare una narrativa orientata alle tematiche di sostenibilità e sociali come mezzo per prevenire forme di attivismo degli azionisti. Come visto,<sup>422</sup> si registra tra gli investitori istituzionali — sia tra quelli gestori di fondi passivi, come i Tre Giganti, sia tra quelli di fondi attivi, come nel caso dei gestori di *hedge funds* — un interesse verso fattori sociali e ambientali tale da indurli a monitorare i *boards* delle società portafoglio su queste tematiche e, in alcuni casi, a intervenire, esercitando di fatto un'azione “disciplinante”. E, come osservato, appare probabile che molti fondi speculativi utilizzino una retorica E&S per avanzare la propria agenda.<sup>423</sup> Alla luce di ciò, l'integrazione di strategie E&S da parte delle emittenti può rappresentare anche un modo utile per prevenire — o, comunque, gestire efficacemente — iniziative E&S di azionisti. D'altronde, sembra che le società con scarsi livelli di *Corporate Social Performance* in materia sociale siano maggiormente suscettibili di essere prese di mira dagli attivisti.<sup>424</sup>

Nel resto del Capitolo si proveranno a identificare alcuni aspetti chiave su cui le emittenti possono intervenire in chiave ambientale e sociale e che, alla luce delle considerazioni sin qui svolte, hanno

---

<sup>421</sup> Cfr. in Europa il recente regolamento 2088/2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari e, ancor prima, la direttiva 2014/95 in materia di comunicazione di informazioni di carattere non finanziario.

<sup>422</sup> *Supra* Capitolo II.

<sup>423</sup> Capitolo II., par. 9.

<sup>424</sup> V. Kathleen Rehbein et al., *Understanding shareholder activism: which corporations are targeted?*, 43 *Bus. & Soc.* 239, 261 (2004) (“Our findings indicate that there are several instances where activist filings are associated with the poor social performance of corporate targets. Specifically, we found evidence that shareholder activists submit more product-related resolutions with corporations that have produced products that have negative contingencies.”). Cfr. anche David Parthiban et al., *Investor Activism, Managerial Responsiveness, And Corporate Social Performance*, 28 *STRAT. MGMT. J.* 91, 92 (2007).

un duplice obiettivo: in prima battuta, incrementare le possibilità di attirare maggiori capitali, aprendosi peraltro alla possibilità di reperirli a costo minore e, in seconda, prevenire possibili iniziative E&S di attivisti.

2. Lo scopo sociale e il dibattito sull'art. 2247 c.c.: lo "sdoganamento" dei tipi lucrativi per finalità sociali

Un profilo da cui sembra opportuno prendere le mosse è quello relativo allo scopo sociale. Senza la pretesa di ricostruire in maniera esaustiva i termini di un dibattito complesso quale certamente è quello sullo scopo sociale, basti in questa sede rilevare che, com'è noto, in Italia l'attività delle società è generalmente funzionalizzata alla produzione di un utile. Il modello societario è, cioè, squisitamente lucrativo, nel senso che non è sufficiente che l'attività sia condotta con solo criterio economico, ma è necessario che sia orientata alla produzione di un avanzo di gestione (lucro oggettivo), da dividere poi tra i soci e gli eventuali possessori di strumenti finanziari partecipativi *ex art. 2346, comma 6 c.c. (lucro soggettivo)*.<sup>425</sup> Nonostante la diversa opinione di parte della dottrina,<sup>426</sup> si è quindi tradizionalmente osservato come lo scopo di lucro integri la causa del contratto di società: l'aspetto lucrativo del fenomeno societario sarebbe quindi lo scopo economico del contratto e costituirebbe elemento essenziale del negozio giuridico.<sup>427</sup> In particolare, poi, si è evidenziato come lo scopo lucrativo soggettivo sarebbe tratto distintivo delle società in quanto consentirebbe di distinguerle da altre forme contrattuali quali ad esempio fondazioni ed associazioni, anch'esse dotate di autonomia patrimoniale e potenzialmente adatte allo svolgimento di un'attività

---

<sup>425</sup> Cfr. e.g. Cian e Trabucchi, *supra* nota 169, p. 2600.

<sup>426</sup> Tale dottrina tende a ricondurre lo scopo lucrativo a mero motivo dell'atto costitutivo della società. Cfr., e.g., A. Giordano, *Impresa sociale e scopo di lucro*, pp. 775 ss., in AA. VV., *Studi in onore di Emilio Betti* (1962). Per altra dottrina in materia si rinvia a Maffei, *supra* nota 166, *Sub art. 2247*, p. 15.

<sup>427</sup> Maffei, *supra* nota 166, *Sub art. 2247*, pp. 13-14; Giovanni B. Ferri, *Causa e tipo nella teoria del negozio giuridico*, pp. 393 e ss. (1968); G. Marasà, *Le società senza scopo di lucro*, pp. 87 e ss. (1984).

qualificabile come imprenditoriale.<sup>428</sup> Secondo questa impostazione, dunque, lo scopo di lucro sarebbe elemento essenziale e caratterizzante il fenomeno societario.

Tuttavia, questa idea è stata messa in discussione da alcuni, i quali hanno contestualmente avanzato la tesi che le società — e, in particolare, quella per azioni — siano strutture che possono ricomprendere diversi fenomeni, anche non strettamente lucrativi (c.d. neutralità del modello societario).<sup>429</sup> Ciò, facendo leva su un duplice ordine di ragioni. Da un lato, quella più risalente, ha evidenziato come tra le cause di nullità della s.p.a. *ex art. 2332* non figuri l'esclusione dello scopo di lucro.<sup>430</sup> Questa dottrina, che sembrerebbe essere rimasta comunque minoritaria,<sup>431</sup> deduce quindi una superfluità dello scopo di lucro argomentando dall'assenza di sanzione per le ipotesi in cui i soci fondatori inseriscano nell'atto costitutivo previsioni che tale scopo contraddicono.

Più di recente, si è poi osservato il fiorire di ipotesi legali di società formalmente riconducibili al modello societario di cui al c.c., ma senza scopo di lucro (i.e., espressamente orientate a uno scopo diverso da quello di produzione e divisione degli utili).<sup>432</sup> Basti per esempio pensare anzitutto al classico esempio delle società

---

<sup>428</sup> Cfr. in giurisprudenza Cass. 13/5836; Cass. 58/3251; Cass. 79/4558. In dottrina, v. tra i vari, Walter Bigiavi, *La professionalità dell'imprenditore*, pp. 51 e ss. (1948) e, più recentemente, Francesco Galgano, *Le società in genere*, pp. 50 e ss. (2007).

<sup>429</sup> Sul punto (in senso critico) G. Ferri, *Sub Art. 2247*, p. 69, in COMMENTARIO DEL CODICE CIVILE SCIALOJA-BRANCA (Terza edizione, 1981).

<sup>430</sup> Achille A. Carrabba, SCOPO DI LUCRO E AUTONOMIA PRIVATA. LA FUNZIONE NELLE STRUTTURE ORGANIZZATIVE, pp. 201 e ss. (1994); M. Santini, *Tramonto dello scopo lucrativo nelle società di capitali*, RIV. DIR. CIV. 1/1973, p. 151.

<sup>431</sup> Per l'opinione contraria — cioè secondo cui la nullità *ex art. 2332* c.c. scatterebbe in presenza di clausole dell'atto costitutivo che escludono espressamente lo scopo di lucro — cfr. C. Angelici, LA SOCIETÀ NULLA, pp. 264 e ss. (1975); G. Marasà, LE SOCIETÀ. SOCIETÀ IN GENERALE., pp. 472 e ss. Fa leva sull'aspetto distributivo dell'art. 2247 c.c. Ferri, *supra* nota 429, p. 69.

<sup>432</sup> Sul punto cfr. Maffei, *supra* nota 166, *Sub art. 2247*, p. 14. In generale, sulle ipotesi di impresa non speculativa, cfr. Mosco, *op cit. supra* nota 199.

consortili *ex art. 2615-ter c.c.*, il cui scopo è la disciplina o lo svolgimento di determinate fasi delle imprese partecipanti allo schema consortile<sup>433</sup> e, quindi, non soggettivamente lucrativo in senso stretto,<sup>434</sup> oppure all'ipotesi dei fondi mutualistici per la promozione e lo sviluppo della cooperazione, che possono essere gestiti da s.p.a. senza scopo di lucro.<sup>435</sup> Un'ulteriore ipotesi di esercizio dell'attività d'impresa in forma societaria e, più in particolare, di s.p.a. senza scopo di lucro è quella di cui all'art. 64 TUF, secondo cui l'attività di organizzazione e gestione di mercati regolamentati di strumenti finanziari è esercitata da s.p.a., anche senza scopo di lucro. Si pensi, ancora, alle società sportive dilettantistiche, almeno nell'impianto legislativo precedente al 2017. Sino a qualche tempo fa, infatti, le attività sportive dilettantistiche potevano essere svolte da associazioni con o senza personalità giuridica, società di capitali o cooperative. Independentemente dalla forma giuridica adottata, le attività dovevano essere svolte senza scopo di lucro e la distribuzione dei profitti era vietata.<sup>436</sup>

Al di là di queste ipotesi, che possono sembrare comunque più marginali, negli ultimi anni si è assistito all'emersione di ipotesi più trasversali e, potenzialmente, di portata più dirompente che, seppur in modi diversi, sembrano mettere in crisi l'idea che lo schema societario sia indissolubilmente legato all'esclusivo perseguimento

---

<sup>433</sup> Sulle società consortili cfr. Gian Domenico Mosco, *Consorti per il coordinamento della produzione e degli scambi*, in COMMENTARIO DEL CODICE CIVILE Scialoja-Branca-Galgano (2017).

<sup>434</sup> Secondo il tradizionale insegnamento, infatti, il vantaggio tipico dei soci, che nelle lucrative si realizza mediante la distribuzione degli utili, nelle società consortili, così come in quelle mutualistiche, assume invece la forma di un vantaggio patrimoniale che assume la forma di minori costi sopportati o maggiori ricavi conseguiti nelle prime, e di un risparmio di spesa o di un maggior guadagno nelle seconde.

<sup>435</sup> Art. 11, comma 1, l. 31 gennaio 1992, n. 59.

<sup>436</sup> L'art. 1, commi 353 e 354, della l. del 27 dicembre 2017, n. 205, ha però, introdotto la possibilità per le società (di persone, di capitali o cooperative) di svolgere tali attività con scopo di lucro, con la relativa facoltà di distribuire utili ai soci.

di un lucro. Anzitutto, l'introduzione della qualifica di impresa sociale nel 2006, il cui ottenimento, come visto nel Capitolo I, par. 4., era — e, almeno da un punto di vista formale, ancora oggi è — subordinato alla totale compressione del lucro soggettivo.<sup>437</sup> Nelle ipotesi in cui la qualifica di impresa sociale fosse acquisita da un'impresa organizzata in forma societaria, quindi, si configurava un'ipotesi di utilizzazione dello schema societario per finalità non lucrative (seppur soltanto di quelle espressamente identificate dal legislatore).<sup>438</sup> Si è detto<sup>439</sup> che il d.lgs. 112/2017 ha eroso, almeno in parte, il divieto di lucro soggettivo. Insomma, nonostante il legislatore continui a configurare le imprese sociali come imprese senza scopo di lucro, in realtà le società che ottengano questa qualifica possono (ma non devono) operare in regime di lucratività, seppur attenuata. Nonostante la novella, resta però il dato che con la qualifica di impresa sociale si realizza una forma di utilizzo dello schema societario per finalità prevalentemente (o anche esclusivamente) non lucrative.

Un secondo sviluppo in materia è stato segnato dall'introduzione della qualifica di società benefit; una denominazione che, come visto, quando acquisita da una società determina l'affiancamento di uno o più scopi di beneficio comune a quello lucrativo tradizionale.<sup>440</sup> Sebbene anche in questo caso, come nella “nuova” impresa sociale, non si sia di fronte a un'ipotesi di esercizio di impresa societaria *senza* scopo di lucro — e, infatti, nelle nuove imprese sociali è ammessa, come visto, una parziale lucratività soggettiva, mentre nelle benefit il lucro, tanto oggettivo, quanto soggettivo, non è negato — da una prospettiva dogmatica le società benefit rappresentano un'ipotesi significativa: per mezzo di una

---

<sup>437</sup> Art. 3, dell'abrogato d.lgs. 155/2006.

<sup>438</sup> Sul vecchio modello di impresa sociale cfr. M. Capecchi, *Art. 3 - Assenza dello scopo di lucro. Disciplina dell'impresa sociale*, in *Le Nuove leggi civili commentate*, 2007, fasc. 1-2, pp. 363 e ss.

<sup>439</sup> *Supra* Capitolo I, par. 4.

<sup>440</sup> Sul beneficio comune e, più in generale, sulla disciplina delle società benefit cfr. *supra* Capitolo I, par. 4.

modifica integrativa si è disegnato un tipo contrattuale che, sotto il profilo funzionale, è certamente nuovo.

In questo quadro s'inseriscono poi le lucrative pure che, come questo elaborato tenta di mostrare, sono oggi sempre maggiormente interessate, un po' su impulso dei legislatori, un po' per stimolo degli azionisti stessi, da considerazioni che sfuggono a una categorizzazione in termini di mera lucratività. Si assiste cioè alla riconsiderazione nell'ambito dell'art. 2247 c.c. della CSR, che sembra assumere il ruolo di un endo-correttivo alla massimizzazione del profitto. Sembra, in altre parole, profilarsi una tendenza a ridisegnare l'interesse collettivo dei soci, che potrebbe abbandonare l'accezione di mera lucratività per abbracciare *anche* considerazioni di tipo ulteriore.

Questi tre fenomeni — imprese sociali, società benefit e imprese lucrative — seppur diversi, hanno in comune due elementi. Anzitutto, quello di segnalare una maggiore elasticità e un minor rigore nel considerare le società come espressive di interessi tipicamente lucrativi. Ciò sembra ulteriormente indicare (i) una progressiva perdita di centralità del lucro (che non viene certo dimenticato, ma che viene affiancato, con equilibri e intensità mutevoli, anche a considerazioni che interessano i benefici generali), e (ii) una contestuale apertura a scenari che indicano un ruolo di sempre maggior rilievo dei benefici generali.

Al contempo, i tre fenomeni mostrano la necessità di ridisegnare i termini del dibattito sullo scopo sociale. Se, ieri, la dottrina si poneva il quesito sul carattere essenziale o meno del lucro nel contratto di società, oggi il problema sembra essere di portata più ampia e attiene cioè soprattutto alla possibilità di utilizzare la forma societaria *anche* per il perseguimento di finalità d'interesse generale. Insomma, occorre interrogarsi tanto sui *trends* che interessano il mondo delle lucrative, quanto sul significato di ipotesi legislative di società a lucratività attenuata come le imprese sociali e, in modo diverso, le benefit, in cui il lucro subisce forme più o meno intense di compressione o, comunque, di bilanciamento:

rappresentano mere ipotesi tassative che esauriscono la loro funzione nell'introduzione di qualifiche specifiche oppure assumono anche un rilievo di più ampia portata dogmatica? In altre parole, il problema sembra essere non tanto quello (tradizionale) dell'utilizzo delle forme societarie per finalità non lucrative, ma piuttosto quello di poter affiancare, anche nelle lucrative classiche, uno o più obiettivi di interesse generale, con eventuale compressione parziale del lucro soggettivo.

3. Orizzonte temporale e produzione di valore “sociale”: dal *social short-termism* al *social long-termism*

Nel par. 2 del Capitolo II si è accennato al fatto che, nonostante spesso si faccia confusione tra i due piani,<sup>441</sup> la questione dell'orizzonte temporale — e cioè il problema se una società operi a breve o a lungo termine, nel senso che tende a sacrificare i profitti a lungo termine a favore di quelli a breve termine e, soprattutto, delle oscillazioni del prezzo delle azioni — va tenuta nettamente distinta da quella relativa al rapporto tra interessi degli azionisti e degli *stakeholder* (i.e., la dimensione sociale e ambientale dell'azione imprenditoriale). Questo secondo aspetto, in particolare, si riferisce alla differente problematica del sacrificio del valore sociale nel lungo termine a favore dei profitti, spesso a breve termine e, come anticipato, si parla, a tal proposito, di *Corporate Social Short-Termism*, per differenziarlo dal primo aspetto, noto come *Corporate Short-Termism*.<sup>442</sup> Chiarito che i due piano vanno tenuti distinti, occorre ora provare a capire, anche sulla base delle analisi condotte nei Capitoli I e II, quali siano le tendenze prevalenti e come queste possano impattare gli obiettivi e la *governance* delle emittenti.

Il c.d. *social short-termism* può assumere varie forme.<sup>443</sup> Un'ipotesi è quella di una società che, pur entro i limiti legali sulle emissioni inquinanti, operi degradando l'ambiente. Si pensi oppure a una società che non si preoccupi delle esigenze dei propri

---

<sup>441</sup> Cfr., e.g., *supra* par. par. 2, Capitolo II e nota 290.

<sup>442</sup> Cfr. Roe e Shapira, *supra* nota 291.

<sup>443</sup> Sulle varie forme di *social short-termism*, cfr. Roe, *supra* nota 292.

dipendenti i quali, pur per esempio pagati nel rispetto delle legislazioni sui salari minimi (ove esistenti), siano indotti a firmare nel loro contratto di lavoro clausole che prevedono che qualsiasi controversia con la società, non importa se strettamente contrattuale o relativa a illeciti come le molestie sessuali, venga sottoposta ad arbitrato obbligatorio, che, per vari motivi, riduce di molto le possibilità di vittoria dei lavoratori.<sup>444</sup>

Ebbene, come si vedrà meglio nel prossimo paragrafo, l'accento posto dagli investitori istituzionali sui profili ambientali e sociali sembra anzitutto mostrare che l'azionariato, almeno quello istituzionale, si sta trasformando in un dispositivo di monitoraggio dell'operato dei *boards* anche su questioni ambientali e sociali. Questo significa che gli amministratori sono chiamati a rispondere del loro operato nei confronti degli azionisti anche su profili che vanno oltre la dimensione strettamente economica dell'investimento.<sup>445</sup> Basti anche pensare alla recente ondata di azioni di responsabilità degli azionisti contro i *boards* di alcune emittenti negli Stati Uniti: tra tutte, le cinque azioni incardinate nelle Corti della California da alcuni azionisti di Alphabet, la capogruppo di Google, in cui questi lamentano che il *board* della società abbia ignorato forme di discriminazione e molestie sessuali perpetrate, secondo le accuse, da alcuni dipendenti e da parte di uno membro del c.d.a.<sup>446</sup> Oltre ai profili legali, la questione ha avuto dei riflessi anche a livello di governo societario: una volta emersi gli scandali,

---

<sup>444</sup> In tema, cfr. Alexander Colvin, *An Empirical Study of Employment Arbitration: Case Outcomes and Processes*, 8 J. EMPIRICAL L. STUDIES 1 (2011) il quale, analizzando quasi 4.000 arbitrati tra società e lavoratori, mostra, tra l'altro, che le possibilità dei lavoratori di prevalere in un arbitrato con una società sono sensibilmente inferiori rispetto a quelle che avrebbero in un normale processo.

<sup>445</sup> *Infra*, par. 4.

<sup>446</sup> Cfr., e.g., Daisuke Wakabayashi, *Alphabet Settles Shareholder Suits Over Sexual Harassment Claims*, N.Y. TIMES (25 settembre 2020).

il c.d.a. aveva infatti costituito un comitato di amministratori indipendenti per indagare la questione.<sup>447</sup>

Anche se il profilo merita certamente maggiori approfondimenti empirici, per verificare se la presenza di investitori istituzionali in effetti riduca, per effetto dell'attività di monitoraggio appena richiamata, le possibilità che la gestione della società sia orientata a politiche sociali di breve termine, l'ipotesi sembra essere quella che l'attivismo E&S possa scoraggiare i *boards* delle emittenti dall'adottare gestioni ispirate al *Corporate Social Short-Termism*. D'altronde, molte delle iniziative degli investitori istituzionali mirano, per esempio, a incrementare i livelli di *disclosure* sui profili ambientali e sociali, a pubblicare maggiori informazioni sui contributi versati dalla società per attività di lobbying, a ridurre le differenze di retribuzione tra generi, ad abbattere i livelli di inquinamento prodotti dalla società e dalla sua filiera etc.<sup>448</sup> In questo contesto di aumentato monitoraggio dei grandi azionisti anche su questi profili, sembra quindi resti, almeno in teoria, poco spazio per l'adozione di strategie di *business* che esasperino in maniera eccessiva la ricerca di profitto a breve termine a discapito dei profili ambientali e sociali.

A questo punto, sembra evidente che le società emittenti siano chiamate ad adottare un approccio che in qualche modo bilanci la ricerca di profitto immediato con un impatto positivo su dimensioni ambientali e sociali. Ciò, con una duplice precisazione. Anzitutto, che queste forme di *social long-termism* vanno oltre i livelli minimi imposti dalla relativa legislazione. Così, per esempio, quando gli investitori chiedono ai *board* la pubblicazione di relazioni annuali sull'impatto ambientale dell'attività dell'impresa e della sua filiera chiedono una *disclosure* in materia ambientale che vada oltre quella

---

<sup>447</sup> Daisuke Wakabayashi, *Alphabet Board Investigates Sexual Misconduct Accusations* N.Y. TIMES (6 novembre 2019).

<sup>448</sup> Cfr. *supra* Cap. II, parr. 4 ss. L'elenco completo delle proposte è detenuto dall'autore e può essere ottenuto mediante apposita richiesta.

eventualmente richiesta dalla normativa dell'ordinamento in cui l'impresa opera.

