
DOTTRINA

Long-Termism

Fonte: **Rivista delle Società**, fasc.1, 1 FEBBRAIO 2021, pag. 16

Autori: **Mario Stella Richter jr**

(*) Sommario: 1. Prologo in cielo. — 2. Ascarelli, Asquini e l'orizzonte temporale dell'interesse sociale. — 3. Furore e vaghezza della sustainable corporate governance e dintorni. — 4. Complessità v. complicazione. — 5. Sustainability v. sustainability. — 6. Sustainability v. ESG. — 7. Environmental and Social v. Governance ma anche Environmental v. Social. — 8. Short-term v. short-term. — 9. Long-termism v. long-termism. — 10. Ascarelli e Asquini tra “longtermismo” e “shorttermismo”. — 11. Long-termism v. Stakeholderism. — 12. Epilogo in terra (e per la Terra).

1. Quando si dovesse finalmente porre mano a una storia delle raccolte degli scritti gratulatori o celebrativi, penso che una menzione a sé dovrebbe riservarsi, quantomeno nella prospettiva delle nostre discipline, agli *Scritti giuridici in memoria di Filippo Vassalli*. Mi riferisco ai due volumi elegantemente stampati nel 1960 per i tipi della Unione tipografica editrice torinese e presentati in sobria veste editoriale color tabacco con iscrizioni dorate su tasselli neri: quasi due bandiere abbrunate da allora issate sugli scaffali delle nostre biblioteche a ricordo della figura del grande giurista e umanista.

Ciò che colpisce, sfogliandone gli indici, è che lì si ritrovano proprio una dopo l'altra — in una delle non rare manifestazioni della “musica del caso” (e di caso si deve parlare posto che i contributi furono ordinati alfabeticamente per nome dell'autore) — due tra quelle che io considero le più riuscite espressioni di quel particolare genere letterario, proprio di una nobile tradizione accademica, che è appunto lo scritto in omaggio o in ricordo: prima *Antigone* e *Porzia* di Tullio Ascarelli e, subito dopo, *I battelli del Reno* di Alberto Asquini (1). Già i titoli così suggestivi e ricchi di forza evocativa (2) li sottraggono alla ordinaria obsolescenza di buona parte degli studi di diritto. Ma è chiaramente il loro contenuto che li consacra al primato

di cui si diceva. Si tratta — è ovvio — di contributi diversi per argomento e per taglio, così come profondamente diversa era la personalità dei rispettivi autori. Sicché, fatta salva la constatazione che entrambi tali maestri del diritto commerciale sentirono evidentemente fortissimo il legame con Filippo Vassalli e che alla sua memoria tributarono un omaggio che vollero veramente speciale, il parallelismo tra i due scritti finisce qui.

Così come finisce qui il proemio di questo scritto.

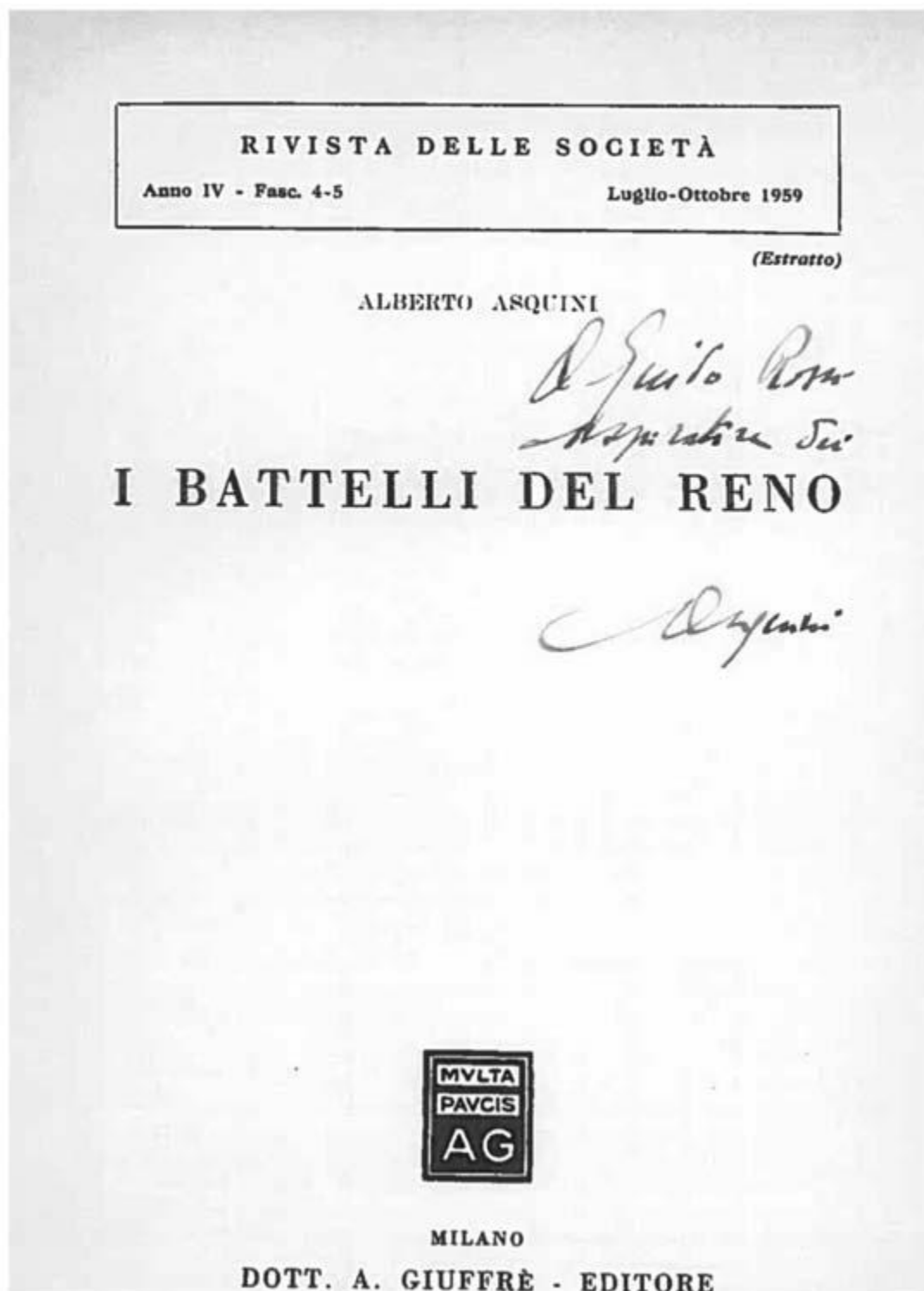


Fig. 1. - Frontespizio dell'estratto dalla *Rivista de I battelli del Reno*, con dedica dell'Autore a Guido Rossi (archivio Studio Prof. Guido Rossi, per gentile concessione)

2. Ciò su cui vorrei soffermarmi, cercando di avvicinarmi al merito del tema prescelto, è il

diverso atteggiamento che Ascarelli e Asquini presero sul tradizionale problema dell'orizzonte temporale entro cui considerare l'interesse sociale, per poi confrontare quelle posizioni con l'attuale ricchissimo dibattito in argomento.

Tra la fine degli anni Cinquanta e i primi anni Sessanta la discussione era essenzialmente concentrata su di un singolo aspetto del problema: quello relativo al diritto dell'azionista al dividendo e alle possibilità di legittimo autofinanziamento dell'impresa sociale (3). In generale, l'esigenza appariva quella di trovare un giusto punto di equilibrio tra l'interesse dell'azionista alla remunerazione dell'investimento (e quindi al dividendo) e quello della società all'autofinanziamento. Ma è più a monte, sulla valutazione di ordine economico della pratica dell'autofinanziamento, che i nostri prendono posizioni tra loro nettamente contrapposte (4).