La seconda precisazione è che questo bilanciamento non avviene a discapito della produzione di valore per gli azionisti. Investitori istituzionali e fondi speculativi investono pur sempre in nome e per conto dei beneficiari ultimi dell'investimento il cui obiettivo è, in via generale, quello di ottenere un ritorno economico sul capitale investito. Ciò che però sembra cambiare è l'approccio alla produzione dei profitti: dalle evidenze empiriche del Capitolo II emerge come i principali azionisti, se pur certamente alla ricerca di un profitto, non sembrano cercarlo per mezzo di forme di *social short-termism*. Le società dovranno programmare i propri modelli di *business* in maniera da produrre certamente un ritorno economico per i propri investitori, ma senza degradare l'ambiente, creando relazioni positive con lavoratori e vari *stakeholders* etc.<sup>449</sup>

A questo punto, occorre chiedersi se e quale sia l'impatto sull'orizzonte temporale. In altre parole, posto che, come appena visto, l'analisi condotta nel Capitolo II sembra mostrare una tendenza degli azionisti a privilegiare forme di *Corporate Social Long-termism*, e che, come spiegato, quest'ultimo profilo va tenuto distinto da quello dell'orizzonte temporale (c.d. *Corporate Short-termism*), sembra interessante domandarsi se il primo possa avere impatti sul secondo. Se, cioè, la circostanza che gli azionisti sembrano respingere un approccio che comporti un sacrificio del valore sociale nel lungo termine a favore dei profitti nel breve termine possa avere qualche impatto sull'orizzonte temporale dei profitti cercati dagli investitori.

Si è visto<sup>450</sup> che avere un orizzonte temporale di lungo termine non significa necessariamente avere un modello di *business* orientato alla produzione di valore sociale: come osservato, infatti, una società può avere un orizzonte temporale di lungo termine — e

---

<sup>449</sup> Sui vari profili cfr. *supra* nel testo e bibliografia in nota 443.

<sup>450</sup> *Supra* Cap. II, par. 3. Cfr. anche Roe, *supra* nota 292.

quindi perseguire politiche che, pur magari sacrificando il profitto immediato, renderanno maggiormente in futuro — e nondimeno essere al contempo focalizzata esclusivamente sui profitti per i propri azionisti e ignorare la produzione di valore sociale. Del pari, avere un modello di *business* che cerchi, nei limiti della produzione di valore per gli azionisti, di produrre anche valore sociale non significa necessariamente perseguire profitti a lungo termine. Una società ben potrebbe, per esempio, avere una filiera a basso impatto ambientale e, nondimeno, preferire i profitti a breve termine rispetto a quelli, anche eventualmente maggiori, a lungo termine.

Sembra quindi chiaro che, nonostante la confusione che spesso si crea al riguardo,<sup>451</sup> la conclusione che le prime tendenze provenienti dagli Stati Uniti sembrano mostrare una preferenza, almeno dei principali investitori, verso forme di *social long-termism*, non abbia necessariamente implicazioni per la diversa dimensione dell'orizzonte temporale. L'unico modo in cui pare possano esservi interazioni tra i due profili, tali che il primo abbia implicazioni per il secondo è in “negativo”. Più in particolare, se, come appena osservato, accertare che i principali investitori sembrano avere una propensione per un approccio di *social long-termism*, invece che di breve termine, non significa necessariamente che questi decidano di rinunciare ai profitti nel breve termine per quelli di lungo termine, resta nondimeno che, dalla premessa maggiore (la propensione per un approccio di *social long-termism*), consegue la conclusione che questi stessi investitori tenderanno presumibilmente a evitare *quei* profitti a breve termine che siano conseguiti mediante la produzione di significative esternalità (e, cioè, per mezzo di forme di *social short-termism*).

Insomma, sebbene i risultati sembrano indicare un impatto abbastanza significativo sulle preferenze degli investitori per quel che attiene all'equilibrio tra produzione di profitto e produzione di valore sociale (o, meglio, riduzione delle esternalità), meno

---

<sup>451</sup> Cfr., e.g., *supra* nota 290.

significative sono invece le conseguenze sul diverso profilo dell'orizzonte temporale. Ciò significa che, mentre le emittenti saranno probabilmente chiamate a rivedere le proprie strategie al fine di adottare un approccio di *social long-termism*, lo stesso non sarà necessariamente vero per quel che attiene all'orizzonte temporale.<sup>452</sup> con riferimento a quest'ultimo, come visto, i dati sembrano indurre soltanto alla conclusione che le società dovranno evitare non la ricerca di profitti nel breve termine *ex se*, ma soltanto di quei profitti nel breve periodo che siano ottenuti producendo esternalità negative significative.

#### 4. Il ruolo dell'Assemblea: motore per l'avvicinamento tra interessi degli azionisti e degli *stakeholders*?

L'indagine condotta nel Capitolo II sembra mostrare l'emersione nel mercato americano di un rinnovato ruolo dell'Assemblea. L'attivismo degli azionisti, generalmente limitato a questioni di *governance* pura, si sta adesso orientando anche verso questioni sociali e ambientali.<sup>453</sup> E anche in questo contesto, l'Assemblea — o, come meglio si vedrà tra un attimo, una sua parte — sembra assumere un duplice ruolo: di monitoraggio dell'operato dei *boards* e di propulsore.<sup>454</sup>

---

<sup>452</sup> L'impatto sull'orizzonte temporale può semmai derivare dalla circostanza che, come visto sopra (Capitolo II par. 10) i fondi indicizzati hanno un orizzonte d'investimento di lungo termine e sono pertanto generalmente meno ai cc.dd. *quarterly earnings*.

<sup>453</sup> Per un'analisi dei recenti *trends* ESG, rispetto a quelli di dieci anni fa, cfr. Kosmas Papadopoulos e Rodolfo Araujo, *Top 10 ESG Trends for the New Decade*, HARV. L. SCH. F. CORP. GOVERNANCE & FIN. REG., <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/03/02/top-10-esg-trends-for-the-new-decade/> (2 marzo 2020) ("If the 2010s laid the groundwork for ESG corporate practices through debate and policy development, the 2020s will be about putting ESG into action. Our new decade is expected to see widespread adoption of ESG-related practices as the norm.").

<sup>454</sup> Per una panoramica sul ruolo degli investitori istituzionali nella *governance* delle società italiane cfr. Alessandra Daccò, *Il ruolo degli investitori nella governance delle società*, pp. 1782 e ss. in IL TESTO UNICO FINANZIARIO, Cera e Presti (a cura di) (2020).

Quanto al monitoraggio, occorre rilevare come, nella grande società quotata, questa funzione sia possibile soltanto in presenza di investitori istituzionali. Infatti, in assenza di elevati livelli di concentrazione proprietaria (quali, per esempio, quelli che si registrano in Italia) l'accentuato frazionamento e la polverizzazione della proprietà, tipica della grande impresa quotata, determina un forte disincentivo del singolo azionista, titolare di una partecipazione troppo piccola per influire sulla vita della società, a monitorare i *boards* e, più in generale, a partecipare attivamente al governo societario.<sup>455</sup> Al contrario, alla luce delle spesso significative partecipazioni di cui sono titolari, gli investitori istituzionali sono tra gli azionisti che più di tutti hanno incentivi economici a monitorare l'operato dei *boards*.<sup>456</sup> E la dottrina tradizionale ha infatti enfatizzato l'importante ruolo di monitoraggio svolto dai grandi azionisti su varie questioni di *governance*. Diversi studi hanno evidenziato come la presenza di investitori istituzionali nell'azionariato della società sia per esempio associata all'adozione di previsioni anti-scalata nello statuto che producono effetti economici positivi,<sup>457</sup> alla riduzione dei livelli d'indebitamento,<sup>458</sup> a una più rapida ed efficace identificazione dei comportamenti fraudolenti degli amministratori,<sup>459</sup> e alla predisposizione di piani di compenso degli amministratori con livelli di remunerazione più

---

<sup>455</sup> Sul punto, cfr. tra tutti Berle e Means, *supra* nota 46.

<sup>456</sup> Per un recente studio che conferma la tendenza degli investitori istituzionali a monitorare i *boards* delle società le cui azioni hanno un peso maggiore nel loro portafoglio cfr. Charles Ward, *Institutional investor monitoring motivation and the marginal value of cash*, 48 J. Corp. Fin. 49 (2018).

<sup>457</sup> Anup Agrawal e Gershon N. Mandelker, *Large Shareholders and the Monitoring of Managers: The Case of Antitakeover Charter Amendment*, 25 J. FIN & QUANTITATIVE ANALYSIS 143 (1990).

<sup>458</sup> Chune Young Chung e Kainan Wang, *Do institutional investors monitor management? Evidence from the relationship between institutional ownership and capital structure*, 30 N. AM. J. ECON. & FIN. 203 (2014).

<sup>459</sup> Tracy Yue Wang, *Investment, Shareholder Monitoring and The Economics of Corporate Securities Fraud* (Job Market Paper 2, 2004).

contenuti e, soprattutto, legati alla *performance* a lungo termine della società.<sup>460</sup>

Le iniziative E&S evidenziate nel Capitolo II mostrano come l'attività di monitoraggio si sia ora estesa anche ai profili ambientali e sociali: i *boards* sono sempre più chiamati a rispondere del loro operato anche su tali profili. Per comprendere che forme assuma la funzione di monitoraggio in queste situazioni sembra utile analizzare, a titolo esemplificativo, uno dei vari casi in cui i *boards* sono stati chiamati a rispondere del loro operato su una di queste tematiche. Si pensi ad esempio alle iniziative relative alla trasparenza dei contributi politici e di lobby, che hanno rappresentato una delle tematiche più ricorrenti degli interventi degli attivisti analizzati.<sup>461</sup> Queste proposte — il cui contenuto verrà analizzato *infra* nel testo — spesso presuppongono e incorporano una significativa attività di monitoraggio dei *board*. Infatti, la proposta (o, comunque, l'iniziativa, anche quando condotta sotto forma di *engagement* privato) è da un lato risultato dell'attività di monitoraggio condotta dagli azionisti, dall'altro costituisce essa stessa monitoraggio. In particolare, con riferimento al primo profilo, l'iniziativa rappresenta il punto di arrivo di un'attività degli investitori istituzionali, i quali monitorano l'operato del *board* per un certo arco temporale e osservano l'esistenza di certe inefficienze che richiedono un intervento. Si prenda ad esempio il testo della proposta avanzata da alcuni attivisti all'Assemblea di Netflix del 2019, con cui si è chiesta maggiore trasparenza in materia di contributi elettorali (c.d. *political spending*):

“As long-term shareholders of Netflix, we support transparency and accountability in corporate electoral spending. This includes any activity considered intervention in a political

---

<sup>460</sup> Parthiban David, *The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of CEO Compensation*, 41 ACAD. MGM. J. 200 (1998).

<sup>461</sup> Iniziative che sono state tra le più frequenti su cui i Tre Giganti sono stati chiamati a votare.

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

campaign under the Internal Revenue Code, such as direct and indirect contributions to political candidates, parties, or organizations, and independent expenditures or electioneering communications on behalf of federal, state, or local candidates. Disclosure is in the best interest of the company and its shareholders. Publicly available records show Netflix has contributed at least \$30,000 in corporate funds since the 2010 election cycle (*CQMoneyline*: <http://moneyline.cq.com>; *National Institute on Money in State Politics*: <http://www.followthemoney.org>). *However, relying on publicly available data does not provide a complete picture of the Company's electoral spending. For example, the Company's payments to trade associations that may be used for election-related activities are undisclosed and unknown.*"<sup>462</sup> (enfasi aggiunta)

La proposta, muovendo dalla constatazione dell'importanza della trasparenza in materia di contributi politici, evidenzia il risultato dell'attività di monitoraggio condotta dagli azionisti-promotori: l'insufficienza del regime di *disclosure* esistente e il conseguente rischio che alcuni contributi versati dalla società siano utilizzati per scopi elettorali senza che sia effettuata una correlativa *disclosure*.

Al contempo, si diceva, la proposta è essa stessa attività di monitoraggio. La circostanza stessa di mettere in luce una

---

<sup>462</sup>Cfr. la *Schedule 14A* depositata da Netflix presso la SEC.

disfunzione nella gestione societaria produce quell'effetto "disciplinante" sul *board*, che ormai gran parte della dottrina in materia riconosce alle iniziative degli attivisti.<sup>463</sup> Ovviamente, più importante è l'investitore da cui la proposta proviene, maggiore sarà l'effetto disciplinante sul *board*.

Si è sinora ricostruita la funzione di monitoraggio dell'attivismo E&S. Tuttavia, come nel caso del più tradizionale attivismo su questioni di *governance* pura, un'iniziativa ambientale o sociale riveste, molto spesso, anche una funzione di propulsione. In altre parole, nell'assumere iniziative su questioni sociali ed ambientali gli attivisti non si limitano a rilevare l'esistenza di disfunzioni nella gestione, ma identificano essi stessi possibili soluzioni. In questo, l'attivismo E&S non differisce molto da quello tradizionale. Riprendendo l'esempio della proposta presentata all'Assemblea di Netflix, si può osservare come i proponenti chiedano al *board* d'implementare un nuovo regime di *disclosure*, al fine di pubblicare " [ . . . ] all of [the Company's] electoral spending, including payments to trade associations and other tax-exempt organizations, which may be used for electoral purposes."<sup>464</sup> Insomma, come nel

---

<sup>463</sup> Su cui cfr., ad esempio, Aghion et al., *supra* nota 408 (come visto, gli autori individuano una correlazione positiva tra la presenza di attivisti e i livelli di innovazione delle società e spiegano il fenomeno in base al c.d. effetto disciplinante: la presenza degli investitori rende gli amministratori più diligenti a causa del timore di questi ultimi di essere sostituiti). Cfr., seppur più implicitamente, Richard A. Johnson e Daniel W. Greening, *The effects of corporate governance and institutional ownership types on corporate social performance*, 42 ACADEMY MGMT. J. 564 (1999).

<sup>464</sup> *Supra* nota 462. La proposta è poi articolata in maniera più dettagliata e chiede al *board* di rendere note le "1. [p]olicies and procedures for making, with corporate funds or assets, contributions and expenditures (direct or indirect) to (a) participate or intervene in any campaign on behalf of (or in opposition to) any candidate for public office, or (b) influence the general public, or any segment thereof, with respect to an election or referendum [;] [e] 2. [le] [m]onetary and non-monetary contributions and expenditures (direct and indirect) used in the manner described in section 1 above, including:

- The identity of the recipient as well as the amount paid to each; and
- The title(s) of the person(s) in the Company responsible for decision-making."

caso dell'attivismo su questioni di *governance pura*, le iniziative degli attivisti cercano anche d'implementare nuove misure o strategie. Peraltro, questa funzione di propulsione non si limita solo alla sfera ambientale e sociale *ex se*, ma sembra avere anche effetti secondari di tipo economico: infatti, alcuni studi evidenziano come alcune iniziative E&S, se hanno ad oggetto questioni materiali, possono contribuire alla creazione di valore nel lungo termine.<sup>465</sup>

Inoltre, sembra interessante notare come non sia a volte necessaria una formale approvazione da parte dell'Assemblea affinché l'iniziativa produca la propria funzione propulsiva. Infatti, sebbene molte di queste, quando formalizzate in proposte da presentare all'Assemblea, tendono a ricevere scarso supporto,<sup>466</sup> nondimeno esercitano un'influenza particolarmente significativa sugli amministratori, con la conseguenza che, spesso, i c.d.a. sono indotti ad adottare le misure proposte anche laddove la proposta non sia stata approvata dalla maggioranza dei votanti.<sup>467</sup>

Si è accennato sopra<sup>468</sup> che i reali benefici prodotti dall'attivismo sono ancora discussi da giuristi ed economisti, con alcuni che ritengono che la presenza di attivisti sia causa di pressioni sui *boards* per il conseguimento di risultati nel breve periodo,<sup>469</sup> e

---

Si specifica infine che il rapporto annuale debba essere presentato al c.d.a. (o al comitato competente) e pubblicato sul sito della società entro 12 mesi dalla data dell'Assemblea. *Supra* nota 462.

<sup>465</sup> Cfr., e. g., Jody Grewal, *Shareholder Activism on Sustainability Issues*, (Harv. Bus. Sch. Working Paper No. 17-003, 2016), p. 33 [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2805512](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2805512).

<sup>466</sup> Cfr. *supra* Capitolo II par. 6.b.

<sup>467</sup> V., ad esempio, THE FORUM FOR SUSTAINABLE INVESTMENT, <https://www.ussif.org/resolutions> “Often, a shareholder resolution will fail to win a majority of the shares voted, but still succeeds in persuading management to adopt some or all of the requested changes because the resolution was favored by a significant number of shareholders.”).

<sup>468</sup> *Supra* Capitolo II, par. 3.

<sup>469</sup> Cfr., ad esempio, Cremers et al., *supra* nota 298 (“We find that targeted firms improve less in value [ . . . ] subsequent to the start of activism than similarly poorly performing control firms that are not subject to activist campaigns.”); Martin Lipton, *Bite the apple; poison the apple; paralyze the company; wreck the*

altri che invece sostengono l'infondatezza di tali preoccupazioni e, anzi, affermano che la presenza di attivisti nell'azionariato della società sarebbe associata a *performance* economiche migliori.<sup>470</sup> Ci si potrebbe pertanto domandare se anche l'attivismo E&S sia o meno da incoraggiare. La risposta sembra positiva.

Infatti, l'obiezione principale mossa all'attivismo tradizionale è che consente agli azionisti di esercitare pressioni eccessive sui *boards*, che sarebbero così indotti ad adottare un orizzonte temporale di breve termine, alle spese di molti azionisti e *stakeholders*, al fine di consegnare agli attivisti speculatori il risultato economico desiderato. Emblematiche sul punto sono le parole di Martin Lipton, notoriamente avverso alle forme di attivismo degli azionisti. Nel criticare Lucian Bebchuk — al contrario, noto soprattutto per gli studi in cui dimostra l'infondatezza delle preoccupazioni di chi ritiene che gli attivisti esercitino pressioni eccessive sui *boards* — Lipton evidenzia come “[Bebchuk] must first put forth a persuasive (or even just coherent) theory as to why the judgments as to corporate strategy and operations of short-term-focused professional money managers should take precedence over the judgments of directors and executives charged with maximizing the long-term success of business enterprises.”<sup>471</sup> (enfasi aggiunta).

Al di là del fatto che, come detto, se l'attivismo degli azionisti sia in effetti dannoso è ancora da provare — e, anzi, molti studi

---

*economy*, HARV. L. SCH. F. CORP. GOVERNANCE & FIN. REG., (26 febbraio 2013); Aspen Institute, *Overcoming short-termism: A call for a more responsible approach to investment and business management* (2009); J. Kay, *The Kay review of UK equity markets and long-term decision making* (Final Report, 2012).

<sup>470</sup> Alon Brav et al., *The real effects of hedge fund activism: Productivity, asset allocation, and labor outcomes*, Review of Financial Studies, 28 REV. FIN. STUD. 2723 (2015); Lucian A. Bebchuk et al., *The long-term effects of hedge fund activism*, 115 COLUM. L. REV. 1085 (2015); Gilson & Gordon, *supra* nota 274; Bebchuk et al., *supra* nota 299.

<sup>471</sup> Lipton, *supra* nota 469.

sembrano mostrare il contrario<sup>472</sup> — al fine di prevenire possibili obiezioni sull'opportunità d'incoraggiare forme di attivismo E&S, occorre evidenziare come, in questa materia, il problema delle pressioni a breve termine non sembra porsi. Come visto, infatti, la questione dell'orizzonte temporale va nettamente tenuta distinta da quella relativa al rapporto tra produzione di valore per gli azionisti e produzione (anche) di valore sociale.<sup>473</sup> Certamente le iniziative E&S degli attivisti sono a breve termine, nel senso che chiedono ai *boards* l'implementazione di determinate misure (quali, per esempio, un nuovo regime di *disclosure* sulle emissioni di gas serra prodotti dall'impresa e dalla sua filiera) nell'immediato. Ma non sono a breve termine nell'accezione (negativa) generalmente data all'espressione utilizzata da parte degli economisti e dei giuristi per qualificare le pressioni cui gli attivisti sottoporrebbero i c.d.a. Insomma, un attivista potrà certamente domandare una riduzione delle emissioni di gas serra nel breve termine, ma questo non significa che l'iniziativa ponga pressione al *board* di realizzare risultati economici nel breve termine a discapito di quelli di lungo periodo. Anzi, anche volendo sovrapporre la dimensione dell'orizzonte temporale a quella E&S, sembrerebbe che le iniziative su questioni ambientali e sociali siano per definizione, almeno nella maggior parte dei casi, a lungo termine.<sup>474</sup>

Una possibile obiezione potrebbe essere quella di evidenziare che, anche se, come appena visto, le iniziative E&S non sono *ex se* a breve termine, nondimeno l'attivismo E&S potrebbe essere utilizzato dagli attivisti per avanzare la propria agenda a breve termine. Gli attivisti, cioè, potrebbero utilizzare la retorica E&S (di per sé non a breve termine) per nascondere le loro reali strategie (queste sì, a breve termine). La potenziale obiezione non sembra valida. Un fondo speculativo che volesse ottenere rapidi ritorni economici mediante l'implementazione di una strategia a breve

---

<sup>472</sup> *Supra* nota 470. Per studi che dimostrano l'esistenza di un rapporto positivo tra attivismo e livelli d'innovazione dell'impresa cfr. *supra* nota 297.

<sup>473</sup> *Supra* par. 3 e relativa bibliografia.

<sup>474</sup> V. Roe, *supra* nota 292.

termine, per poi esercitare il proprio diritto di *exit* e monetizzare la differenza tra il valore a cui ha acquistato la partecipazione (X) e quello a cui ha venduto (X+1), non tenderebbe a utilizzare una retorica E&S. Queste ultime iniziative, anche se chiedono al *board* l'implementazione di misure nell'immediato (e cioè nel breve termine, in senso "atecnico"), certamente guardano a (e producono i loro effetti economici in) un orizzonte temporale non di breve termine, ma piuttosto di medio o, addirittura, lungo periodo. Sembra quindi improbabile che, qualora un azionista avesse realmente un orizzonte temporale di breve termine, ricorrerebbe alla retorica E&S per implementare la propria strategia.

Chiarito che l'obiezione che gli attivisti sottoporrebbero gli amministratori a pressioni a breve termine non è valida per opporre forme di attivismo E&S, occorre a questo punto domandarsi se queste forme di attivismo vadano o meno incoraggiate e, in caso di risposta affermativa, in che modo. Insomma, se i *trends* E&S degli investitori istituzionali intercettati nel Capitolo II dovessero proseguire nei prossimi anni ed espandersi anche al mercato europeo, sembra lecito domandarsi se i legislatori europei debbano assecondarli, per tal via trasformando l'Assemblea in "guardiano" e "propulsore" dell'azione dei *boards* in materia E&S. Certamente, se si è dell'opinione di cui è parte della dottrina<sup>475</sup> — e cioè che l'attivismo non andrebbe incoraggiato o andrebbe, addirittura, scoraggiato — la risposta è negativa. Tuttavia, non solo non sembra provato che gli attivisti abbiano effetti negativi sulla società e producano "esternalità" a carico di altri azionisti e degli *stakeholders* — anzi, come visto, secondo alcuni il contrario è vero<sup>476</sup> — ma va considerato che in Europa (e, più in particolare, in Italia) i livelli di attivismo degli investitori non sono particolarmente elevati. Incoraggiare forme di attivismo — nella direzione peraltro già intrapresa dalla prima direttiva sui diritti degli azionisti (c.d.

---

<sup>475</sup> E.g. *supra* nota 469.

<sup>476</sup> *Supra* note 470 e 297.

*Shareholder Rights Directive I*)<sup>477</sup> — sembra possa soltanto beneficiare il mercato europeo.

Peraltro, l'UE ha posto un accento particolarmente marcato sulle tematiche di sostenibilità. Incoraggiare ulteriormente forme di attivismo in Europa consentirebbe ai *trends* E&S degli investitori istituzionali evidenziati nel Capitolo II di espandersi anche in Europa. E, se ci si preoccupa di tali tematiche, come l'UE sta facendo, avere un azionariato vigile e intraprendente sulle questioni ambientali e sociali sembra un ottimo modo per completare e supportare l'azione dei co-legislatori su queste materie (azione che, comunque, resta essenziale). Di seguito, si evidenziano alcune possibili iniziative legislative che si potrebbero assumere per favorire un maggiore attivismo in Ue e, più in particolare, forme di attivismo E&S. Peraltro sembra che, anche alla luce delle recenti evidenze che sembrano mostrare, in parte, una rinnovata vitalità dell'attivismo europeo,<sup>478</sup> il momento sia particolarmente favorevole per aggiornare la disciplina normativa in un'ottica di maggiore incentivazione delle iniziative degli azionisti.

a. Facilitare l'attivismo E&S in Italia

I dati empirici del Capitolo II mostrano una tendenza degli investitori a (i) ricorrere alla presentazione di proposte in Assemblea, e (ii) soprattutto, a ricorrere ai cc.dd. *private engagements*. Prima di procedere, occorre evidenziare che l'analisi porrà l'accento sulle misure che potrebbero facilitare la presentazione di proposte in Assemblea, in quanto si tratta di misure che dispiegano i loro effetti non solo sul diritto di *voice* per eccellenza (e cioè sul diritto di voto) ma, indirettamente, anche sui *private engagements*. Infatti, se in sede di dialogo diretto gli

---

<sup>477</sup> Cfr. direttiva 2007/36/CE.

<sup>478</sup> Cfr. The Activist Investing Annual Review (2019), p. 3 (“Though boardroom battles and proxy contests are often associated with American companies, activists ran campaigns against 148 European issuers in 2018. In part, this may be due to the European Union’s recent directives encouraging shareholder participation.”).

amministratori sono consapevoli del fatto che, in qualora le loro richieste restino inascoltate, gli azionisti potranno facilmente presentare una proposta all'Assemblea degli azionisti oppure di modifica dell'ordine del giorno, gli amministratori saranno meno restii ad ascoltare gli azionisti in sede di *private engagements*.<sup>479</sup> Insomma, le misure che si identificano di seguito, dovrebbero produrre benefici anche per i *private engagements*.

Un punto di partenza potrebbe essere quello di riformare, abbassandole, le soglie previste per la presentazione di proposte all'Assemblea degli azionisti. La *Shareholder Rights Directive I* prevede che gli Stati membri possano introdurre delle soglie minime il cui raggiungimento è necessario affinché una proposta possa essere validamente presentata e che tali soglie non possano essere superiori a una percentuale pari al 5% del capitale sociale.<sup>480</sup> Nell'attuare la direttiva,<sup>481</sup> il legislatore italiano sembra avere però adottato un approccio doppiamente restrittivo. Non solo si è infatti avvalso della facoltà d'introdurre una soglia di capitale minimo, ma ha anche previsto una soglia (il 2,5% del capitale)<sup>482</sup> che appare comunque particolarmente elevata per un mercato che, come quello

---

<sup>479</sup> Sul punto cfr. anche L. Bebchuk, *RE: File No. S7-23-19; Release No. 34-87458* (2020) (“The basic point is that the prospect of submitting a proposal, and thus the ability to submit a proposal, play a role and produce benefits in shareholder-issuer engagements.”).

<sup>480</sup> Art. 6, par. 2 *Shareholder Rights Directive I*.

<sup>481</sup> Sull'attuazione della *Shareholder Rights Directive I* in Italia cfr., tra i vari, Niccolò Abriani e Santosuosso, *La Direttiva relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate ed il ruolo degli investitori istituzionali nella democrazia azionaria del terzo millennio*, *Rivista di Diritto Societario* 3/2007, pp. 140 ss.; Nicola Atlante e Mario Stella Richter Jr., *Il recepimento in Italia della Direttiva sui diritti degli azionisti e le modificazioni statutarie conseguenti*, Consiglio Nazionale del Notariato - Studio n. 62-2010/I, pp. 439 ss.; Gianluca Guerrieri (a cura di), *La nuova disciplina dei diritti degli azionisti*, *Nuove Leggi Civili Commentate*, pp. 507 ss. (2011); Lucia Calvosa, *L'intervento e il voto in assemblea dopo l'attuazione della direttiva sull'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate*, *Rivista di Diritto Societario* 2/2011, pp. 348 ss.

<sup>482</sup> Art. 126-bis TUF.

italiano, è caratterizzato da forte concentrazione degli assetti proprietari.<sup>483</sup>

Ai soci che rappresentino, anche congiuntamente, tale percentuale è riconosciuta una serie di diritti. Intanto, il 2,5% degli azionisti può, entro dieci giorni dalla pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea, “*presentare proposte di deliberazione su materie già all'ordine del giorno.*”<sup>484</sup> (enfasi aggiunta). Non si tratta, quindi, di un vero e proprio potere di proposta, in quanto ampiamente limitato dalla condizione che le proposte abbiano ad oggetto argomenti riconducibili alle materie già all'ordine del giorno. Anche l'altro diritto, stavolta riconosciuto anche al singolo socio e da esercitare *durante* i lavori assembleari, resta pur sempre circoscritta alle materie iscritte all'ordine del giorno.<sup>485</sup>

Il legislatore ha poi riconosciuto anche un ulteriore diritto, più efficace di quelli appena menzionati. Si tratta del diritto — sempre spettante al 2,5% degli azionisti — di chiedere l'*integrazione* dell'elenco delle materie da trattare, indicando nella domanda gli ulteriori argomenti da sottoporre al voto dei soci. Le richieste di integrazione sono però sottoposte all'approvazione dell'organo amministrativo, che ha il compito di valutarle e decidere se ammetterle o meno. In caso di inerzia dell'organo amministrativo provvede l'organo di controllo; in caso invece di rifiuto ingiustificato (del primo o, in caso di sua inerzia, del secondo), un po' come accade nel caso di mancata convocazione dell'assemblea ex art. 2367 c.c., provvede il Tribunale, che può disporre l'integrazione con decreto qualora accerti che il rifiuto di provvedere era ingiustificato.<sup>486</sup> Gli amministratori, quindi, hanno certamente

---

<sup>483</sup> Sulla concentrazione del mercato cfr. Consob, *supra* nota 300.

<sup>484</sup> Art. 126-bis, comma 1, TUF.

<sup>485</sup> Cfr. art. 126-bis, comma 1, TUF, penultimo periodo.

<sup>486</sup> Art. 126-bis, comma 5, TUF.

diritto di escludere la proposta, purché il loro rifiuto sia giustificato.<sup>487</sup>

Nonostante i passi in avanti compiuti grazie agli stimoli provenienti dal diritto unionale, il quadro disegnato dal legislatore italiano sembra comunque continuare a scoraggiare una più attiva partecipazione degli azionisti alla vita sociale. Anzitutto, la previsione di una soglia del 2,5% del capitale, peraltro secondo alcuni inderogabile *in melius* dagli statuti,<sup>488</sup> sia per la presentazione di proposte di deliberazione su materie già all'ordine del giorno, sia per la richiesta d'integrazione dell'elenco delle materie da trattare, sembra eccessiva.<sup>489</sup> E sembra eccessiva non solo in considerazione del tradizionale immobilismo che caratterizza gran parte degli investitori in emittenti italiane, ma anche in assoluto. Basti pensare che, prima della recente riforma del settembre 2020,<sup>490</sup> il mercato americano, certamente più dinamico di quello italiano per quel che riguarda la partecipazione degli azionisti, doveva fronteggiare soglie ben al di sotto di quelle previste dal legislatore italiano: per presentare una proposta gli azionisti dovevano essere titolari dell'1% del capitale sociale oppure detenere azioni per un valore di almeno \$2,000.<sup>491</sup>

---

<sup>487</sup> Con riferimento alla disciplina pre-riforma, giungeva a tale conclusione anche Paolo Montalenti, *La Direttiva azionisti e l'informazione preassembleare*, Giur. comm., I/2011, p. 688.

<sup>488</sup> Cfr. Francesco Martino, *La definizione dei temi della riunione assembleare*, p. 99, in I DIRITTI DEGLI AZIONISTI NELLE SOCIETÀ QUOTATE: COMMENTO AI D. LGS. 27 GENNAIO 2010, N. 27 E 18 LUGLIO 2012, N. 19, N. Ciocca e G. Marasà (a cura di) (2015), che richiama sia il tenore testuale dell'art. 126-bis, sia elementi di ordine sistematico (con particolare riferimento all'esigenza di "contenere i fenomeni disturbatori").

<sup>489</sup> Dello stesso avviso Gabriele Sciumbata, *Sub art. 126-bis*, pp. 1756 ss. in IL TESTO UNICO DELLA FINANZA, M. Fratini e G. Gasparri (a cura di) (2012).

<sup>490</sup> Su cui cfr. *infra* nel testo.

<sup>491</sup> 17 CFR §240.14a-8 ("In order to be eligible to submit a proposal, you must have continuously held at least \$ 2,000 in market value, or 1%, of the company's securities entitled to be voted on the proposal at the meeting for at least one year by the date you submit the proposal.").

Inoltre, come visto, l'integrazione dell'ordine del giorno è subordinata ad un'iniziativa dell'organo amministrativo (o, in caso di sua inerzia, di quello di controllo), che è chiamato a valutarne la legittimità. In dottrina si è discusso quanto margine di manovra sia rimasto agli amministratori per rigettare la richiesta di integrazione, ciò specie dopo l'introduzione, con decreto correttivo n. 91 del 2012, della previsione secondo cui, come visto sopra, qualora il rifiuto d'integrazione risulti ingiustificato il tribunale, sentiti i componenti degli organi di amministrazione e di controllo, ordina con decreto l'integrazione.<sup>492</sup> Mentre non vi è dubbio che gli amministratori possano rifiutare l'integrazione nei casi d'illegittimità della richiesta (e.g., richiesta proveniente da una percentuale inferiore al 2,5% del capitale sociale, richiesta d'integrazione su materie non di competenza assembleare etc.),<sup>493</sup> e si discute sulla possibilità di rifiuto in caso di iniziative meramente ripetitive o pretestuose,<sup>494</sup> (anche se parte della dottrina sembra propendere per la risposta affermativa),<sup>495</sup> non è invece chiaro come la scelta del legislatore di estendere anche all'ipotesi di cui all'art. 126-bis TUF una forma di controllo giurisdizionale simile a quella di cui all'art. 2367 c.c. incida sulla discrezionalità degli amministratori nei casi meno ovvi. In altre parole, al di fuori dei casi più evidenti, in cui la richiesta è illegittima *in nuce*, non sembra chiaro in quali ipotesi gli amministratori possano legittimamente rifiutare l'integrazione.

---

<sup>492</sup> Art. 126-bis, comma 5, TUF.

<sup>493</sup> Cfr. Martino, *supra* nota 488, p. 106.

<sup>494</sup> Laura Marchegiani, *Il potere di integrazione dell'ordine del giorno dell'assemblea dalla tutela del risparmio all'attuazione della Direttiva sui diritti degli azionisti di società quotate*, JUDICIUM (2012); Trib. Milano, 21 novembre 1994. Cfr. anche Martino, *supra* nota 488, p. 106.

<sup>495</sup> Pierpaolo Montalenti, *La Direttiva azionisti e l'informazione preassembleare*, in Giur. comm., I/2011, p. 688. Per una risposta affermativa con riferimento all'art. 2367 c.c. cfr. Piergaetano Marchetti, *Sub art. 2367*, pp. 76 e ss., in COMMENTARIO ALLA RIFORMA DELLE SOCIETÀ. ASSEMBLEA, Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari (a cura di) (2008). Propende per la soluzione affermativa anche Martino, *supra* nota 488, p. 107.

Parte della dottrina ritiene che la presenza di un controllo giurisdizionale, con obbligo del Tribunale di sentire l'organo amministrativo e di controllo, con il primo che dovrà quindi esporre le ragioni del rifiuto, restringa sensibilmente la discrezionalità degli amministratori, che avrebbero quindi minore spazio di manovra per respingere la richiesta degli azionisti.<sup>496</sup> Le osservazioni proposte da parte della dottrina sul punto non sembrano del tutto solide. Se è vero che la presenza di una revisione giudiziale dell'eventuale rifiuto degli amministratori di dar seguito all'iniziativa rafforza la posizione dei soci, è però innegabile che la loro posizione resti di fatto pur sempre precaria. Affermare che il rifiuto degli amministratori debba essere "giustificato" consente sostanzialmente a questi ultimi di avere a disposizione un ventaglio praticamente infinito di ragioni per giustificare il rifiuto. Peraltro, la lettera della disposizione sembrerebbe non tanto dire, in positivo, che il rifiuto debba essere giustificato, ma piuttosto, in negativo, che questo non debba essere ingiustificato. Il rischio è che gli amministratori possano limitarsi ad allegare una qualsiasi generica ragione a supporto del rifiuto d'integrazione dell'ordine del giorno e, salvo casi limite (e.g., la ragione addotta dagli amministratori è palesemente illogica), purché il rigetto sia formulato in maniera ragionevole, sembra difficile che il Tribunale tenderà ad assumere atteggiamenti particolarmente interventisti. D'altronde, se solo si vuole rigettare la richiesta, sarà molto semplice per i *boards*, anche con l'aiuto di un attento supporto legale, formulare il rifiuto in termini che siano giuridicamente accettabili da un Tribunale.

A questo punto, sono emersi almeno un paio di elementi dell'impianto normativo italiano che possono contribuire a limitare o, comunque, scoraggiare, potenziali iniziative di attivisti: la soglia

---

<sup>496</sup> Così Martino, *supra* nota 488, p. 107 e anche Marchegiani *supra*, nota 494. Per l'opinione secondo cui l'oggetto della richiesta d'integrazione è sottratto al sindacato sul merito ed è invece assoggettato al solo vaglio di conformità a legge e all'atto costitutivo cfr. Sul punto cfr. Umberto Morera e Stefano Cappiello, *L'assemblea delle società quotate*, p. 1770 in IL TESTO UNICO FINANZIARIO, Cera e Presti (a cura di) (2020), che richiamano Trib. Milano, 18561/2018.

richiesta per avanzare proposte e integrare l'ordine del giorno e la discrezionalità di cui i *boards* restano titolari, nonostante la novella del 2012, nel decidere se accettare o meno la proposta d'integrazione. Di seguito, si individuano delle possibili soluzioni a entrambi con l'obiettivo di provare a rivitalizzare in parte l'attivismo e, per tal via, aprire le porte a quello emergente: l'attivismo E&S.

Anzitutto, sarebbe utile intervenire sulla soglia necessaria per la presentazione di proposte e per l'integrazione dell'ordine del giorno. La soglia del 2,5% appare, come detto, troppo elevata, specie per un mercato come quello italiano già di per sé fisiologicamente caratterizzato da scarso attivismo. Il principale argomento per opporre l'abbassamento delle soglie è il seguente: abbassarle apre uno spiraglio per azioni pretestuose, che rischiano di pregiudicare l'efficienza del processo deliberativo della società. Nel concludere che la soglia del 2,5% non sia derogabile (non solo, com'è ovvio in *peius*,<sup>497</sup> ma neanche) in *melius*, parte della dottrina ha infatti osservato per esempio come la conclusione s'imponga al fine “[ . . . ] di contenere quei fenomeni disturbatori, che possono ostacolare o rallentare perniciosamente il funzionamento dell'assemblea.”<sup>498</sup>

Da un lato, queste preoccupazioni sembrano in parte eccessive; dall'altro, la soluzione che sotto si propone dovrebbe in ogni caso attenuarle. Con riferimento al primo profilo occorre ricordare che gli azionisti hanno pur sempre un interesse economico nella società e, pertanto, non sembra fondato immaginare un'ipotesi in cui gli azionisti intraprendano iniziative che abbiano l'effetto di rallentare i lavori assembleari con il solo obiettivo di “disturbarne” l'andamento. La situazione più ricorrente, almeno nel mercato americano, sembra invece essere quella di un *disaccordo* tra alcuni azionisti e gli amministratori, che si concretizza nella presentazione,

---

<sup>497</sup> Soglie più elevate andrebbero a comprimere ulteriormente il diritto di partecipazione degli azionisti, che è invece obiettivo principe della *Shareholder Rights Directive I*.

<sup>498</sup> Martino, *supra* nota 488, p. 100.

da parte dei primi, di proposte o, comunque, nell'adozione di iniziative mirate a cambiare la direzione assunta dai secondi. In queste ipotesi, quindi, parlare di “fenomeni disturbatori, che possono ostacolare o rallentare perniciosamente il funzionamento dell'assemblea” sembra una formula riassuntiva per indicare un altro fenomeno: una diversità di strategia e di vedute tra amministratori e parte degli azionisti. E non si vede perché l'iniziativa dei secondi debba necessariamente essere, per il sol fatto che non coincida con l'impostazione del *board*, un'iniziativa che ha il solo obiettivo di rallentare l'assemblea. Se, invece, tale dottrina si riferisce effettivamente ad ipotesi in cui lo scopo dell'iniziativa degli azionisti sia effettivamente solo e soltanto quello di arrecare danno ai lavori assembleari, in assenza di evidenze che mostrino la frequenza di questo fenomeno, si è di fronte ad ipotesi marginali o, peggio, di scuola. E, in genere, a meno di non voler disegnare una particolare forma di *ius singulare*, non si legifera esclusivamente sulla base delle eccezioni, se non nelle situazioni emergenziali. Come anticipato, comunque, anche a voler ammettere la rilevanza di tali preoccupazioni, la proposta sotto avanzata dovrebbe, per i motivi che si spiegheranno poco oltre, contribuire a eliminarle o, quantomeno, ridurle.

Sembra che la soluzione che contemperi l'obiettivo di incentivare e facilitare l'attivismo degli azionisti con l'esigenza di evitare azioni pretestuose da parte delle minoranze — preoccupazione, come visto, in ogni caso da ritenere eccessiva — sia o l'introduzione di un modello simile a quello previsto per il voto di lista,<sup>499</sup> per cui la Consob può stabilire con regolamento soglie inferiori al 2,5% del capitale sociale tenendo conto della capitalizzazione, del flottante e degli assetti proprietari delle società quotate, oppure una più radicale modifica dell'impianto normativo con l'introduzione di soglie “a scaglioni”. Essendo il primo modello già noto, di seguito ci si concentrerà sul secondo.

---

<sup>499</sup> V. art. 147-ter TUF.

Si potrebbe, in particolare, prevedere l'introduzione di soglie (X) il cui livello sia inversamente proporzionale al periodo di tempo (Y), espresso in anni, per cui l'azionista che intende presentare la proposta o modificare l'ordine del giorno ha detenuto azioni di quella società. Si potrebbe cioè prevedere che, per presentare validamente una proposta o modificare l'ordine del giorno, sia necessaria una percentuale di capitale sociale pari a X detenuta per almeno un periodo continuativo di Y anni ("Soglia I"); di (X+1) se la percentuale di capitale sociale è stata detenuta per (Y-1) anni ("Soglia II"); di (X+1,5) in tutti gli altri casi ("Soglia III"). La percentuale di capitale sociale prevista per la Soglia 1 dovrebbe essere decisamente più bassa di quella attuale (che, come visto, è fissata al 2,5% del capitale sociale) e, idealmente, essere fissata all'1%. Per esempio, si potrebbe immaginare una modifica della disciplina nel seguente modo:

- Soglia I: 1% del capitale sociale se le relative azioni sono state detenute per un periodo continuativo di [tre anni];
- Soglia II: 2% del capitale sociale se le relative azioni sono state detenute per un periodo continuativo di [due anni];
- Soglia III: 2,5% del capitale sociale indipendentemente dal periodo di detenzione delle relative azioni.