La posizione di Alberto Asquini è tutta in un interrogativo indiretto e retorico contenuto proprio ne *I battelli del Reno*. Asquini muove dalla constatazione che di norma le risorse destinate all'autofinanziamento sono rappresentate da quella parte di profitti che eccede quanto necessario per distribuire ai soci un dividendo che sia in linea con la media della remunerazione del capitale azionario sul mercato (5). Se questi così detti “extra profitti” ci sono, « è da chiedersi se sia più utile dal punto di vista dell'economia di mercato che siano investiti in strumenti produttivi nell'impresa, potenziandola e sviluppandola, e cioè che vadano a costituire un risparmio produttivo, piuttosto che andare al consumo, cioè polverizzarsi in una politica di prodigalità nei dividendi » (6).

Di contro per Tullio Ascarelli « il problema dell'autofinanziamento nelle società è (...) quello dei limiti entro i quali è possibile sottrarre al singolo per affidare (...) a dei privati di destinare la scelta tra investimenti e consumo ovvero in altri termini dei limiti entro i quali può affidarsi ad alcuni privati di destinare ad investimento redditi tuttavia altrui e che l'altro privato potrebbe invece destinare ad investimento o consumo » (7). Secondo Ascarelli — è ben noto e non fa mestieri di insistervi — l'utile di esercizio andrebbe destinato a dividendo (o passato a capitale) (8).

La fiducia di Asquini è dunque negli imprenditori, nella dirigenza delle imprese: nella sostanza, negli amministratori e nei grandi azionisti-imprenditori e cioè nei gruppi di comando delle società; non nel largo pubblico degli investitori. Quella di Ascarelli nel mercato, che rappresenterebbe il meccanismo più efficace per allocare le risorse finanziarie, valutando, di volta in volta, dove (ri-)collocare i profitti degli investimenti.

La visione di Asquini è a mio avviso ancor'oggi interessante soprattutto perché coglie e valorizza un aspetto proprio della politica di distribuzione degli utili: quello di rappresentare uno strumento comunque rilevante nella gestione della impresa; e questo anche nella

prospettiva di un ordinamento — il nostro — in cui il dividendo è pensato e riconosciuto come diritto dei soci, e conseguentemente rimesso alle determinazioni dell'assemblea (art. 2433 cod. civ.), e non — come invece accade in altri sistemi giuridici (9) — quale parte integrante della gestione imprenditoriale, e perciò ricompreso nella competenza esclusiva degli amministratori (10).

Viceversa, per Ascarelli l'idea di imporre la distribuzione dell'utile (o la sua destinazione ad aumento di capitale) s'iscrive in un più generale disegno di riforma del diritto societario: le regole sulla distribuzione degli utili sono viste come strumenti di lotta contro oligopoli e monopoli (11). In questa prospettiva, gli extra-profitti (in quanto tali soprattutto propri delle imprese monopolistiche o in posizione dominante) dovrebbero comunque, direttamente o indirettamente, tornare agli investitori, i quali potrebbero allora, attraverso il nuovo ricorso al mercato dei capitali, scegliere dove e come ricollocare tale ricchezza. Se però si considera che essi tenderebbero a farlo scegliendo in base alle aspettative del reddito preventivabile in futuro e se tale reddito è plausibile che sia maggiore proprio in caso di investimento in imprese monopolistiche o in posizione dominante, da questo punto di vista la proposta ascarelliana poteva non essere così decisiva ai fini delle politiche *antitrust* per la quale e in funzione della quale era stata soprattutto pensata (12).

D'altra parte, anche il ragionamento di Asquini prestava (e presta) il fianco a qualche perplessità: infatti, non pare corretto trascurare che anche consumare significa destinare risorse alle imprese, posto che le esigenze di consumo sono soddisfatte da prodotti o servizi approntati per il mercato, appunto, da imprese. In questo senso l'interrogativo di Asquini — se sia più utile che la ricchezza prodotta dalle imprese come profitto venga direttamente reinvestita dalle stesse in strumenti produttivi ovvero che vada al consumo — non è forse quello decisivo, essenziale essendo invece stabilire chi sia meglio che decida la destinazione di tale ricchezza: chi possa cioè stabilire quali imprese premiare e quali imprese trascurare tanto con scelte di investimento quanto con scelte di consumo.

Qui però non interessa tanto ripercorrere un dibattito sviluppatosi mezzo secolo fa; né saggiare la solidità e la coerenza delle singole prese di posizione. Anche perché ormai lo si farebbe col manzoniano senno di poi: dunque, con uno strumento non molto raro. Merita invece tenere a mente una indicazione per così dirsi di metodo che Asquini poneva in chiaro all'inizio de *I battelli del Reno*: i problemi « del diritto dell'azionista al dividendo e della legittimità dell'autofinanziamento » nonché quelli « della impresa in sé, della concezione della società come organizzazione contrattuale o come istituzione, della nozione di oggetto e scopo sociale » non sono necessariamente tra loro collegati (13); una indicazione che, come cercherò di dimostrare, risulta ancora oggi di grande utilità (14).

3. Da allora molta acqua è passata sotto i ponti; e anche sotto quelli che uniscono le due

sponde del Reno. E oggi, dopo molte crisi — economiche e finanziarie, ma anche sociali e sanitarie — e con all'orizzonte scenari altrettanto (se non più) critici legati alle trasformazioni climatiche, ambientali e all'esaurimento di risorse naturali e di beni comuni essenziali, non si fa che parlare di responsabilità della impresa o di Corporate Social Responsibility (CSR), di sostenibilità di imprese e società, di successo sostenibile, di *Sustainable Corporate Governance*, di creazione del valore nel lungo termine, di Enlightened Shareholder Value (ESV) o direttamente di *Stakeholder Value*, entrambi valori, comunque, da perseguirsi *in the long-run* (15). Non solo gli amministratori ma anche gli investitori, specialmente se professionali o istituzionali, sono (o dovrebbero essere) mossi da logiche responsabili e lungimiranti: l'*ESG investing* (16) dilaga. Tutto nelle enunciazioni, nelle definizioni, nelle declamazioni e ovviamente nelle presentazioni e promozioni è sostenibile (17); tutto è responsabile; ognuno garantisce che scelte e azioni sono state commisurate sul lungo periodo e che sono idonee, su tale ampio orizzonte temporale, a impedire crisi economiche e sociali e a prevenire disastri climatici e ambientali. Quello dei *long-term objectives* è mantra irrinunciabile. Francesco Denozza ha definito « un diffuso ritornello (...) quello di rivalutare il perseguimento di obiettivi di lungo periodo » (18). Società, imprese, investitori, gestori, amministratori e, magari anche, singoli azionisti e singoli consumatori dovrebbero farsi responsabilmente carico di valutare, contemperare e difendere pressoché tutti gli interessi collettivi, generali e pubblici rilevanti. Il che poi spiega il successo — per vero più teorico e retorico che pratico — di formule organizzative o qualificazioni come quelle della *benefit corporation*, della *B-Corp*, della *sociedad de beneficio e interés colectivo*, della *société à mission* o della società *benefit*.

Tale ridda di *slogans* ed etichette non è riservata al dibattito dei teorici e degli operatori, non è confinata solo all'accademia o al mercato; ma trova crescente spazio anche nelle istituzioni e nelle disposizioni normative, autoregolamentari, statutarie e negoziali.