La disciplina — che peraltro non rappresenterebbe neanche un *unicum* nel panorama giuridico internazionale —<sup>500</sup> sarebbe perfettamente compatibile con il diritto unionale (e, in particolare, con la *Shareholder Rights Directive I*) nel senso che, per implementarla, non servirebbe un impulso dei co-legislatori europei, ma sarebbe sufficiente un'iniziativa unilaterale del legislatore italiano. Infatti, come visto,<sup>501</sup> la direttiva chiede soltanto ai

---

<sup>500</sup> Cfr., per esempio, le recenti modifiche apportate dalla SEC alla disciplina americana ai requisiti procedurali per la presentazione delle proposte da parte degli azionisti ai sensi della *Rule 14a-8* dell'*Exchange Act*. Cfr. Securities and Exchange Commission, File No. S7-23-19, <https://www.sec.gov/rules/final/2020/34-89964.pdf>.

<sup>501</sup> *Supra* nel testo e nota 480.

legislatori nazionali di non superare la soglia del 5% del capitale sociale, per il resto, in maniera coerente con la natura di direttiva dell'atto, lasciando spazi di manovra sulle modalità con cui implementare gli obiettivi di una maggiore partecipazione degli azionisti. Anzi, se, come si vedrà tra un attimo, la disciplina proposta dovrebbe facilitare tale partecipazione, questa disciplina sarebbe anche più coerente con gli obiettivi fissati dai co-legislatori europei rispetto a quella attuale.

La disciplina proposta presenta due vantaggi principali: facilita l'attivismo degli azionisti e incentiva un approccio a lungo termine che, a sua volta, dovrebbe servire a tranquillizzare anche coloro più preoccupati dal fatto che un maggiore attivismo degli azionisti si accompagni a un incremento delle azioni pretestuose. Con riferimento al primo profilo, occorre osservare come la proposta determini un netto abbassamento delle soglie necessarie per la presentazione di proposte e per la modifica dell'ordine del giorno. Resta fissa la soglia del 2,5% del capitale sociale, ma si introducono due ipotesi ulteriori che consentono anche ad altre minoranze (comunque qualificate) di assumere iniziative anche qualora il capitale da loro rappresentato sia pari all'1,5% e all'1%. Il netto abbassamento delle soglie, specie in un mercato concentrato come quello italiano, è un elemento che facilita non di poco l'assunzione di iniziative da parte degli azionisti.

Con riferimento al secondo profilo — l'incentivazione di un approccio a lungo termine — la disciplina proposta determina un collegamento tra facilitazione delle iniziative attiviste (mediante, appunto, l'abbassamento delle soglie) e detenzione delle relative azioni per un arco temporale minimo. Così, l'abbassamento più pronunciato (quello cioè che si realizza nella Soglia I) è riconosciuto esclusivamente a quegli azionisti che abbiano dimostrato di essere particolarmente "leali" verso la società, detenendo le relative partecipazioni per un periodo continuativo di almeno tre anni. Quest'ultima previsione funge da correttivo all'abbassamento della soglia: chi ha detenuto le azioni della società per un periodo di

tempo relativamente lungo (quale, ad esempio, tre anni) è un azionista che molto probabilmente ha un orizzonte temporale di lungo o, almeno, medio periodo: è quindi meno probabile che utilizzi il proprio diritto di presentare proposte o modificare l'ordine del giorno in maniera abusiva. La Soglia II serve a mantenere l'approccio legislativo proporzionale, prevedendo un innalzamento della soglia pari al 100% rispetto a quella prevista per la Soglia I: agli azionisti che dimostrano lealtà alla società da meno tempo è richiesto di dimostrare di essere titolari di un capitale maggiore. Al fine di non pregiudicare poi i diritti amministrativi degli azionisti e mantenere la costituzionalità dell'impianto normativo, nella Soglia III si mantiene la percentuale del 2,5% della disciplina attuale per tutte le altre ipotesi<sup>502</sup>: in questi casi, non opera quindi il correttivo temporale.

Per mezzo di questo approccio progressivo, quindi, da un lato si facilitano le iniziative degli attivisti; dall'altro, collegando l'abbassamento delle soglie all'orizzonte temporale degli azionisti, si disegna una disciplina che dovrebbe rispondere anche all'esigenza di evitare iniziative che siano meramente pretestuose. Si ritiene, tuttavia, che per raggiungere il primo obiettivo sia necessario un altro intervento che ha ad oggetto la disciplina per la modifica dell'ordine del giorno.

Prima di analizzare questo secondo profilo, sembra però utile affrontare due possibili obiezioni che si potrebbero muovere alla proposta. Anzitutto, si potrebbe osservare come molti investitori istituzionali non mirino a essere "fedeli" ma cerchino piuttosto un *exit* rapido che consenta loro di ottenere un ritorno economico nel breve periodo. Si potrebbe poi obiettare che il principio secondo cui le soglie sono cumulative renderebbe la disciplina proposta di difficile applicazione, in quanto in caso di proposte congiunte si

---

<sup>502</sup> E, cioè, per le ipotesi in cui gli azionisti che intendano presentare una proposta o modificare l'ordine del giorno non siano azionisti della società da un periodo di tempo sufficiente a soddisfare i requisiti delle Soglie I e II.

dovrebbe calcolare per ogni investitore firmatario della proposta percentuale di azioni e arco temporale.

Con riferimento al primo profilo, preme anzitutto rilevare che l'obiezione sembra riferibile esclusivamente a quegli investitori attivisti che abbiano come modello di *business* la ricerca del profitto nel breve termine e debba necessariamente escludere, invece, quelli, come per esempio i gestori di fondi passivi, che in genere operano necessariamente su un orizzonte temporale di più lungo periodo.<sup>503</sup> A prescindere comunque da questa considerazione, occorre evidenziare che la proposta non pregiudica lo *status quo*. In particolare, la Soglia III continuerebbe a condizionare il potere di presentare una proposta alla titolarità di azioni pari al 2,5% del capitale sociale, ma a prescindere dall'arco temporale per cui la partecipazione è stata detenuta. Pertanto, gli investitori che non volessero detenere azioni per un determinato numero di anni, potrebbero decidere di non usufruire dello "sconto" sulla percentuale, e continuare a essere soggetti alla disciplina attuale. Ad ogni modo, la disciplina proposta sarebbe una buona occasione per comprendere se il mercato italiano sia caratterizzato da forme di *Corporate Short-termism*: laddove infatti la disciplina entrasse in vigore e, dopo alcuni anni dalla, nessun investitore istituzionale avesse presentato proposte usufruendo delle Soglie I e II, si avrebbe una dimostrazione dell'esistenza di un orizzonte temporale eccessivamente a breve termine, su cui, solo a quel punto, forti di tali evidenze, si potrebbe quindi intervenire con altre misure correttive.

La seconda possibile obiezione potrebbe essere superata prevedendo la non cumulabilità delle partecipazioni ai fini del raggiungimento delle Soglie I e II. La non cumulabilità, quindi, opererebbe come eccezione alla regola generale. Si consentirebbe, cioè, la presentazione di proposte a firma congiunta qualora i proponenti soddisfino, individualmente, tanto il requisito di

---

<sup>503</sup> Cfr. *supra* II par. 4.

partecipazione, quanto quello temporale; nessuno dei due requisiti potrebbe invece essere soddisfatto cumulando partecipazione o arco temporale di detenzione di più azionisti. Resterebbe invece la regola della cumulabilità per la Soglia III. D'altronde, il netto abbassamento delle soglie di partecipazione delle Soglie I e II rispetto a quella della Soglia III (che, come visto, riflette la disciplina attuale) giustificerebbe l'eliminazione della regola della cumulabilità per le prime due.

Tornando alla proposta, si parlava di un altro possibile intervento normativo da attuare, questa volta intervenendo sulla disciplina relativa alla modifica dell'ordine del giorno. Si è visto che, nonostante la novella del 2012 e l'introduzione di un controllo giudiziario *ex post*, gli amministratori sembrano rimanere depositari di una discrezionalità eccessiva con riguardo alle sorti della proposta d'integrazione avanzata dagli azionisti. Pertanto, in assenza di una riforma anche di questo profilo, intervenire esclusivamente sulle soglie necessarie ad assumere l'iniziativa non raggiungerebbe l'obiettivo di una maggiore partecipazione degli azionisti, in quanto gli amministratori potrebbero facilmente rigettare la proposta, anche quando meritevole. Sembra pertanto necessario intervenire anche su questo profilo. In particolare, appare opportuno modificare la disciplina dell'art. 126-bis, comma 5 TUF per ridurre in parte la discrezionalità di cui gli amministratori sembrano oggi essere depositari nel decidere se accettare o meno la proposta d'integrazione. Sembrerebbe, più specificamente, utile identificare, mediante un rinvio del TUF al Regolamento Emittenti (regolamento Consob 11971/1999), una serie d'ipotesi tassative che possano giustificare un rifiuto d'integrazione da parte degli amministratori.<sup>504</sup> Al di fuori di queste ipotesi, gli amministratori non potrebbero rigettare la proposta d'integrazione dell'ordine del

---

<sup>504</sup> Anche questa proposta trova precedenti in altri ordinamenti, seppur in diverse materie. Si pensi alla citata Rule 14a-8 che, negli Stati Uniti, identifica le ipotesi tassative in cui agli amministratori è concessa la possibilità di non ammettere le proposte avanzate dagli azionisti.

giorno. Il controllo giudiziario *ex post* permarrebbe, ma soltanto (i) com'è già previsto, in caso d'inerzia dell'organo di controllo; e (ii) per verificare che il rifiuto d'integrare l'ordine del giorno ricada effettivamente in una delle ipotesi tassative. Peraltro, con riferimento a quest'ultimo profilo, si evidenzia come questo controllo ben potrebbe essere affidato a un Dipartimento della Consob, così evitando ipotesi di sovraccarico ulteriore degli uffici giudiziari.

Così, si potrebbe per esempio prevedere che gli amministratori possano rifiutare d'integrare l'ordine del giorno esclusivamente al ricorrere delle seguenti ipotesi (qui identificate a mero titolo esemplificativo, e senza pretesa di esaustività): illegittimità della richiesta (e.g., si chiede d'introdurre all'ordine del giorno una materia di competenza esclusiva degli amministratori); perseguimento d'interessi speciali (e.g., la richiesta mira ad introdurre una tematica che riguarda esclusivamente una percentuale esigua di azionisti); ripetitività (e.g., si propone la discussione di una questione già affrontata dal *board* oppure già all'ordine del giorno) etc. Il vantaggio dell'approccio sarebbe anzitutto uno spostamento inequivocabile dell'onere della prova in capo al *board*: sarebbero gli amministratori, cioè, a dover dimostrare che la proposta d'integrazione rientra in una delle ipotesi tassativamente previste. Inoltre — e soprattutto — si renderebbero molto più complesse eventuali tentativi del c.d.a di estromettere proposte d'integrazione soltanto perché ad esso sgradite: se, infatti, secondo la disciplina attuale gli amministratori possono limitarsi a dimostrare che il loro rifiuto non è ingiustificato, a tal fine potendo ricorrere sostanzialmente a qualsiasi motivazione, la disciplina proposta invece ridurrebbe significativamente il ventaglio di motivazioni disponibili al c.d.a., per tal via assicurando che una proposta d'integrazione venga esclusa soltanto quando veramente superflua o pretestuosa. Al contempo, una corretta calibrazione e identificazione delle ipotesi tassative in cui è ammesso il rifiuto consentirebbe di filtrare le proposte, escludendo quelle effettivamente non meritevoli.

## 5. Il Board: struttura, composizione e doveri

Sembra infine interessante domandarsi quali siano i riflessi di questi *trends* E&S sull'organo amministrativo. La tematica può essere indagata soprattutto da tre prospettive: la struttura, la composizione e i doveri dell'organo. In particolare, sembra utile chiedersi se e come il forte interesse degli investitori e dei regolatori per le tematiche E&S impatti ciascuna di queste dimensioni. Le considerazioni svolte sono generalmente applicabili a qualsiasi società, indipendentemente dall'ordinamento in cui l'impresa è incorporata; talvolta, tuttavia, ove segnalato, alcune considerazioni sono specificamente applicabili alle società di diritto italiano.

### a. I comitati E&S

I comitati endo-consiliari hanno negli anni acquisito un rilievo sempre maggiore, ritagliandosi molto spesso il ruolo di protagonista della *corporate governance*. Infatti, i comitati sono il cuore pulsante dei *boards*, ed è nei primi, e non nei secondi, che ha luogo la gran parte dell'attività amministrativa.<sup>505</sup> La centralità dei comitati — acquisita anche grazie agli stimoli dei legislatori e delle *best practices* di *corporate governance*<sup>506</sup> — è peraltro testimoniata dall'incremento delle loro competenze e dalla circostanza che i

---

<sup>505</sup> Cfr. già Idalene F. Kesner, *Directors' characteristics and committee membership: An investigation of type, occupation, tenure, and gender*, 31 ACAD. MGMT. J. 66, 67 (1988).

<sup>506</sup> Negli Stati Uniti, già negli anni '40 del secolo scorso la SEC raccomandava alle società di costituire un comitato *audit* e, negli anni '70, ha iniziato a chiedere maggiore trasparenza sulla composizione di tali comitati. Peraltro, a seguito dell'entrata in vigore del Sarbanes-Oxley Act, il New York Stock Exchange e il NASDAQ hanno iniziato a chiedere alle società quotate la costituzione di comitati remunerazioni e *governance*. Cfr. Kevin D. Chen e Andy Wu, *The Structure of Board Committees*, Harvard Business School Working Paper 17-032 (2016). In Italia, v. il Codice di Autodisciplina che chiede alle quotate che vi aderiscono la costituzione di un Comitato per le Nomine (art. 5), di un Comitato per la Remunerazione (art. 6) e di un Comitato Controllo e Rischi (art. 7).

*boards* tendono a delegare ai loro comitati molte delle funzioni amministrative.<sup>507</sup>

In linea generale, i comitati possono avere funzioni esecutive e funzioni “meramente” istruttorie e consultive. I primi rappresentano organi a cui l'organo amministrativo delega alcune delle proprie attribuzioni<sup>508</sup> e, pertanto, “amputano” l'organo amministrativo, nella propria collegialità, di una parte delle proprie attribuzioni; i secondi, invece, non hanno compiti gestori, ma sono costituiti per supportare — tramite, ad esempio, l'acquisizione di informazioni e la formulazione di proposte e pareri — l'organo amministrativo<sup>509</sup>. Questi ultimi, in particolare, possono essere costituiti per svolgere i compiti di supporto e impulso su qualsiasi tematica che il *board* ritenga rilevante.

L'articolazione dell'organo amministrativo in comitati della seconda tipologia comporta alcuni vantaggi. Anzitutto, tramite un processo di decentralizzazione delle competenze (che, pur restando sempre prerogativa dell'intero *board*, diventano obiettivo principale dei singoli comitati, i quali finiscono per occuparsi del *day-to-day* di quegli specifici obiettivi) i comitati consentono una più accentuata specializzazione.<sup>510</sup> Gli organi amministrativi sono infatti chiamati ad occuparsi di questioni molto differenti; costituire un comitato è dunque un utile per assicurarsi che gli amministratori membri del comitato si dedichino specificamente a determinate questioni. Inoltre — e il punto si ricollega alla decentralizzazione delle competenze e alla specializzazione che ne consegue — la costituzione di comitati consente una distribuzione più efficiente

---

<sup>507</sup> Renee B. Adams, Vanitha Raguathan e Robert Tumarkin, *Death by committee? An analysis of delegation in corporate boards* (Working Paper, 2015).

<sup>508</sup> V. in Italia l'art. 2381, comma 2 c.c. che, ove lo statuto lo consenta, permette al consiglio di amministrazione di delegare le proprie attribuzioni a un comitato esecutivo composto da alcuni dei suoi componenti.

<sup>509</sup> Esempi di tali comitati sono quelli previsti dal Codice di Autodisciplina italiano (*supra* nota 506).

<sup>510</sup> Chen e Wu, *supra* nota 506, 2. Più in generale, cfr. Cornelis A. De Kluver, *A PRIMER ON CORPORATE GOVERNANCE*, 2009.

delle varie competenze gestorie.<sup>511</sup> Anche alla luce delle considerazioni sinora svolte, è evidente che la costituzione di un comitato (e ciò ne rappresenta un ulteriore vantaggio), in aggiunta a quelli generalmente richiesti dalle *best practices*,<sup>512</sup> può essere anche un modo per la società di dimostrare ai propri azionisti, ai regolatori e agli *stakeholders* l'importanza che l'impresa attribuisce a determinate tematiche o questioni.

Peraltro, la costituzione di comitati si accompagna anche a svantaggi. In particolare, la decentralizzazione delle competenze sopra richiamata rischia spesso di portare a una segregazione delle funzioni in seno a quegli specifici comitati, con il conseguente rischio di marginalizzazione del ruolo degli amministratori che non ne fanno parte sulle questioni oggetto della competenza del comitato.<sup>513</sup> Al problema, si è suggerito di porre rimedio tramite i cc.dd. *multi-committee directors*, e cioè prevedendo che lo stesso amministratore sieda in più comitati. La soluzione, non esente dall'obiezione che ciò rischierebbe di sovraccaricare l'amministratore che siede in più comitati, garantirebbe però maggiori flussi informativi tra i comitati stessi, in quanto l'amministratore che siede nel comitato X, essendo componente anche del comitato Y, porterebbe nel secondo le informazioni acquisite nel primo e viceversa.<sup>514</sup>

Posto che, come visto sopra, in aggiunta a quelli previsti dalle *best practices* gli organi amministrativi possono costituire comitati su qualsiasi tematica, sembra che i *trends* intercettati nel Capitolo II militino a favore dell'affidamento di competenze in materia di sostenibilità e sociale (E&S) mediante la costituzione di comitati E&S *ad hoc*, il raggruppamento di uno o più comitati cui affidare competenze anche in queste materie, o l'assegnazione di tali

---

<sup>511</sup> *Ibidem*, 2.

<sup>512</sup> *Supra* nota 506.

<sup>513</sup> David Reeb e Arun Upadhyay, *Subordinate board structures*, 16 J. CORP. FIN. 469 (2010).

<sup>514</sup> Chen e Wu, *supra* nota 506, 4.

competenze a un comitato preesistente (le tre alternative sono di seguito indicate con l'espressione "comitati E&S"). I vantaggi sarebbero molteplici. Anzitutto, la costituzione di comitati E&S garantirebbe una *expertise* specializzata sulle tematiche di sostenibilità e sociali (sulla composizione del comitato v. *infra* par. b). In particolare, permetterebbe alle emittenti di avere degli amministratori focalizzati sulle tematiche non solo per individuare aree o questioni che possono sollevare rischi E&S e su cui la società potrebbe essere chiamata a intervenire dai regolatori o dagli stessi investitori, ma anche per fornire al *board* impulsi e proposte per identificare possibili iniziative legate alle tematiche sociali e di sostenibilità mirate a migliorare le *performance* e la reputazione E&S dell'impresa.

Ancora, la costituzione di comitati E&S può essere utile per segnalare agli investitori, ma anche ai regolatori, non solo l'attenzione che la società dedica a tali tematiche, ma anche la serietà dell'impegno. Se, ovviamente, a tale impegno deve poi seguire un'impostazione dell'attività d'impresa che sia effettivamente improntata ai valori sociali e di sostenibilità, si ritiene che la costituzione di comitati E&S possa rappresentare un utile strumento, soprattutto in fase di quotazione, per mostrare agli investitori un *commitment* E&S. Uno strumento, insomma, utile per l'attrazione dei capitali sociali e sostenibili di cui si è detto nel par. 1 di questo Capitolo.

Nella fase post-IPO, poi, la costituzione di comitati con competenze su questioni sociali e ambientali può rivestire un'ulteriore funzione, oltre a quella di fornire ai *boards* maggiore *expertise*. In considerazione dell'interesse degli investitori istituzionali verso le questioni E&S e del sempre più frequente ricorso a forme di dialogo diretto,<sup>515</sup> costituire comitati con competenze in questi ambiti può contribuire a facilitare il dialogo con tali investitori. E ciò non solo perché un investitore come

---

<sup>515</sup> *Supra*, Capitolo II, parr. 6.a. e 8.

BlackRock — che, come visto, probabilmente più di ogni altro ha posto l'accento sulle tematiche di sostenibilità — sarebbe certamente più incline (e bendisposto?) al dialogo con una società che ha ritenuto le tematiche ambientali e sociali di tale importanza da dedicargli un comitato *ad hoc*, ma anche perché gli amministratori che siedono in tale comitato avrebbero maggiore familiarità con tali questioni, per tal via dunque facilitando il dialogo.

A questo punto, sembra interessante domandarsi se le società italiane abbiano iniziato a costituire comitati con competenze in queste materie o a affidarne le relative competenze a comitati preesistenti. Un buon indicatore è fornito dai dati Consob sui comitati delle quotate italiane,<sup>516</sup> riproposti nella Tabella 5 sotto. Preme rilevare che tali dati si riferiscono a società che abbiano affidato a un comitato la supervisione delle questioni di sostenibilità in uno dei seguenti tre modi: (i) istituendo un comitato *ad hoc*, (ii) raggruppando diversi comitati o, infine, (iii) assegnando le funzioni a un comitato preesistente.<sup>517</sup>

*Tabella 5. Comitati con Competenze Ambientali e/o Sociali Nelle Quotate Italiane*

<i>Anno</i>	<i>N° Società con un Comitato con competenze ambientali e/o sociali</i>	<i>Percentuale sulla totalità delle quotate</i>	<i>Market Cap.</i>	<i>Competenze dei Comitati (numero di Comitati E&amp;S con tali competenze)</i>
2017	45	20%	61.3%	Sostenibilità (45/45)
2018	54	24%	67.2%	Sostenibilità (54/54)

<sup>516</sup> CONSOB, *supra* nota 300.

<sup>517</sup> CONSOB, *supra* nota 300, p. 4.

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

*Fonte: Elaborazione dell'autore sulla base dei dati Consob.*

Come si può osservare, secondo i dati Consob prima del 2017 non vi erano società quotate con comitati con competenze E&S. Preme poi rilevare come la totalità delle società riportate nella Tabella 5 abbia costituito comitati esclusivamente con competenze in materia di sostenibilità, mentre non si rinviene l'esistenza di comitati con competenze in materia sociale (e.g., rispetto dei diritti umani nella filiera, differenze di retribuzione tra generi etc.). Soprattutto, poi, appare evidente come la presenza di comitati con competenze E&S non sia prassi ancora diffusa tra gli emittenti italiani: infatti, anche se la costituzione di tali comitati sembra interessare le società a più alta capitalizzazione (e, infatti, le 45 società che avevano il Comitato Sostenibilità nel 2017 rappresentavano il 61% della capitalizzazione totale, mentre le 54 del 2018 rappresentavano il 67%), il numero di società che li costituisce resta ancora basso: soltanto il 20% delle quotate nel 2017 e il 24% nel 2018.

Sembra quindi che, nel prossimo futuro, gli sforzi delle emittenti debbano essere concentrati verso due direzioni. Anzitutto, le società che non hanno ancora comitati con competenze ambientali e/o sociali dovrebbero, per i motivi sopra evidenziati, procedere alla costituzione in una delle tre modalità sopra viste. Inoltre, le società che li hanno già costituiti dovrebbero ampliare il mandato dei comitati già esistenti (al momento, come visto, focalizzati esclusivamente sulle tematiche di sostenibilità) per estenderne le competenze anche alle tematiche sociali. Anche se l'analisi meriterebbe considerazioni più approfondite, sembra a questo punto però lecito quantomeno domandarsi se non sia il caso di incentivare questi obiettivi introducendo i Comitati con competenze E&S nella prossima versione del Codice di Autodisciplina.

#### b. Gli ESG *directors*

Un'altra questione — collegata a quella, appena affrontata, dei comitati E&S — attiene al *background* degli amministratori. Mentre

sinora si è infatti dedicata molta attenzione al loro *background* accademico (istruzione e formazione; *e.g.*, economica, giuridica etc.) e professionale, nonché a caratteristiche quali, ad esempio, il loro genere e la loro età,<sup>518</sup> non sembra invece esservi particolare attenzione — né in fase d'identificazione, da parte delle società, degli *executives*, né in fase di analisi dell'effettiva composizione dei *boards* — al (pur importante) dato relativo ad un eventuale *background* o a esperienze in materia E&S.

Tralasciando in questa sede la questione di dettaglio relativa a cosa conti come *background* o esperienza in materia E&S, sembra però significativo evidenziare l'auspicabilità di una identificazione, da parte delle autorità di vigilanza, delle società con amministratori con *background* E&S, da affiancare alle varie informazioni sulla composizione dei *boards* delle emittenti che tali autorità già ricevono e pubblicano.<sup>519</sup> Ciò avrebbe un effetto “premiante” per le società che possono vantare la presenza, nei loro c.d.a., di amministratori con tali esperienze e un effetto “stimolante” per quelle i cui *boards*, invece, non abbiano tali figure.

Quanto agli effetti positivi dell'elezione di amministratori con *background* E&S, valgono le considerazioni fatte sopra con riferimento ai comitati E&S (maggiore *expertise* in materia, maggiore facilità di dialogo su tali tematiche con gli investitori istituzionali e, nella fase di quotazione, possibilità di segnalare agli investitori l'impegno E&S della società). In questa sede basti aggiungere che l'elezione di queste figure contribuirebbe a rendere maggiormente efficace e, quindi, credibile la costituzione di comitati E&S.

---

<sup>518</sup> In Italia v. ad esempio CONSOB, *supra* nota 300, p. 34.

<sup>519</sup> In Italia cfr., ancora una volta, le varie informazioni pubblicate dalla CONSOB, *supra* nota 300. Non si ritiene, invece, in quanto soluzione troppo onerosa e intrusiva, che a tale obiettivo si debba pervenire per imposizione legislativa, soluzione recentemente paventata in Ernst Young, *Study on directors' duties and sustainable corporate governance*, luglio 2020, pp. 126 e ss. e, soprattutto, pp. 130 e ss.

### c. I compiti degli amministratori

Lungi dal ritenere, come si è più volte paventato, anche di recente,<sup>520</sup> che si debba procedere a modifiche del quadro normativo sui loro doveri per introdurre un obbligo di bilanciamento degli interessi degli azionisti con quelli dei vari *stakeholders*, sembra però

---

<sup>520</sup> Cfr. lo studio commissionato dalla Commissione europea a Ernst Young, *ibidem* (v., in particolare, pp. 73 e ss.). Tra le varie soluzioni proposte dallo studio per contrastare le presunte pressioni a breve termine che gli azionisti esercitano sui *boards*, la società di consulenza propone una direttiva che, tra l'altro, richiama agli amministratori di società di bilanciare gli interessi degli azionisti con quelli dei lavoratori, dei clienti, dell'ambiente e con quelli delle comunità in cui l'impresa opera. La proposta non merita di essere accolta per una serie di motivi, due dei quali si evidenziano di seguito. Anzitutto, prevedere un obbligo (o anche solo una possibilità) per i *boards* di bilanciare i vari interessi determinerebbe uno sproporzionato incremento della loro discrezionalità e una conseguente eccessiva loro immunizzazione; di conseguenza, gli amministratori sarebbero raramente (*per essere ottimisti!*) chiamati a rispondere delle loro azioni tanto da parte degli azionisti, quanto, abbastanza ironicamente, dagli stessi *stakeholders* che la proposta intenderebbe proteggere. E quest'osservazione porta alla seconda ragione. Se l'obiettivo è quello di proteggere gli *stakeholders*, non si vede in che modo la proposta garantirebbe che gli amministratori effettivamente bilancino i vari interessi. Se nelle benefit il bilanciamento obbligatorio può funzionare in quanto questo modello particolare presuppone che siano gli stessi azionisti a volere e condividere questo bilanciamento, se si assume — come lo studio, si ritiene incorrettamente (sul punto v. *supra* Capitolo II, par. 3) fa — che gli azionisti siano eccessivamente orientati al breve termine, estendere questo criterio dell'azione gestoria anche alla generalità delle società lucrative, in cui non è detto che gli azionisti effettivamente condividano il principio, non garantirebbe una maggiore protezione degli *stakeholders*. Gli azionisti continuerebbero a esercitare pressioni nei confronti degli amministratori e questi ultimi dovrebbero assecondarli specie perché la loro rielezione dipende dagli amministratori (e non dagli *stakeholders*). L'introduzione di un *obbligo* di bilanciare gli interessi o non risolverebbe il problema o mitigherebbe questo rischio, ma a costi elevati. Infatti, o si riconosce agli amministratori *discrezionalità* nell'effettuare il bilanciamento (e quindi nulla garantisce che gli amministratori perseguano effettivamente l'interesse degli *stakeholders*) oppure si riconosce ai tribunali un potere di revisione delle decisioni che non bilancino adeguatamente i vari interessi, con il problema — salvo sostituire al giudizio degli amministratori, quello dei tribunali... — dell'impossibilità di stabilire, caso per caso, se il bilanciamento sia stato operato correttamente.

che quest'attenzione ai benefici generali possa quantomeno indurre a un parziale ripensamento dei compiti degli amministratori intesi in senso ampio. In particolare, alla luce delle tendenze degli investitori istituzionali, i quali, come visto, sembrano dedicare una sempre maggiore attenzione ai profili ambientali e sociali dei loro investimenti, e sembrano farlo privilegiando forme di dialogo diretto con i *boards*, sembra opportuno che gli amministratori valutino — e, eventualmente, riconsiderino — il loro dialogo con gli investitori.

Anzitutto, sembra opportuno che i *boards* si informino su quali siano le posizioni in materia ambientale e sociale degli investitori istituzionali che detengano partecipazioni della società. Ciò è utile, da un lato, per verificare se la società possa essere carente sotto qualche profilo e, in tal caso, intervenire adeguatamente, per tal via prevenendo possibili iniziative attiviste dell'investitore; dall'altro, capire quali siano le posizioni E&S dei principali investitori facilita il dialogo diretto nelle ipotesi in cui questi ultimi decidano di intraprendere iniziative quali, ad esempio, l'inizio di un dialogo diretto su questioni ambientali e sociali.

Sarebbe poi auspicabile che gli amministratori identifichino e mappino tempestivamente possibili rischi a sfondo E&S, eventualmente assumendo loro stessi l'iniziativa d'instaurare un dialogo diretto con i principali investitori.<sup>521</sup> Al contempo, qualora

---

<sup>521</sup> Sul punto sembrano particolarmente utili le indicazioni di Paula Loop *et al.*, *The Changing Face of Shareholder Activism*, HARV. L. SCH. F. CORP. GOVERNANCE & FIN. REG., (1 febbraio 2018) <https://corp.gov.law.harvard.edu/2018/02/01/the-changing-face-of-shareholder-activism/> (“Once a company identifies areas that may attract activist attention, engaging with other shareholders around these topics can help prepare for—and in some cases may help to avoid—an activist campaign. Being transparent about the company’s vulnerabilities and its strategic choices can help change a shareholder’s view of the issue, and demonstrate that the board is fulfilling its oversight responsibilities. Other times, the engagement should be more about listening. We hear more and more about boards bringing portfolio managers or

non abbiano già provveduto, i *boards* dovrebbero identificare delle linee-guida per gli *engagements* con gli investitori istituzionali: principi di massima, cioè, che pur adattabili alle singole situazioni, guidino le interazioni sulle questioni ambientali e sociali dei *boards* con i propri investitori. Così, per esempio, si potrebbe prevedere che, al sorgere di rischi relativi alla tematica del cambiamento climatico, il *board* instauri in automatico un dialogo con quegli azionisti maggiormente esposti sulla tematica; oppure che, in seguito alla presentazione di una proposta in materia E&S all'assemblea degli azionisti, il *board* instauri un dialogo con il proponente, con l'obiettivo di trovare una soluzione condivisa che porti al ritiro della proposta.<sup>522</sup> Ancora, si potrebbe immaginare che il *board* fissi il principio-guida secondo cui, in seguito all'instaurazione di un dialogo diretto da parte degli azionisti, la risposta dovrà avvenire tempestivamente (e.g., entro un certo numero di giorni), da un determinato comitato (auspicabilmente, ove presente, da un comitato E&S) e in determinate forme (e.g., risposte prevalentemente telefoniche o scritte ma mantenute private, per garantire un dialogo più candido e diretto).

Più in generale, sembra evidente che i *boards* sono chiamati a dedicare ancora più tempo al dialogo con i propri investitori e a farlo non solo sulle materie tradizionali di *governance*, ma anche e soprattutto su quelle ambientali e sociali. Ciò certamente complica il quadro per gli amministratori. Sembra, tuttavia, che in questo contesto di maggiore complessità, due elementi possano contribuire ad attenuare, almeno in parte, la gravosità dei compiti del *board*. Anzitutto, per i motivi visti sopra,<sup>523</sup> la costituzione di comitati E&S e, possibilmente, la presenza di almeno un amministratore con esperienza in tali materie. Inoltre, un supporto all'attività dei *boards* sembra possa essere fornito dalle varie forme di *artificial intelligence*, che potrebbero contribuire a supportare i consigli di

---

other investors in to share their thoughts on the company and ways they could improve—and possibly head off an activist.”).

<sup>522</sup> Il punto è messo bene in evidenza anche da Loop *et al.*, *ibidem*.

<sup>523</sup> Cfr. *supra* par. 5.a. e 5.b.

amministrazione nella valutazione anche gli interessi degli *stakeholders*.<sup>524</sup>

d. La rendicontazione non finanziaria: oltre la disciplina del d.lgs. 254/2016?

L'altro profilo che merita particolare attenzione è quello relativo alla pubblicazione delle informazioni non finanziarie. In Ue la materia è disciplinata dalla citata direttiva 2014/95 in materia di comunicazione di informazioni di carattere non finanziario, attuata in Italia con il d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254. Senza scendere nel dettaglio della disciplina, basti qui rilevare che la direttiva ha introdotto l'obbligo per le imprese cc.dd. di interesse pubblico (nozione che include le quotate<sup>525</sup>) e che, alla data di chiusura del bilancio, abbiano avuto, durante l'esercizio, un numero di dipendenti medio occupati pari a 500, di includere nella relazione sulla gestione una dichiarazione contenente una serie d'informazioni di carattere non finanziario, incluse informazioni ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani etc.<sup>526</sup>

La ormai più volte richiamata attenzione ai benefici generali induce a chiedersi se la disciplina individuata dai co-legislatori europei e recepita nel nostro ordinamento sia idonea — per tempistiche, modalità e contenuti — a immettere informazioni su questioni ambientali e sociali che siano sufficienti per un mercato che, come visto nel Capitolo II, anche in queste materie viaggia verso livelli di sofisticazione particolarmente elevati. Ci si limita, in questa sede, a evidenziare due questioni. Anzitutto, con riferimento al profilo temporale, occorre sottolineare come la *disclosure* non

---

<sup>524</sup> Cfr. G. D. Mosco, *RoboBoard. L'intelligenza artificiale nei consigli di Amministrazione*, in *Analisi Giuridica dell'economia – AGE*, 1/2019, p. 254.

<sup>525</sup> Cfr. art. 2, n. 1) lett. a) direttiva 2013/34/UE.

<sup>526</sup> Art. 1, direttiva 2014/95, che introduce l'art. 19 *bis* nella direttiva 2013/34.

finanziaria imposta *ex lege* avvenga *ex post* e, cioè, a fine esercizio.<sup>527</sup>

Appare quindi subito evidente che, se questo impianto di *disclosure* può essere utile a fotografare la situazione alla chiusura dell'esercizio e, un po' come il bilancio, a rendicontare l'attività svolta, rimane invece largamente inutile per disseminare informazioni nel mercato, e ciò da un duplice profilo. Anzitutto dalla prospettiva puramente economica: d'altronde, come potrebbe il prezzo delle azioni di una quotata riflettere *oggi* adeguatamente i rischi E&S, se la pubblicazione delle informazioni avviene soltanto a fine esercizio? Ma questa *disclosure* non è utile neanche per un dialogo diretto con gli investitori istituzionali, i quali potrebbero essere alla ricerca di determinate informazioni E&S oggi, e non a fine esercizio.

Sembra quindi consigliabile per i *boards* prevenire questi rischi procedendo a *disclosure* non finanziaria aggiuntive, che non siano necessariamente legate alle rigide tempistiche dell'impianto normativo sopra richiamato. Al sorgere, cioè, di una questione ambientale o sociale che abbia carattere materiale, sembra opportuno che il c.d.a. provveda a immettere l'informazione nel mercato senza attendere la *disclosure* non finanziaria di fine esercizio. L'approccio ha il vantaggio di contribuire a prevenire eventuali interventi attivisti, in quanto la tempestiva comunicazione dell'informazione consente di aprire una discussione con i principali investitori istituzionali e, eventualmente, trovare eventuali soluzioni condivise con questi ultimi.

La seconda questione che merita di essere evidenziata attiene al contenuto del *reporting* non finanziario stabilito dalla direttiva e, in

---

<sup>527</sup> Per un'analisi di questo e altri profili cfr. W. Gregory Voss, *The European Union's 2014 Non-Financial Reporting Directive: Mandatory Ex Post Disclosure – But Does It Need Improvement?*, pp. 359 e ss. in Amissi Melchiade Manirabona e Yenny Vega Cárdenas (a cura di), *Extractive Industries and Human Rights in an Era of Global Justice: New Ways of Resolving and Preventing Conflicts*, 2019.

Italia, dal decreto citato, che sembra avere uno scopo abbastanza ampio.<sup>528</sup> Il che, ancora una volta, se certamente utile per avere una panoramica dell'attività dell'impresa e delle sue filiere a fine esercizio, ove rigidamente applicato può comportare, da un lato, la pubblicazione di informazioni che possono essere non necessariamente materiali e rilevanti; dall'altro, l'omissione di informazioni — si pensi alla trasparenza in materia di contributi di *lobby* — che, invece, potrebbero essere di particolare importanza per gli investitori.

Anche alla luce di queste considerazioni, sembra opportuno che gli amministratori procedano anche a *disclosure* autonome. L'attenzione ai benefici generali, quindi, chiede ai *boards* una rinnovata attenzione anche in materia di *reporting* non finanziario e, a tal fine, sarebbe auspicabile che gli amministratori, anche per mezzo dei comitati E&S, identifichino procedure per stabilire le tempistiche della *disclosure* e per individuare quali tra le informazioni E&S presentino il carattere della materialità, avendo particolare riguardo alle specifiche informazioni ambientali e sociali di cui i principali azionisti istituzionali della società sono alla ricerca.

- e. *Segue.* Gli obblighi di trasparenza degli investitori istituzionali in materia ESG nell'impianto normativo europeo: un'occasione mancata?

La questione della *disclosure* non finanziaria pone, alla luce delle evidenze empiriche, un altro interrogativo e cioè se l'attuale impianto normativo europeo in materia abbia centrato l'obiettivo di una maggiore trasparenza dei mercati finanziari in materia sociale e, soprattutto, ambientale. I co-legislatori hanno infatti affiancato agli obblighi imposti alle emittenti (su cui v. par. sopra), alcuni obblighi applicabili a investitori istituzionali e gestori di attivi. Tali obblighi derivano, principalmente, da due atti della cui disciplina si dà sommariamente conto di seguito: la citata *Shareholder Rights*

---

<sup>528</sup> Cfr. art. 1 direttiva 2014/95 e art. 3 d.lgs. 254/2016.

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

*Directive II* e il recente regolamento 2088/2019 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari.

La prima si concentra su due dimensioni: la pubblicazione, da parte degli investitori istituzionali, delle politiche d'impegno che intendono implementare nelle loro interazioni con le società portafoglio,<sup>529</sup> e la comunicazione, su base annua, delle modalità di attuazione di tale politica di impegno, con una particolare attenzione ai voti espressi in assemblea dei soci.<sup>530</sup> Entrambi i profili devono includere informazioni anche sui risultati non finanziari.<sup>531</sup>

Di recente, i co-legislatori sono poi intervenuti nuovamente in materia di trasparenza in materia di sostenibilità con il citato regolamento 2088/2019, che si concentra soprattutto sull'informativa precontrattuale, richiedendo che i partecipanti ai mercati finanziari integrino nelle loro comunicazioni una serie di informazioni in materia di sostenibilità. Si prevede, in particolare, che i partecipanti ai mercati finanziari<sup>532</sup> pubblichino sui loro siti internet informazioni circa le rispettive politiche sull'integrazione dei rischi di sostenibilità nei loro processi decisionali relativi agli

---

<sup>529</sup> Cfr. l'art. 3 *octies*, par. 1 lett. a) introdotto nella *Shareholder Rights Directive I* dalla *Shareholder Rights Directive II* (Gli investitori istituzionali e i gestori di attivi sviluppano e comunicano al pubblico una politica di impegno che descriva le modalità con cui integrano l'impegno degli azionisti nella loro strategia di investimento. La politica descrive le modalità con cui monitorano le società partecipate su questioni rilevanti [ . . . ]”).

<sup>530</sup> Art. 3 *octies* cit., par. 1, lett. b) (“Gli investitori istituzionali e i gestori di attivi comunicano al pubblico, su base annua, le modalità di attuazione di tale politica di impegno, includendo una descrizione generale del comportamento di voto, una spiegazione dei voti più significativi e del ricorso ai servizi dei consulenti in materia di voto.”).

<sup>531</sup> Art. 3 *octies*, par. 1, lett. a) e b) cit.

<sup>532</sup> L'espressione “partecipante ai mercati finanziari” include una serie di soggetti, tra cui le società di gestione di un organismo d'investimento collettivo in valori mobiliari (v. art. 2 reg. 2088/2019).

investimenti<sup>533</sup> e su come le politiche di remunerazione siano coerenti con l'integrazione dei rischi di sostenibilità.<sup>534</sup>

Insomma, l'attuale impianto normativo in materia di trasparenza E&S applicabile agli investitori istituzionali si concentra prevalentemente su due macro-dimensioni: l'informativa, prevalentemente pre-contrattuale, di cui al regolamento 2088/2019 e quella sulle politiche di impegno, che deve contenere anche informazioni sulla dimensione non finanziaria, di cui alla *Shareholder Rights Directive II* e della cui implementazione gli investitori istituzionali devono rendere conto pubblicando, come visto, informazioni sui voti espressi in assemblea.

L'analisi condotta nel Capitolo II e, più in particolare, le prime evidenze empiriche del 2020 intercettate nel par. 7. a., hanno mostrato una chiara tendenza dei principali gestori di fondi passivi a ricorrere al dialogo diretto con gli amministratori delle società portafoglio, piuttosto che al voto in assemblea, per far valere eventuali istanze di carattere ambientale e sociale.

Alla luce di questi dati che mostrano una tendenza a far leva su meccanismi di *voice* informale e che, come si è detto sopra (Capitolo II, parr. 8 e ss.) sembrano iniziare a essere privilegiati anche dai fondi speculativi, pare che l'accento posto dall'impianto europeo sul voto in assemblea e sull'informativa precontrattuale, così come concepito, sia anacronistico e non abbia centrato pienamente l'obiettivo di una piena trasparenza in materia E&S.<sup>535</sup> Nonostante,

---

<sup>533</sup> Art. 3, par. 1 regolamento 2088/2019.

<sup>534</sup> Art. 5 regolamento cit.

<sup>535</sup> Peraltro, se si considera la struttura del mercato italiano, l'obiettivo sembra essere stato centrato ancor meno. Entrambi i provvedimenti, infatti, si riferiscono a società quotate: la *Shareholder Rights Directive II* espressamente (cfr. art. 1), il regolamento 2088/2019 indirettamente. Quest'ultimo, infatti, impone obblighi di *disclosure* ai partecipanti a mercati finanziari, quali ad esempio i gestori di fondi e le imprese d'investimento che forniscono servizi di gestione del portafoglio. È evidente che queste imprese investono in società quotate e, in particolare, in società quotate a proprietà dispersa. Com'è noto, però, in Italia si quota soltanto

infatti, anche grazie alla *Shareholder Rights Directive II* e al regolamento 2088/2019, l'Ue abbia fatto dei progressi in materia, sembra mancare ancora un tassello fondamentale: l'imposizione di obblighi di trasparenza sui *private engagements*.

Nessuna disposizione dei due provvedimenti può essere ragionevolmente interpretata nel senso d'imporre un simile obbligo, con la conseguenza che la relativa *disclosure* resta sostanzialmente relegata alla discrezionalità e volontà dei *fund managers*, i quali saranno liberi di decidere se e cosa pubblicare ed entro quali limiti farlo. Ciò ha un duplice effetto negativo. Anzitutto, da un punto di vista informativo, non garantisce l'immissione nel mercato di informazioni a carattere ambientale e sociale, con la conseguenza che l'obiettivo di una maggiore trasparenza in materia resta frustrato. Certamente, anche a normativa invariata, qualora in occasione di un dialogo diretto emergessero informazioni E&S che siano materiali, tanto l'emittente, quanto l'investitore avrebbero un obbligo di comunicarle. Tuttavia, da un lato sembrerebbe desiderabile l'immissione di informazioni E&S non solo quando queste raggiungano la soglia della "materialità", ma anche prima, specie in considerazione dell'importanza che i co-legislatori hanno assegnato al tema della sostenibilità. Dall'altro, e soprattutto, il *quomodo* della pubblicazione dell'informazione, anche quando quest'ultima sia materiale, laddove emerga in occasione di un dialogo diretto resterebbe comunque nella discrezionalità dei partecipanti a tale dialogo, sia per quel che attiene alle modalità, sia per quel che attiene alle tempistiche.

Il secondo effetto negativo — che consegue al primo — è il rischio che, da un punto di vista economico, la mancata immissione

---

la netta minoranza delle società e, tra le poche quotate (231 sull'MTA), 123 sono controllate di diritto o attraverso patti parasociali di controllo. Cfr. CONSOB, *supra* nota **Error! Bookmark not defined.** Pertanto, i provvedimenti non solo, come visto sopra nel testo, non sembrano idonei ad assicurare trasparenza con riferimento alle quotate, ma trascurano la netta minoranza delle imprese italiane, che sono di piccole e medie dimensioni e, in larga parte, non quotate.

di informazioni E&S emerse o acquisite da parte degli investitori istituzionali in occasione del loro dialogo diretto con gli amministratori delle società-portafoglio renda il prezzo delle azioni di quest'ultima inaccurato. Infatti, il prezzo delle azioni tende a riflettere le informazioni, pubbliche e private, disponibili in un dato momento.<sup>536</sup> La circostanza che soltanto alcuni investitori siano in possesso di certe informazioni potrebbe contribuire a rendere il prezzo delle azioni non pienamente accurato, in quanto gli investitori non in possesso dell'informazione prenderebbero le loro decisioni d'investimento senza la consapevolezza di quelle informazioni. Ed è un po' il rischio che si corre se si lascia che la *disclosure* delle informazioni E&S emerse in occasione di un dialogo diretto sia lasciata sostanzialmente nella discrezionalità degli investitori.

Sembra quindi necessario che l'Ue si mobiliti (e, in particolare, la Commissione europea) per imporre agli investitori istituzionali un obbligo di *disclosure* dei contenuti dei loro *private engagements* con gli amministratori delle società portafoglio. D'altronde, questa opinione non sarebbe certamente senza precedente; infatti, già il dibattito statunitense ha evidenziato i meriti di una soluzione in questa direzione.<sup>537</sup> Gli elementi chiave della disciplina dovrebbero essere due: l'individuazione delle informazioni da pubblicare (che, come minimo, dovrebbero comunicare i temi discussi, con le posizioni sia dell'investitore, sia dell'emittente, nonché le informazioni eventualmente acquisite) e l'identificazione di un limite temporale, da far decorrere dalla conclusione del dialogo diretto, entro il quale gli investitori istituzionali sarebbero tenuti alla pubblicazione, sul proprio sito internet, delle informazioni sopra richiamate. Auspicabilmente, sul punto si dovrebbe intervenire già

---

<sup>536</sup> C. Vega, *Stock price reaction to public and private information*, 82 J. FIN. ECON. 103 (2006); Qi Chen et al., *Price Informativeness and Investment Sensitivity to Stock Price*, 20 REV. FIN. STUDIES 619, 620 (2007).

<sup>537</sup> Cfr. Bebchuk e Hirst, *supra* nota 314, pp. 2123 e ss.

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

nella prossima revisione alla strategia sulla Finanza Sostenibile dell'Ue.

## CONCLUSIONI

La sostenibilità — intesa in senso ampio, e dunque comprendente tanto la dimensione sociale, quanto quella ambientale — è divenuta elemento centrale del dibattito economico e di quello giuscommercialista. In entrambi i dibattiti si è assistito al progressivo passaggio da un'interpretazione dei vari istituti in chiave esasperatamente centrata sul profitto, a una che lascia spazio anche per la considerazione dei cc.dd. benefici generali. Questa tendenza generale ha però lasciato aperti molti dubbi — a dire il vero, forse anche più di quanti ne abbia risolti — circostanza aggravata dalla tendenziale assenza di indagini organiche della sostenibilità che investissero tanto i *capital providers*, quanto le emittenti. All'esordio di questo lavoro, ci si era quindi prefissi l'obiettivo di tracciare — seppur senza la pretesa di piena esaustività, che sarebbe peraltro virtualmente impossibile da raggiungere, data la complessità e la multidisciplinarietà dei benefici generali — le coordinate del fenomeno che consentissero una visione d'insieme e per quanto più possibile organica del tema.

L'esistenza di una catena di trasmissione della sostenibilità con valori che, partendo dalla finanza — e, quindi, dai processi e dalle scelte di investimento e finanziamento dei singoli investitori — si trasmettono agli investitori istituzionali e, da questi, in qualità di azionisti delle maggiori società quotate presenti sui vari listini, alle emittenti stesse, è emersa come plausibile. Nel mercato americano, i principali investitori istituzionali, forse spinti dall'incentivo di attrarre i capitali sostenibili, stanno mostrando un interesse particolarmente spiccato per le dimensioni ambientali e sociali dei loro investimenti, interesse che, come mostrano i dati delle indagini empiriche condotte, sta assumendo un ruolo rilevante nelle loro interazioni con le società emittenti. Un interesse che sembrerebbe riguardare sia i gestori di fondi passivi, sia, forse sorprendentemente, i fondi speculativi, questi ultimi probabilmente ulteriormente incentivati ad una conversione in chiave anche ambientale e sociale dall'intenzione di ottenere il supporto dei primi

per le loro campagne. La promozione di un'agenda E&S sembra tuttavia avvenire per mezzo di diritti di *voice* informale, con un ricorso quasi ipertrofico al dialogo diretto con gli amministratori delle società portafoglio rispetto al voto in assemblea. Tendenza, questa, che sembra essere confermata anche dalle prime evidenze empiriche di BlackRock che nel 2020 ha fatto registrare un netto incremento dei *private engagements* su tematiche ambientali e sociali rispetto a quelle di *governance* pura e che, se mantenuto costante, determinerebbe il sorpasso in termini numerici delle prime sulle seconde già nel 2021.

Quest'attenzione degli investitori istituzionali alle tematiche ambientali e sociali, seppur ancora embrionale, impone alle emittenti di farsi trovare equipaggiate per le nuove sfide. Emittenti non solo nord-americane, visto che le tendenze emergenti nel mercato finanziario statunitense e le loro implicazioni per le *corporations* quotate nord-americane spesso si riflettono, seppur con minore intensità, in quello europeo, incluso quello italiano. Del resto, molti investitori istituzionali, pur operando in più mercati, hanno gestioni centralizzate.

Qualora — come sembra — queste tendenze dovessero consolidarsi e perfino rafforzarsi nel prossimo futuro, la piena conversione delle quotate a *best practices* sociali e di sostenibilità diventerebbe per le società uno strumento utile, da un lato, per attrarre finanziamenti sostenibili (sia a titolo di capitale, sia a titolo di debito) e, comunque, per reperire capitale a minor costo; dall'altro, per prevenire un eventuale attivismo critico di questi investitori e, in ogni caso, facilitare il dialogo con loro. Pur sempre in un quadro di produzione di valore per gli azionisti, questa conversione dovrebbe assumere determinati connotati, che servirebbero non solo per contribuire a rendere il modello di *business* delle emittenti più sostenibile, ma anche per segnalare agli investitori (potenziali e attuali) una piena integrazione anche delle dimensioni ambientali e sociali.

Da una prospettiva generale, il *trend* sembra impattare anzitutto sull'orizzonte temporale delle imprese quotate, oggi da molti ritenuto eccessivamente a breve termine. Pur trattandosi di questioni — quella della sostenibilità e dell'orizzonte temporale — da tenere separate, sembra che l'adozione di un modello di *business* maggiormente “sostenibile” possa quantomeno contribuire a scoraggiare determinate strategie che si contraddistinguono per un orizzonte temporale a breve termine: di quei profitti nel breve periodo, cioè, che vengano ottenuti producendo esternalità negative significative.

La nuova attenzione ai benefici generali dovrebbe riflettersi a livello di *governance*, a partire da composizione, struttura e compiti dell'organo amministrativo. Sembra anzitutto utile per le emittenti individuare tra i propri candidati alla carica di amministratore almeno una personalità con un *background* in materia ambientale e/o sociale (cc.dd. *ESG directors*), elemento che contribuirebbe a garantire una maggiore *expertise* in materia, a facilitare il dialogo su tali tematiche con gli investitori istituzionali e a segnalare agli investitori l'impegno E&S della società. Similmente, sarebbe opportuno che le emittenti provvedano alla costruzione di comitati E&S, obiettivo da conseguire mediante la costituzione di comitati E&S *ad hoc*, il raggruppamento di uno o più comitati cui affidare competenze anche in queste materie o l'assegnazione di tali competenze a un comitato preesistente.

Quanto ai compiti degli amministratori, lungi dal ritenere che quest'attenzione ai benefici generali debba tradursi in un obbligo di bilanciamento degli interessi di azionisti e *stakeholders*, i *trends* evidenziati militano a favore dell'adozione di due *best practices* da parte dei *boards*. La prima è quella di informarsi su quali siano le posizioni in materia ambientale e sociale degli investitori istituzionali che detengano partecipazioni della società (e di farlo non appena un investitore istituzionale acquisti partecipazioni sociali della società), al contempo mappando tempestivamente possibili rischi a sfondo E&S ed eventualmente assumendo loro

stessi l'iniziativa d'instaurare un dialogo diretto con i principali investitori. In questo contesto, sarebbe peraltro auspicabile che i c.d.a procedano a identificare delle linee-guida per gli *engagements* sulle questioni ambientali e sociali dei *boards* con gli investitori istituzionali.

L'altra è quella di procedere a *disclosures* non finanziarie aggiuntive e indipendenti rispetto a quelle imposte dall'impianto normativo della direttiva 2014/95 e, in Italia, del decreto legislativo di attuazione n. 254/2016. Le rigide tempistiche attualmente previste (pubblicazione su base annuale) e lo scopo particolarmente ampio (e, forse, indefinito) della *disclosure* non sembrano soddisfacenti alla luce di un azionariato sempre più esigente e informato sulle questioni ambientali e sociali.

L'attenzione ai benefici generali sembra infine richiedere interventi anche dei *policy-makers*: tanto del legislatore italiano, quanto dei co-legislatori europei. Con riguardo al primo, occorre interrogarsi sulla questione relativa al livello delle soglie attualmente necessarie per la presentazione di proposte e per la modifica dell'ordine del giorno, forse troppo elevate per non scoraggiare un ragionevole attivismo in Italia degli investitori istituzionali, anche nel campo E&S. La propensione degli investitori istituzionali a occuparsi anche di temi ambientali e sociali potrebbe inoltre determinare in prospettiva una parziale mutazione del raggio d'azione dell'organo assembleare: ora generalmente limitato a pure questioni di *governance* si potrebbe orientare, come sembra stia già accadendo, anche verso queste questioni. E, come mostrano i dati empirici raccolti, questo ruolo non sarebbe di solo monitoraggio dell'operato dei *boards*, ma assumerebbe anche tratti più "attivi", fungendo da propulsore. Se queste tendenze dovessero consolidarsi, varrebbe allora la pena interrogarsi sulla necessità di una riforma, che potrebbe, ad esempio, portare a rivedere il sistema delle soglie. Un'ipotesi da verificare sembra poter essere quella di soglie "a scaglioni", in cui la soglia richiesta sia inversamente proporzionale al periodo di tempo, espresso in anni, durante il quale l'azionista che

intende presentare la proposta o modificare l'ordine del giorno ha detenuto azioni di quella società. Soluzione questa che, peraltro, contribuirebbe ad allungare l'orizzonte temporale degli azionisti.

Per quel che attiene alla dimensione europea, va valutata l'introduzione, già nella prossima revisione alla strategia sulla Finanza Sostenibile dell'Ue, di un obbligo per gli investitori istituzionali di *disclosure* dei contenuti dei loro *private engagements* con gli amministratori delle società portafoglio. Nonostante i progressi fatti in materia di *disclosure* non finanziaria, infatti, l'accento posto dall'attuale impianto europeo sul voto in assemblea e sull'informativa precontrattuale sembra mancare l'obiettivo di una maggiore trasparenza in materia ambientale e sociale: le evidenze empiriche mostrano, infatti, come la netta maggioranza delle discussioni su questioni ambientali e sociali avvenga mediante meccanismi di *voice* informale e, spesso, "a porte chiuse", piuttosto che con il voto in assemblea. Continuare a ignorare il tema della *disclosure* degli *engagements* su temi ambientali e sociali significa non solo non centrare pienamente l'obiettivo di una trasparenza in materia E&S, ma rischiare di contribuire a rendere il prezzo delle azioni inaccurato (o, se si vuole vedere l'altro lato della medaglia, si rischia di renderlo scarsamente informativo).

In definitiva, sembrano emergere scenari in cui l'attenzione ai benefici generali gioca un ruolo centrale, con una progressiva elasticità e un minor rigore nel considerare le stesse società lucrative quali fenomeni tipicamente ed essenzialmente espressivi di soli interessi di massimizzazione del profitto. Se il tema dei benefici generali sembra dunque destinato a coinvolgere tutte le società, la riflessione sistematica sul loro scopo è destinata a divenire ineludibile, in particolare con riguardo al definitivo superamento di quello lucrativo indicato nell'art. 2247 c.c., da tempo in discussione e di recente amplificato, in termini diversi da altre pur importanti esperienze del passato, dalle società benefit.

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

## **BIBLIOGRAFIA**

1. Abriani e Santosuosso, *La Direttiva relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate ed il ruolo degli investitori istituzionali nella democrazia azionaria del terzo millennio*, Rivista di Diritto Societario 3/2007, pp. 140 ss.
2. Accordo di Parigi, pubblicato in Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea L. 282/4.
3. Accountable Capitalism Act, <https://www.warren.senate.gov/imo/media/doc/Accountable%20Capitalism%20Act%20One-Pager.pdf>.
4. Activist Insight, *The Activist Investing Annual Review* (2019).
5. Adams, Rangunathan e Tumarkin, *Death by committee? An analysis of delegation in corporate boards* (Working Paper, 2015).
6. Aghion, Van Reenen, Zingales, *Innovation and Institutional Ownership*, 103 AM. ECON. REV. 277 (2013).
7. Agrawal e Mandelker, *Large Shareholders and the Monitoring of Managers: The Case of Antitakeover Charter Amendment*, 25 J. FIN & QUANTITATIVE ANALYSIS 143 (1990).
8. Aguinis e Glavas, *What We Know and Don't Know About Corporate Social Responsibility: A Review and Research Agenda*, 38 J. MGMT. 932 (2012).
9. Akerlof, *Labor contracts as partial gift exchange*, 97 Q. J. ECON. 543 (1982).
10. Alexander, *Benefit Corporations Are Ready for 2018*, 9 gennaio 2018 (<https://frederickalexander.net/2018/01/09/benefit-corporations-are-ready-for-2018/>).

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

11. Alexander, *Saving Investors from Themselves: How Stockholder Primacy Harms Everyone*, 40 SEATTLE UNIV. L. REV. 303 (2017).
12. Allen e Kraakman, COMMENTARIES AND CASES ON THE LAW OF BUSINESS ORGANIZATION 286 (5<sup>a</sup> edizione, 2016).
13. Allen e Kraakman, COMMENTARIES AND CASES ON THE LAW OF BUSINESS ORGANIZATION (5<sup>a</sup> ed., 2016).
14. Allen *et al.*, *Realigning the Standard of Review of Director Due Care With Delaware Public Policy: A Critique of Van Gorkom and its Progeny as a Standard of Review Problem*, 96 NW. U. L. REV. 449 (2002).
15. Allen, *Our Schizophrenic Conception Of the Business Corporation*, 14 CARDOZO L. REV. 261 (1992).
16. Alshehhi *et al.*, *The Impact of Sustainability Practices on Corporate Financial Performance: Literature Trends and Future Research Potential*, 10 SUSTAINABILITY 494 (2018).
17. Amel-Zadeh e Serafeim, *Why and How Investors Use ESG Information: Evidence from a Global Survey*, 74 FIN. ANALYSTS J. 87, 94 (2018).
18. American Bar Association, *Corporate Director's Guidebook* (2<sup>a</sup> ed. 1994).
19. American Law Institute, *Principles of Corporate Governance* (1994).
20. Angelici, LA SOCIETÀ NULLA (1975).
21. Angelici, *La società per azioni e gli «altri»*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione*

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

*degli stakeholders*, Atti del Convegno in ricordo di Pier Giusto Jaeger, Milano 9 ottobre 2009, Milano, 2010.

22. Arbuckle, *The Continuing Viability of the Business Judgment Rule as a Guide for Judicial Restraint*, 35 GEO. WASH. L. REV. 562 (1967).
23. Arsh, *The Business Judgement Rule Revisited*, 8 HOFSTRA L. REV. 93 (1979).
24. Aspen Institute, *Overcoming short-termism: A call for a more responsible approach to investment and business management* (2009).
25. Atlante e Stella Richter Jr., *Il recepimento in Italia della Direttiva sui diritti degli azionisti e le modificazioni statutarie conseguenti*, Consiglio Nazionale del Notariato - Studio n. 62-2010/I, pp. 439 ss.
26. Bacchi, *Most big companies failing U.N. human rights test, ranking shows*, Reuters, 11 novembre 2018, <https://www.reuters.com/article/us-global-rights-forced-labour/most-big-companies-failing-u-n-human-rights-test-ranking-shows-idUSKCN1NH02F>.
27. Bainbridge, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, 97 NW. U. L. REV. 547 (2003).
28. Bainbridge, *The Board of Directors as Nexus of Contracts*, 88 IOWA L. REV. 1 (2002).
29. Bainbridge, *The Business Judgment Rule as Abstention Doctrine*, 57 VAND. L. REV. 83 (2004).
30. Banca Centrale Europea, *Guida sui rischi climatici e ambientali. Aspettative di vigilanza in materia di gestione dei rischi e informativa* (2020) e, segnatamente, le Aspettative 4 e 5.

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

31. Barnum, D. Mussio e M. B. Houlihan, *Potential Impact of New SEC Guidance on Performance Metrics on Disclosure of ESG Metrics*, HARV. L. SCH. F. CORP. GOVERNANCE & FIN. REG. (6 marzo 2020)  
<https://corpgov.law.harvard.edu/2020/03/06/potential-impact-of-new-sec-guidance-on-performance-metrics-on-disclosure-of-esg-metrics/>.
32. Barzuza, Curtis e Webber, *Shareholder Value(s): Index Fund Activism and the New Millennial Corporate Governance*, 93 SOUTHERN CALIF. L. REV. (in corso di pubblicazione).
33. Barzuza, *The State of State Antitakeover Law*, 95 VA. L. REV. 1973 (2009).
34. Batten *et al.*, *Let's talk about the weather: The impact of climate change on central banks* (Bank of England Staff Working Paper 603/2016).
35. Baucò, Castellani, De Rossi, Magrassi, *Le Società Benefit (Parte III). Qualificazione giuridica e spunti innovativi*, Documenti della Fondazione Nazionale dei Commercialisti, gennaio 2017.
36. Bazillier e Vauday, *The Greenwashing Machine: is CSR more than Communication*, LEO Working Paper (2009).
37. Bebchuk e Fried, *Executive Compensation as an Agency Problem*, 17 J. ECON. PERSPECTIVES 71 (2003).
38. Bebchuk e Hirst, *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence, and Policy*, 119 COLUM. L. REV. 2029 (2019).
39. Bebchuk e Hirst, *The Specter of the Giant Three*, 99 B. U. L. REV. 721(2019).

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

40. Bebchuk e Hirst, *The Specter of the Giant Three*, 99 B. U. L. REV. 721, 735 (2019).
41. Bebchuk e Tallarita, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, CORNELL L. REV. (in corso di pubblicazione).
42. Bebchuk *et al.*, *The long-term effects of hedge fund activism*, 115 COLUM. L. REV. 1085 (2015).
43. Bebchuk *et al.*, *The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism: A Reply*, HARV. L. SCH. F. ON CORP. GOVERNANCE & FIN. REG., 10 dicembre 2015.
44. Bebchuk, Cohen e Hirst, *The Agency Problems of Institutional Investors*, 31 J. ECON. PERSP. 89 (2017).
45. Bebchuk, *RE: File No. S7-23-19; Release No. 34-87458* (2020).
46. Bebchuk, *The Myth that Insulating Boards Improves Long-Term Value*, 113 COLUM. L. REV. 1637 (2013).
47. Beck e Seru, *Short-Term Thinking Is Poisoning American Business*, N.Y. TIMES, Dec. 21, 2019 <https://www.nytimes.com/2019/12/21/opinion/sunday/capitalism-sanders-warren.html>.
48. Berle, Jr. e Means, *THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY*, (rev. ed. 1967).
49. Berle, Jr., *For Whom Corporate Managers Are Trustees: A Note*, 45 HARV. L. REV. 1365 (1932).
50. Biden (@JoeBiden), TWITTER (June 9, 2018, 11:20 AM), <https://twitter.com/joebiden/status/1005469583904530432?lang=en>;

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

51. Biden, *How Short-Termism Saps the Economy*, WALL ST. J., Sept. 27, 2016, <https://www.wsj.com/articles/how-short-termism-saps-the-economy-1475018087>.
52. Bigiavi, *LA PROFESSIONALITÀ DELL'IMPRENDITORE* (1948).
53. Billitteri, Aspen Institute, Nonprofit Sector Research Fund, *Mixing Mission and Business: Does Social Enterprise Need a New Legal Approach? Highlights from an Aspen Institute Roundtable* (2007).
54. Bishara, *Hybrid Entities and The Psychological Contract with Employee-Stakeholders*, 22 U. PENNSYLVANIA J. BUS. L. 303 (2020).
55. BlackRock Investment Stewardship (2020).
56. Blackrock, *2019 Annual Engagement And Voting Statistics* (2019), <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/blk-voting-and-engagment-statistics-annual-report-2019.pdf>.
57. Blackrock, *2019 Investment Stewardship Report* (2019), <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/blk-annual-stewardship-report-2019.pdf>.
58. BlackRock, *2019 Investment Stewardship Report* (2019), <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/blk-annual-stewardship-report-2019.pdf>.
59. BlackRock, *Engagement Priorities for 2020* (2020), <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/blk-stewardship-priorities-final.pdf>.
60. Blackrock, *Global Corporate Governance & Engagement Principles* (2020),

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

<https://www.blackrock.com/corporate/literature/fact-sheet/blk-responsible-investment-engprinciples-global.pdf>.

61. BlackRock, *Our approach to sustainability* (2020).
62. BlackRock, *The Investment Stewardship Ecosystem 6* (2018)  
<https://www.blackrock.com/corporate/literature/whitepaper/vie-wpoint-investment-stewardship-ecosystem-july-2018.pdf>.
63. Blair e Stout, *A Team Production Theory of Corporate Law*, 85 VA. L. REV. 247 (1999).
64. Bonelli, *Gli amministratori di s.p.a a dieci anni dalla riforma del 2003* (Utet, 2013).
65. Brav *et al.*, *How Does Hedge Fund Activism Reshape Corporate Innovation?*, NBER Working Paper No. 22273 (2016).
66. Brav *et al.*, *The real effects of hedge fund activism: Productivity, asset allocation, and labor outcomes*, *Review of Financial Studies*, 28 REV. FIN STUD. 2723 (2015).
67. Brendan McSweeney, *Maximizing Shareholder-Value: A Panacea For Economic Growth Or A Recipe For Economic And Social Disintegration?*, 4.1 CRITICAL PERSPECTIVES ON INT. BUS. 55 (2008).
68. Bruner, *Corporate Governance in a Time of Crisis*, 36 J. CORP. L. 309 (2011).
69. Business Roundtable, *Statement on the Purpose of a Corporation* (2019),  
<https://opportunity.businessroundtable.org/wp-content/uploads/2019/09/BRT-Statement-on-the-Purpose-of-a-Corporation-with-Signatures-1.pdf>.

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

70. Cabrelli, *A distinct «social enterprise law» in the UK? The case of the 'CIC'* (University of Edinburgh, School of Law, Research Paper Series no. 2016/27).
71. Calandra Buonauro, *Responsabilità sociale dell'impresa e doveri degli amministratori*, Giur. Comm 4/2011.
72. Calvosa, *L'intervento e il voto in assemblea dopo l'attuazione della direttiva sull'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate*, Rivista di Diritto Societario 2/2011, pp. 348 ss.
73. Capecchi, *Art. 3 - Assenza dello scopo di lucro. Disciplina dell'impresa sociale*, in *Le Nuove leggi civili commentate*, 2007, fasc. 1-2, pp. 363 e ss.
74. Carrabba, *Scopo di lucro e autonomia privata. La funzione nelle strutture organizzative*, (1994).
75. Carroll, *Corporate Social Responsibility: Evolution of a Definitional Construct*, 38 BUS. & SOC'Y 268 (1999).
76. Chen e Wu, *The Structure of Board Committees*, Harvard Business School Working Paper 17-032 (2016).
77. Cian, A. Trabucchi, *Sub Art. 2392, Commentario breve al Codice Civile* (Cedam, 2018).
78. Cian, A. Trabucchi, *Sub Art. 2395, Commentario breve al Codice Civile* (Cedam, 2018).
79. Climate Bonds Initiative, *Green Bond Market Summary* (2019).
80. Coates, *The Future of Corporate Governance Part I: The Problem of Twelve* (Harvard John M. Olin Ctr. for Law, Econ., & Bus., Discussion Paper No. 1001, 2019).

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

81. Cole, *The Impact of Reputation on Market Value*, 13 WORLD ECON. 47 (2012).
82. Colvin, *An Empirical Study of Employment Arbitration: Case Outcomes and Processes*, 8 J. EMPIRICAL L. STUDIES 1 (2011).
83. Commissione europea, *Social Business Initiative*, COM (2011) 682.
84. Commission Staff Working Document, *Impact Assessment of the Proposal of the Energy Efficiency Directive* (2016), <http://eur-lex.europa.eu/legalcontent/EN/TXT/?qid=1483696687107&uri=CELEX:52016SC0405>.
85. Commissione europea, *A map of social enterprises and their eco-systems in Europe – Country Report: Luxembourg*, 2014
86. Commissione europea, Comunicazione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale europeo, al Comitato delle Regioni e alla Banca europea per gli Investimenti, *Un pianeta pulito per tutti - Visione strategica europea a lungo termine per un'economia prospera, moderna, competitiva e climaticamente neutra*, COM (2018) 773.
87. Commissione europea, *Overview of Sustainable finance*, [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/what-sustainable-finance\\_en#:~:text=Sustainable%20finance%20at%20EU%20level,a%20complement%20to%20public%20money](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/what-sustainable-finance_en#:~:text=Sustainable%20finance%20at%20EU%20level,a%20complement%20to%20public%20money).
88. Commissione europea, *Strategia rinnovata dell'UE per il periodo 2011-14 in materia di responsabilità sociale delle imprese*, COM (2011) 681.

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

89. Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni. Il Green Deal europeo, COM (2019) 640.
90. Condon, *Externalities and the Common Owner*, WASH. L. REV. 53-54, forthcoming (2020) [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3378783](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3378783).
91. Consob, *Report on corporate governance of Italian listed companies* 2019.
92. Costi, *La responsabilità sociale dell'impresa e il diritto azionario italiano*, *Quaderni di Giur. Comm.*, 2006.
93. Cottino, *Contrattualismo e istituzionalismo*, Riv. Soc., IV, 2005.
94. Cremers et al., *Hedge Fund Activism, Firm Valuation, and Stock Returns* (Working Paper, 2018).
95. Daccò, *Il ruolo degli investitori nella governance delle società*, pp. 1782 e ss. in IL TESTO UNICO FINANZIARIO, Cera e Presti (a cura di) (2020).
96. Dahlsrud, *How corporate social responsibility is defined: An analysis of 37 definitions*, 15 CORP. SOC. RESP. & ENVTL. MGMT. 1 (2006).
97. David, *The Effect of Institutional Investors on the Level and Mix of CEO Compensation*, 41 ACAD. MGM. J. 200 (1998).
98. Davis, *A New Finance Capitalism? Mutual Funds and Ownership Re-Concentration in the United States*, 5 EUR. MGMT. REV. 11 (2008).
99. Davis, Jr., *Once More, the Business Judgment Rule*, 2000 WIS. L. REV. 573 (2000).

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

100. Davis, *The Case For and Against Business Assumption of Social Responsibilities*, 16 AM. MNGMT. J. 312 (1973).
101. De Kluyver, *A PRIMER ON CORPORATE GOVERNANCE*, 2009.
102. Deloitte, *Global Survey on Reputation Risk* (2014).
103. Dimon e Buffett, *Short-Termism Is Harming the Economy*, WALL ST. J., Jun. 6, 2018, <https://www.wsj.com/articles/short-termism-is-harming-the-economy-1528336801>.
104. Dodd, *For Whom Are Corporate Managers Trustees*, 45 H. L. REV. 1143 (1932).
105. Dorff, Hicks, Solomon, *The Future or Fancy? An Empirical Study of Public Benefit Corporations* (ECGI Working Paper n. 495/2020).
106. Dorff, *Why Public Benefit Corporations?*, 42 DEL. J. CORP. L. 77 (2017).
107. Easterbrook e Fischel, *THE ECONOMIC STRUCTURE OF CORPORATE LAW* (1991).
108. Eccles *et al.*, *Reputation and Its Risks*, 85 HARV. BUS. REV. 104 (2007).
109. Eccles, *Why an Activist Hedge Fund Cares Whether Apple's Devices Are Bad for Kids*, HARV. BUS. REV. (2018).
110. Edkins, *The Significance of ESG Engagement*, in 21ST CENTURY ENGAGEMENT: INVESTOR STRATEGIES FOR INCORPORATING ESG CONSIDERATIONS INTO CORPORATE INTERACTIONS 4 (2015), <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/blk-ceres-engagementguide2015.pdf>.

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

111. El Ghouli *et al.*, *Corporate Environmental Responsibility and the Cost of Capital: International Evidence*, 149 J. BUS. ETHICS. 335 (2018).
112. Elhauge, *Sacrificing Corporate Profits in the Public Interest*, 80 N.Y.U. L. REV. 733 (2005).
113. Ernst & Young, *Sustainable investing: the millennial investor* (2018), [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-sustainable-investing-the-millennial-investor-gl/\\$FILE/ey-sustainable-investing-the-millennial-investor.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-sustainable-investing-the-millennial-investor-gl/$FILE/ey-sustainable-investing-the-millennial-investor.pdf).
114. Ernst Young, *Study on directors' duties and sustainable corporate governance*, luglio 2020.
115. European SRI Study (2016).
116. Farmer e Thompson, *The Ripple Effect of EU Taxonomy for Sustainable Investments in U.S. Financial Sector*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance (2020), <https://corpgov.law.harvard.edu/2020/06/10/the-ripple-effect-of-eu-taxonomy-for-sustainable-investments-in-u-s-financial-sector/>.
117. Farrar e Girton, *Institutional Investors and Concentration of Financial Power: Berle and Means Revisited*, 36 J. FIN. 369 (1981).
118. Fatemi e Fooladi, *Sustainable finance: A new paradigm*, 24 GLOBAL FIN. J. 101 (2013).
119. Felicetti, *Halfway between profit and non-profit: where are we going? Profit distribution: Community Interest Companies vs (new) Italian Social Enterprises*, 1 LUISS L. REV. 69 (2018).
120. Felicetti, *L'impresa sociale negli altri ordinamenti*, AGE 1/2018, 221 e ss.

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

121. Ferri, CAUSA E TIPO NELLA TEORIA DEL NEGOZIO GIURIDICO (1968).
122. Ferri, *Sub Art. 2247*, in COMMENTARIO DEL CODICE CIVILE SCIALOJA-BRANCA (Terza edizione, 1981).
123. Fichtner, *The Rise of Institutional Investors*, in THE ROUTLEDGE INTERNATIONAL HANDBOOK OF FINANCIALIZATION, Philip Mader *et al.* (a cura di), 2020.
124. Fink, *2019 Letter to CEOs*, BlackRock (2019) <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter>.
125. Fink, *A Fundamental Reshaping of Finance*, (2020), [https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter?cid=ppc:CEOletter:PMS:US:NA&gclid=EAIaIQobChMI0bqUxvyD5wIVCr7ACh3Taw9aEAAYASAAEgKSP\\_D\\_BwE&gclsrc=aw.ds](https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/larry-fink-ceo-letter?cid=ppc:CEOletter:PMS:US:NA&gclid=EAIaIQobChMI0bqUxvyD5wIVCr7ACh3Taw9aEAAYASAAEgKSP_D_BwE&gclsrc=aw.ds).
126. Fink, *Sustainability as BlackRock's New Standard for Investing*, (2020), <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/blackrock-client-letter>.
127. Fisch, *The Uncertain Stewardship Potential of Index Funds* (U. PA. INST. L. & ECON., Research paper no. 20-09, 110, 2020).
128. Forbes, *The Just 100* (2019) <https://www.forbes.com/just-companies/#3c16c5d2bf01>.
129. Franzoni, *Sub art. 2392*, in *Commentario del Codice Civile Scialoja-Branca* (Zanichelli, 2008).
130. Freeman, K. Martin, B. Parmar, *Stakeholder Capitalism*, 74 J. BUS. ETHICS 303 (2007).

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

131. Freeman., J. S. Harrison, A. C. Wicks, *MANAGING FOR STAKEHOLDERS: SURVIVAL, REPUTATION, AND SUCCESS* (2007).
132. Freeman., J. S. Harrison, S. Zyglidopoulos, *STAKEHOLDER THEORY* (2018).
133. Fried e Bebchuk, *PAY WITHOUT PERFORMANCE: THE UNFULFILLED PROMISE OF EXECUTIVE COMPENSATION* (2004).
134. Fried e Wang, *Short-Termism and Capital Flows*, 8 *REV. CORP. FIN. STUD.* 207 (2019).
135. Friedman, *The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits*, *N. Y. TIMES*, 13 settembre 1970.
136. Frumkin e M. T. Kim, *Strategic Positioning and the Financing of Nonprofit Organizations: Is Efficiency Rewarded in the Contributions Marketplace?*, Hauser Center for Nonprofit Org. (Working Paper No. 2, 2000).
137. Galgano, *LE SOCIETÀ IN GENERE* (2007).
138. Galle, *Social Enterprise: Who Needs It?*, 54 *BOSTON COLLEGE L. REV.* 2025 (2013).
139. Galston, *Clinton Gets It Right on Short-Termism*, *WALL ST. J.*, Mar. 22, 2016, <https://www.wsj.com/articles/hillary-gets-it-right-on-short-termism-1438124913>.
140. Geri Bigliuzzi, *Contributo ad una teoria dell'interesse legittimo nel diritto privato*, Milano, Giuffrè, 1967.
141. Gilson e Gordon, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and The Revaluation of Governance Rights*, 113 *COLUM. L. REV.* 863 (2013).

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

142. Giordano, *Impresa sociale e scopo di lucro*, pp. 775 ss., in AA. VV., *Studi in onore di Emilio Betti* (1962).
143. Government of Delaware, *Why Businesses Choose Delaware* <https://corplaw.delaware.gov/why-businesses-choose-delaware/>.
144. Graff Zivin e Small, *A Modigliani-Miller Theory of Altruistic Corporate Social Responsibility*, 5 TOPICS IN ECON. ANALYSIS & POL'Y 1 (2005).
145. Grewal, *Shareholder Activism on Sustainability Issues*, (Harv. Bus. Sch. Working Paper No. 17-003, 2016), [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2805512](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2805512).
146. Griffin, *CDP Worldwide*, 2017 CDP Carbon Majors Report, 10 luglio 2017.
147. Griffin, *Environmental & Social Voting at Index Funds* (in corso di pubblicazione 2020) disponibile all'indirizzo [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3542081](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3542081).
148. Groshoff, *Contrepreneurship? Examining Social Enterprise Legislation's Feel-Good Governance Giveaways*, 16 U. PENN. J. BUS. LAW 233 (2013).
149. Grubb, *Developing a reputation for reticence*, 20 J. ECON. & MGMT. STRATEGY 225 (2011).
150. Guaccero, *Interesse al valore per l'azionista e interesse della società*, Milano, Giuffrè, 2007.
151. Guerrieri (a cura di), *La nuova disciplina dei diritti degli azionisti*, Nuove Leggi Civili Commentate, pp. 507 ss. (2011).

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

152. Haffar e Searcy, *Classification of Trade-offs Encountered in the Practice of Corporate Sustainability*, 140 J. BUS. ETHICS 495 (2017).
153. Haigh *et al.*, *Hybrid Organizations: Origins, Strategies, Impacts, and Implications*, 57 CAL. MGMT. REV. 5 (2015).
154. Hale, *Sustainable Funds Weather the First Quarter Better Than Conventional Funds*, 3 aprile 2020.
155. Hamermesh e Gilchrist Sparks III, *Corporate Officers and the Business Judgment Rule: A Reply to Professor Johnson*, 60 BUS. LAW. 865 (2005).
156. Hamilton e Booth, BLACK LETTER OUTLINES: CORPORATIONS (2006).
157. Hansmann e Kraakman *The End of History for Corporate Law*, 89 GEORGETOWN L. J. 439, (2001).
158. Harrison e Van der Laan Smith, *Responsible Accounting for Stakeholders*, 52 J. MGMT. STUDIES 934 (2015).
159. Harrison e Wicks, *Stakeholder Theory, Value, and Firm Performance*, 23 BUS. ETHICS Q. 97 (2013).
160. Harrison, Bosse, Phillips, *Managing for stakeholders, stakeholder utility functions, and competitive advantage*, 31 STRATEGIC MGMT. J. 58 (2010).
161. Hart e Zingales, *Companies Should Maximize Shareholder Welfare Not Market Value*, 2 J. L., FIN., & ACCT. 247 (2017).
162. Herbst-Bayliss e Kerber, *Fields of Gold? Jana seeks new money, allies with impact hedge fund*, REUTERS, 12 gennaio 2018.

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

163. Holmstrom, *Moral hazard and observability*, 10 BELL J. ECON. 74 (1979).
164. Horsey, *The Duty of Care Component of the Delaware Business Judgment Rule*, 19 DEL. J. CORP. L. 971 (1994).
165. Houston *et al.*, *To Guide Or Not to Guide? Causes and Consequences of Stopping Quarterly Earnings Guidance*, 27 CONTEMPORARY ACCT. RES. 143 (2010).
166. Huybrechts *et al.*, *Social Enterprise in Belgium: A Diversity of Roots, Models and Fields*, ICSEM Working Papers, No. 27, Liege: The International Comparative Social Enterprise Models (ICSEM) Project (2016).
167. Il Sole24Ore, *Clima, BlackRock compila la lista nera delle società e boccia 244 colossi*, 14 luglio 2020.
168. Investment Leaders Group (ILG), *The value of responsible investment: the moral, financial and economic case for action*, Institute for Sustainability Leadership, University of Cambridge, Cambridge (2014).
169. Jaeger, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, Giur. Comm. VI, 2000.
170. Jaeger, *L'INTERESSE SOCIALE*, Milano, Giuffrè, 1964.
171. Jensen e Meckling, *Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305 (1976).
172. Johnson e Greening, *The effects of corporate governance and institutional ownership types on corporate social performance*, 42 ACADEMY MGMT. J. 564 (1999).

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

173. Johnson, *Corporate Officers and the Business Judgment Rule*, 60 BUS. LAW. 439 (2005).
174. Johnson, *Managerial Duties in Social Enterprise: The Public Benefit Corporation*, in CAMBRIDGE UNIVERSITY SOCIAL ENTERPRISE HANDBOOK, B. Means & J. Yockey (a cura di), in corso di pubblicazione 2020.
175. Johnson, *Pluralism in Corporate Form: Corporate Law and Benefit Corps.*, 25 REGENT U. L. REV. 269 (2012-13).
176. Johnson, *The Modest Business Judgment Rule*, 55 BUS. LAW. 625 (2000).
177. Johnson, *Unsettledness in Delaware Corporate Law: Business Judgment Rule, Corporate Purpose*, 38 DEL. J. CORP. L. 405 (2013).
178. Johnson, *Unsettledness in Delaware Corporate Law: Business Judgment Rule, Corporate Purpose*, 38 DEL. J. CORP. L. 405 (2013).
179. Johnston, *Facing Up to Social Cost. The Real Meaning of Corporate Social Responsibility*, 20 GRIFFITH L. REV. 221 (2011).
180. Kagan *et al.*, *Explaining Corporate Environmental Performance: How Does Regulation Matter?*, 37 L. & SOC'Y REV. 51 (2003).
181. Kaplan, *Are U.S. Companies Too Short-Term Oriented? Some Thoughts*, 18 INNOVATION POL'Y & ECON. 107 (2018).
182. Katelouzou, *Hedge Fund Activism and Shareholder Stewardship: Incompatible, Reciprocal or Something in Between?*, (Working Paper).

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

183. Kay, *The Kay review of UK equity markets and long-term decision making* (Final Report, 2012).
184. Kerber e McLaughlin, *Biggest U.S. index funds oppose most climate proposals in shareholder votes*, REUTERS, 8 ottobre 2019, <https://www.reuters.com/article/us-usa-funds-index-climatechange/biggest-u-s-index-funds-oppose-most-climate-proposals-in-shareholder-votes-idUSKBN1WN105>.
185. Kesner, *Directors' characteristics and committee membership: An investigation of type, occupation, tenure, and gender*, 31 ACAD. MGMT. J. 66 (1988).
186. Kim *et al.*, *Does the Cessation of Quarterly Earnings Guidance Reduce Investors' Short-Termism?*, REV. ACCT. STUD. (in corso di pubblicazione).
187. Kim, *Investor pressuring Apple to address iPhone addiction says it should be an 'easy fix'*, 9 gennaio 2018, CNBC.
188. Kraakman *et al.*, *Agency Problems, Legal Strategies, and Enforcement* 29 in THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH (2009).
189. Lacaille e Kumar, *2019 Proxy Voting and Engagement Guidelines: North America*, HARV. L. SCH. F. CORP. GOVERNANCE & FIN. REG. (Mar. 27, 2019), <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/03/27/2019-proxy-voting-and-engagement-guidelines-north-america/>.
190. Lazonick *et al.*, *US Pharma's Financialized Business Model* (Inst. for New Econ. Thinking, Working Paper No. 60, 2017).
191. Lenzi, *Le società benefit*, Giur. Comm. 6/2016, 894 e ss.
192. Libertini, *Impresa e finalità sociali. Riflessioni sulla teoria della responsabilità sociale dell'impresa*, Riv. Soc. 1/2009.

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

193. Lipton, *Bite the apple; poison the apple; paralyze the company; wreck the economy*, HARV. L. SCH. F. CORP. GOVERNANCE & FIN. REG., (26 febbraio 2013).
194. Lipton, *Purpose, Stakeholders, ESG and Sustainable Long-Term Investment*, HARV. L. SCH. F. CORP. GOVERNANCE & FIN. REG., (24 dicembre 2019) <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/12/24/purpose-stakeholders-esg-and-sustainable-long-term-investment/>.
195. Lipton, *Takeover Bids in the Target's Boardroom*, 35 BUS. LAW. 101 (1979).
196. Loop *et al.*, *The Changing Face of Shareholder Activism*, HARV. L. SCH. F. CORP. GOVERNANCE & FIN. REG., (1 febbraio 2018) <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/02/01/the-changing-face-of-shareholder-activism/>.
197. Lubben e Darnell, *Delaware's Duty of Care*, 31 DEL. J. CORP. L. 589 (2006).
198. Macey, *CORPORATE GOVERNANCE: PROMISES KEPT, PROMISES BROKEN* (2008).
199. Maffei Alberti, *Sub 2392, Commentario breve al Diritto delle Società* (Cedam, 2017).
200. Maffei Alberti, *Sub 2395, Commentario breve al Diritto delle Società* (Cedam, 2017).
201. Magill *et al.*, *A Theory of the Stakeholder Corporation* 83 *ECONOMETRICA* 1685 (2015).
202. Mallow e Sethi, *Engagement: The Missing Middle Approach in the Bebchuk–Strine Debate*, 12 N.Y.U. J. L. & BUS. 385 (2016).

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

203. Mallow, *Asset Management, Index Funds, And Theories of Corporate Control*, [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3483573](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3483573) (2019).
204. Marasà, *LE SOCIETÀ SENZA SCOPO DI LUCRO* (1984).
205. Marasà, *LE SOCIETÀ. SOCIETÀ IN GENERALE* (1991).
206. Marchegiani, *Il potere di integrazione dell'ordine del giorno dell'assemblea dalla tutela del risparmio all'attuazione della Direttiva sui diritti degli azionisti di società quotate*, *JUDICIUM* (2012).
207. Marchetti, *Sub art. 2367, in COMMENTARIO ALLA RIFORMA DELLE SOCIETÀ. ASSEMBLEA*, Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari (a cura di) (2008).
208. Martino, *La definizione dei temi della riunione assembleare, in I DIRITTI DEGLI AZIONISTI NELLE SOCIETÀ QUOTATE: COMMENTO AI D. LGS. 27 GENNAIO 2010, N. 27 E 18 LUGLIO 2012, N. 19*, N. Ciocca e G. Marasà (a cura di) (2015).
209. Matten e Moon, *"Implicit" and "explicit" CSR: A conceptual framework for a comparative understanding of corporate social responsibility*, *33 ACAD. MGMT. REV.* (2008).
210. McCahery, Z. Sautner e L. T. Starks, *Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors*, *71 J. FIN.* 2905, 2906 (2016).
211. McCahery, Zacharias Sautner & Laura T. Starks, *Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors*, *71 J. FIN.* 2905, 2906 (2016).
212. McGrath, *Bottom of the Barrel: 89 Of America's Worst Corporate Citizens In 2018*, *Forbes*, 10 dicembre 2018,

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

<https://www.forbes.com/sites/maggiemcgrath/2018/12/10/just-100-2019-the-bad-apples/#5b2c1ca828e6>.

213. McKinsey & Company, *From 'why' to 'why not': Sustainable investing as the new normal*, 25 ottobre 2017.
214. McLaughlin e Kerber, *Index funds invest trillions but rarely challenge management*, REUTERS, 8 ottobre 2019, <https://www.reuters.com/article/us-usa-funds-index-specialreports/special-report-index-funds-invest-trillions-but-rarely-challenge-management-idUSKBN1WN107>.
215. Millon, *Radical Shareholder Primacy*, 10 UNIV. ST. THOMAS L. J. 1013 (2013).
216. Minervini, *Gli interessi degli amministratori di s.p.a.* in P. Abbadessa e G. B. Portale (diretto da), *Il nuovo diritto delle società*, Liber amicorum G.F. Campobasso (Utet, 2007) vol. II.
217. Montalenti, *La Direttiva azionisti e l'informazione preassembleare*, Giur. comm., I/2011.
218. Morera e Cappiello, *L'assemblea delle società quotate*, in IL TESTO UNICO FINANZIARIO, Cera e Presti (a cura di) (2020).
219. Morgan Stanley, *Morgan Stanley Survey Finds Investor Enthusiasm for Sustainable Investing at an All-Time High* (2019), <https://www.morganstanley.com/press-releases/morgan-stanley-survey-finds-investor-enthusiasm-for-sustainable->.
220. Morgenson, *Big Pharma Spends on Share Buybacks, but R&D? Not So Much*, N.Y. TIMES, Jul. 14, 2017, <https://www.nytimes.com/2017/07/14/business/big-pharma-spends-on-share-buybacks-but-rd-not-so-much.html>.

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

221. Mosco e Lopreiato, *Doveri e responsabilità degli amministratori e sindaci nelle società di capitali*, Riv. Soc. 1/2019, 117 e ss.
222. Mosco, *ConSORZI per il coordinamento della produzione e degli scambi*, in COMMENTARIO DEL CODICE CIVILE Scialoja-Branca-Galgano (2017).
223. Mosco, *L'impresa non speculativa*, Giur. Comm., 2/2017, 216 e ss.
224. Mosco, *Scopo e oggetto nell'impresa sociale e nella società benefit*, AGE 1/2018, 81 e ss.
225. MSCI, *ESG and the cost of capital* (2020).
226. O'Kelley, *Coase, Knight, and the Nexus-of-Contracts Theory of the Firm: A Reflection on Reification, Reality, and the Corporation as Entrepreneur Surrogate*, 35 SEATTLE UNIV. L. REV. 1247 (2012).
227. Oppo, *Le grandi opzioni della riforma e la società per azioni*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, G. Cian (a cura di) (Cedam, 2004).
228. Orts, *Beyond Shareholders: Interpreting Corporate Constituency Statutes*, 61 GEO. WASH. L. REV. 14 (1992).
229. Paces, *Hedge Fund Activism and the Revision of the Shareholder Rights Directive*, European Corporate Governance Institute Working Paper n. 353/2017 (2017).
230. Padfield, *Rehabilitating Concession Theory*, 66 OKLA. L. REV. 327 (2013).
231. Papadopoulos e Araujo, *Top 10 ESG Trends for the New Decade*, HARV. L. SCH. F. CORP. GOVERNANCE & FIN. REG.,

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

<https://corpgov.law.harvard.edu/2020/03/02/top-10-esg-trends-for-the-new-decade/> (2 marzo 2020).

232. Parthiban *et al.*, *Investor Activism, Managerial Responsiveness, And Corporate Social Performance*, 28 STRAT. MGMT. J. 91 (2007).
233. Platt, *Index Fund Enforcement*, 53 UC DAVIS L. REV. 1453 (2020).
234. Pollman, *Corporate Social Responsibility, ESG, and Compliance*, 11 in CAMBRIDGE HANDBOOK OF COMPLIANCE, D. D. Sokol e B. van Rooij (a cura di) in corso di pubblicazione).
235. Porter, *Why Business Can Be Good at Solving Social Problems*, TEDGlobal, London, United Kingdom, 14 giugno 2013.
236. Preite, *Abuso di Maggioranza e Conflitto di Interessi del Socio nella Società per Azioni*, in *Trattato delle società per azioni* (diretto da Colombo e Portale), vol. 3, Torino, Utet, 1993.
237. Reeb e Upadhyay, *Subordinate board structures*, 16 J. CORP. FIN. 469 (2010).
238. Rehbein *et al.*, *Understanding shareholder activism: which corporations are targeted?*, 43 BUS. & SOC. 239 (2004).
239. Ridolfo, *Le società “benefit” in Italia: prime riflessioni su una recente innovazione legislativa*, *Studium Iuris* 6/2016, 720 e ss.
240. Risoluzione dell'Assemblea generale delle Nazioni Unite A/RES/70/1 del 25 settembre 2015.
241. Rock, *For Whom is the Corporation Managed in 2020?: The Debate over Corporate Purpose*, ECGI Working Paper 515/2020.

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

242. Roe e Shapira, *The Power of the Corporate Short-Termism Narrative* (in corso di pubblicazione, 2020).
243. Roe, *Corporate Short-Termism—In the Boardroom and in the Courtroom*, 68 BUS. LAWYER 977 (2013).
244. Roe, *Stock Market Short-Termism's Impact* (ECGI, Working Paper No. 426, 2018).
245. Roe, *Takeover Politics*, in THE DEAL DECADE, Margaret Blair (a cura di) 1993.
246. Roe, *The Short-Term Problem Defined* (consultato in bozza).
247. Romano, *The Future of Hostile Takeovers: Legislation and Public Opinion*, 57 U. CIN. L. REV. 457 (1988).
248. Sanfilippo, *Funzione amministrativa ed autonomia statutaria nella società per azioni*, Torino, Giappichelli, 2000.
249. Santini, *Tramonto dello scopo lucrativo nelle società di capitali*, Riv. Dir. Civ. 1/1973.
250. Santosuosso, *La riforma del diritto societario* (Giuffré, 2003).
251. Sciumbata, *Sub art. 126-bis*, pp. 1756 ss. in IL TESTO UNICO DELLA FINANZA, M. Fratini e G. Gasparri (a cura di) (2012).
252. Serafini, *Responsabilità degli amministratori e interessi protetti* (Giuffré, 2013).
253. Sertial, *Hybrid Entities: Distributing Profits With A Purpose*, 17 FORDHAM J. CORP. FIN. L. 261 (2012).
254. Sharfman, *The Importance of the Business Judgment Rule*, 14 N.Y.U. J. L. & B. 27 (2017).

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

255. Sheehan, *Letter from JANA Partners & CalSTRS to Apple, Inc.*, HARV. L. SCH. F. CORP. GOVERNANCE & FIN. REG. (19 gennaio 2018).
256. Sisodia, Wolfe, Sheth, *FIRMS OF ENDEARMENT: HOW WORLDCLASS COMPANIES PROFIT FROM PASSION AND PURPOSE* (2007).
257. Slawinski e Bansal, *Short on Time: Intertemporal Tensions in Business Sustainability*, 26 ORG. SCI. 531 (2015)
258. Smith, *The Modern Business Judgement Rule*, RESEARCH HANDBOOK ON MERGERS AND ACQUISITIONS (Claire A. Hill & Steven Davidoff Solomon, edited by) (2016).
259. Smith, *THE THEORY OF MORAL SENTIMENTS* (1759).
260. Smith, *THE WEALTH OF NATIONS* (1776).
261. Springer, *Corporate Constituency Statutes: Hollow Hopes and False Fears*, 1999 ANN. SURV. AM. L. 85 (1999).
262. Squire, *Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance*, 117 COLUM. L. REV. 767 (2017).
263. State Street, *Stewardship Report 2018-2019* (2019), <https://www.ssga.com/library-content/products/esg/annual-asset-stewardship-report-2018-19.pdf>.
264. Stiglitz, *Moving Beyond Market Fundamentalism to A More Balanced Economy*, 80 ANNALS OF PUBLIC AND COOPERATIVE ECONOMICS 345, 346 (2009).
265. Stout, *Bad and Not-So-Bad Arguments for Shareholder Primacy*, 75 S. CAL. L. REV. 1189 (2002).
266. Stout, *The Shareholder Value Myth* (Cornell Law Faculty Publications, Paper 771, 2013)

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

267. Stout, *THE SHAREHOLDER VALUE MYTH: HOW PUTTING SHAREHOLDERS FIRST HARMS INVESTORS, CORPORATIONS, AND THE PUBLIC* (2012).
268. Stout, *Why We Should Stop Teaching Dodge v. Ford*, 3 VA. L. & BUS. REV. 163 (2008).
269. Strine Jr., *Fiduciary Blind Spot: The Failure of Institutional Investors to Prevent the Illegitimate Use of Working Americans' Savings for Corporate Political Spending*, U. PA. INST. L. & ECON., Research paper no. 19-03, 16 (2019).
270. Strine Jr., *The Dangers of Denial: The Need for a Clear-Eyed Understanding of the Power and Accountability Structure Established by the Delaware General Corporation Law*, 50 WAKE FOREST L. REV. 761 (2015).
271. Strine, Jr., *Our Continuing Struggle with the Idea That For-Profit Corporations Seek Profit*, 47 WAKE FOREST L. REV. 135 (2012).
272. Strine, Jr., *Who Bleeds When the Wolves Bite? A Flesh-and-Blood Perspective on Hedge Fund Activism and Our Strange Corporate Governance System*, 126 YALE L.J. 1870 (2017).
273. Sundheim e Starr, *Making Stakeholder Capitalism a Reality*, HARV. BUS. R., 22 gennaio 2020 <https://hbr.org/2020/01/making-stakeholder-capitalism-a-reality>.
274. Taylor e Watts, *Revealed: the 20 firms behind a third of all carbon emissions*, The Guardian, 9 ottobre 2019, <https://www.theguardian.com/environment/2019/oct/09/revealed-20-firms-third-carbon-emissions>.
275. Temple-West, *Big US sustainable funds fail to support ESG shareholder proposals*, FIN. TIMES, 7 settembre 2019

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

<https://www.ft.com/content/5d342a5d-443d-3327-9502-2361f37f251c>.

276. Tett, *Millennial Heirs to Change Investment Landscape*, Financial Times, (20 settembre 2018), <https://www.ft.com/content/59f6562a-786d-11e8-af48-190d103e32a4>.
277. The Forum for Sustainable and Responsible Investment, *2018 Report on US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends*  
<https://www.ussif.org/files/Trends/Trends%202018%20executive%20summary%20FINAL.pdf>
278. The Forum for Sustainable and Responsible Investment, *2018 Report on US Sustainable, Responsible and Impact Investing Trends* (2018)  
<https://www.ussif.org/files/Trends/Trends%202018%20executive%20summary%20FINAL.pdf>.
279. The Forum for Sustainable Investment,  
<https://www.ussif.org/resolutions>.
280. THE INVESTMENT INTEGRATION PROJECT, SYSTEMS-LEVEL CONSIDERATIONS AND THE LONG-TERM INVESTOR 3 (2017), disponibile all'indirizzo [http://tiiproject.com/wp-content/uploads/2017/03/Systems\\_Level\\_Considerations\\_Long\\_Term\\_Investor.pdf](http://tiiproject.com/wp-content/uploads/2017/03/Systems_Level_Considerations_Long_Term_Investor.pdf).
281. Tirole, *Corporate Governance*, 69 *ECONOMETRICA* 1 (2010).
282. Trautman e Ford, *Nonprofit Governance: The Basics*, 52 *AKRON L. REV.* 971 (2018).
283. Tu, *Socially Conscious Corporations and Shareholder Profit*, 84 *GEO. WASH. L REV.* 121, 154 (2016).

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

284. Vanguard, *Investment Stewardship 2019 Annual Report* (2019), [https://about.vanguard.com/investment-stewardship/perspectives-and-commentary/2019\\_investment\\_stewardship\\_annual\\_report.pdf](https://about.vanguard.com/investment-stewardship/perspectives-and-commentary/2019_investment_stewardship_annual_report.pdf).
285. Vanguard, *Proxy voting guidelines for U.S. portfolio companies* (2019), [https://about.vanguard.com/investment-stewardship/portfolio-company-resources/proxy\\_voting\\_guidelines.pdf](https://about.vanguard.com/investment-stewardship/portfolio-company-resources/proxy_voting_guidelines.pdf).
286. Vanguard, *U.S. household trading: Coronavirus market volatility* 4 (2020) <https://personal.vanguard.com/pdf/coronavirus-market-volatility.pdf>.
287. Vassalli, *Sub art. 2392*, in *Società di capitali: commentario (a cura di Giuseppe Niccolini e Alberto Stagno d'Alcontres)* (Jovene, 2004).
288. Velasco, *Shareholder Primacy in Benefit Corporations*, in *FIDUCIARY OBLIGATIONS IN BUSINESS*, Arthur B. Laby e Jacob Hale Russell (a cura di), in corso di pubblicazione 2020.
289. Velasco, *The Fundamental Rights of the Shareholder*, 40 U.C. DAVIS L. REV. 407 (2006).
290. Vorhees, *Responsible Investment in the United States*, in *THE ROUTLEDGE HANDBOOK OF RESPONSIBLE INVESTMENT* (Routledge, 2016).
291. Voss, *The European Union's 2014 Non-Financial Reporting Directive: Mandatory Ex Post Disclosure – But Does It Need Improvement?*, pp. 359 e ss. in A. M. Manirabona e Y. V. Cárdenas (a cura di), *Extractive Industries and Human Rights in an Era of Global Justice: New Ways of Resolving and Preventing Conflicts*, 2019.

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

292. Wakabayashi, *Alphabet Board Investigates Sexual Misconduct Accusations* N.Y. TIMES (6 novembre 2019).
293. Wakabayashi, *Alphabet Settles Shareholder Suits Over Sexual Harassment Claims*, N.Y. TIMES (25 settembre 2020).
294. Wall Street Journal, *Larry Fink's Latest Sermon*, (2020), <https://www.wsj.com/articles/larry-finks-latest-sermon-11579305418>.
295. Wang e J. Zhao, *Hedge Funds and Corporate Innovation* (Working Paper, 2014).
296. Ward, *Institutional investor monitoring motivation and the marginal value of cash*, 48 J. CORP. FIN. 49 (2018).
297. Wenders, *What Is Profit Maximization?*, 6 J. ECON. ISSUES 61 (1972).
298. West, *The Purpose of the Corporation in Business and Law School Curricula*, *Governance Studies at Brookings*, 19 luglio 2011.
299. Williams, *Corporate Social Responsibility and Corporate Governance*, 5 in THE OXFORD HANDBOOK OF CORPORATE LAW AND GOVERNANCE, Jeffrey N. Gordon e Wolf-Georg Ringe (a cura di) (2018).
300. Winston, *Benefit Corporations and the Separation of Benefit and Control* 39 CARDOZO L. REV. 1783 (2018).
301. Young Chung e K. Wang, *Do institutional investors monitor management? Evidence from the relationship between institutional ownership and capital structure*, 30 N. AM. J. ECON. & FIN. 203 (2014).

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

302. Yue Wang, *Investment, Shareholder Monitoring and The Economics of Corporate Securities Fraud* (Job Market Paper 2, 2004).
303. Ziolo *et al.*, *Sustainable finance role in creating conditions for sustainable economic growth and development in SUSTAINABLE ECONOMIC DEVELOPMENT* (Springer, 2017).
304. Zoppini, *Una proposta introduttiva per la disciplina dell'impresa sociale*, Riv. Crit. Dir. Priv. 2000.

## **INDICE DELLA GIURISPRUDENZA**

### **Stati Uniti**

1. *Air Products and Chemicals, Inc. v. Airgas, Inc.*, 16 A.3d 48, 112 (Del. Ch. 2011).
2. *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 (Del. 1984).
3. *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 634 A.2d 345, 361 (Del. 1993).
4. *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.*, 663 A.2d 1156 (Del. 1995).
5. *Dodge v. Ford Motor Co.*, 204 Mich. 459, 170 N.W. 668 (1918) (Mich. 1919).
6. *Domestic Holdings, Inc. v. Newmark*, 16 A.3d 1, 34 (Del. Ch. 2010).
7. *Domestic Holdings, Inc. v. Newmark*, 16 A.3d 1, 34 (Del. Ch. 2010).
8. *Graham v. Allis-Chalmers Mfg. Co.*, 188 A.2d 125, 130 (Del. 1963).
9. *In re Trados Inc. S'holder Litig.*, 73 A.3d 17 (Del. Ch. 2013).
10. *Paramount Communications, Inc. v. Time Incorporated*, TW, 571 A.2d 1140 (Del. 1989).
11. *Pogostin v. Rice*, 480 A.2d 619, 624 (Del. 1984).
12. *Randolph v. Ballard County Bank*, 134 S.W. 165, 166 (Ky. 1911).
13. *Revlon, Inc. v. Macandrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d 173 (Del. 1986)
14. *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes*, 506 A.2d 173, 176 (Del. 1986).
15. *Stone v. Ritter*, 911 A.2d 362, 370 (Del. 2006).

*Tesi di dottorato di Raffaele Felicetti. La tesi è discussa presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma nel corso dell'anno accademico 2020-2021 e non è riproducibile, in tutto o in parte, senza il previo consenso scritto dell'autore.*

16. *Unocal v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985).

#### Italia

1. Cass. 13/5836.
2. Cass. 15470/2017.
3. Cass. 15470/2017.
4. Cass. 17411/16.
5. Cass. 1783/15.
6. Cass. 3409/13.
7. Cass. 58/3251.
8. Cass. 79/4558.
9. Trib. Milano, 21 novembre 1994.