Il Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile della Commissione Europea si prefigge, *inter alia*, di promuovere una visione a lungo termine nelle attività economiche e finanziarie (19). Sottoscrivendo lo *Statement on the Purpose of a Corporation* della influente *Business Roundtable* dell'agosto 2019, gli amministratori delegati di 181 delle maggiori società americane si sono impegnati, tra l'altro, a creare « long-term value for shareholders » (20). Rispondendo allo *Statement* della *Business Roundtable* (e contestandone l'idea che ne era alla base secondo cui gli amministratori dovessero rispondere ad ogni possibile *stakeholder*) il non meno influente *Council of Institutional Investors* ha comunque condiviso l'adozione di una prospettiva di lungo termine (21). I *Principles of Purposeful Business* della *British Academy* del novembre 2019 prevedono che « Corporate financing should be of a form and duration that allows companies to fund more engaged and long-term investment in their purpose » (22). Il recentissimo libro bianco dello World Economic Forum sulla *Integrated Corporate Governance* pone al primo posto della agenda dei consigli di amministrazione la

seguente indicazione: « align strategy and capital allocation with drivers of sustainable, long-term value creation » (23). Per l'appena approvato *UK Stewardship Code 2020*, « stewardship is the responsible allocation, management and oversight of capital to create long-term value for clients and beneficiaries leading to sustainable benefits for the economy, the environment and society » (24).

Per il nuovo Codice di *corporate governance* italiano la funzione dell'organo amministrativo della società quotata consiste, al vertice, nel « guida[re] la società perseguendone il successo sostenibile » (Principio I) e tale organo deve stabilire le strategie dell'emittente e del suo gruppo in coerenza con lo scopo di perseguire un successo sostenibile (Principio II), dove il successo sostenibile è espressamente definito 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 » (25). Il successo sostenibile rileva poi ai fini della determinazione delle remunerazioni degli amministratori (e dei dirigenti apicali) (26) e del funzionamento del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi (27).

La *sustainable corporate governance* è — come si accennava — al centro delle riflessioni delle istituzioni europee (28). Non sorprendentemente, del resto: se si considera che l'Unione europea ha tra le sue finalità quella di adoperarsi per lo « sviluppo sostenibile » dell'Europa (art. 3, comma 3, secondo periodo, T.U.E.). E così, per esempio, il legislatore europeo disciplina con un certo grado di coerenza la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario, imponendo alle imprese di maggiori dimensioni la redazione e la pubblicazione con cadenza annuale della « dichiarazione non finanziaria » (29). Stabilisce i criteri per determinare se un'attività economica possa considerarsi sostenibile dal punto di vista ambientale, al fine di individuare il grado di “eco sostenibilità” di un investimento (30). Richiede poi che le politiche di remunerazione degli amministratori di società quotate contribuiscano, oltre che alla strategia aziendale, « agli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società » (31). L'impegno a lungo termine degli azionisti è più in generale “incoraggiato” da tutta la Dir. 2017/828/UE (c.d. SHRD 2) nettamente orientata « verso una prospettiva *long term* » (32). Inoltre, una visione di lungo periodo dell'interesse sociale, e quindi della sostenibilità se non altro della impresa in sé, è presa in considerazione e in qualche misura tutelata dalla Dir. 2011/61/UE (c.d. AIFMD), là dove pone a carico dei gestori di fondi alternativi un divieto di « disaggregazione delle attività » (o di *asset stripping*) delle società in cui detengono una partecipazione di controllo: il che presuppone e impone in capo a una specifica, ma significativa, categoria di investitori (33) una predeterminata concezione di interesse sociale, e cioè dell'interesse alla valorizzazione di lungo termine dell'impresa (34).

Ma vi è di più. Il Parlamento europeo intende sollecitare l'iniziativa legislativa della

Commissione per imporre a tutti gli amministratori delle società di capitali: il dovere di tener conto degli interessi degli *stakeholders* che potrebbero subire gli effetti negativi della attività di impresa e la funzione di definire, pubblicare e monitorare l'attuazione di una strategia per la sostenibilità della società. In particolare, a stare all'*Inception Impact Assessment* della Commissione europea relativo alla future iniziative in materia (35), sono all'orizzonte interventi normativi volti a rafforzare i doveri fiduciari degli amministratori onde imporre loro di tener conto degli interessi di tutti gli *stakeholders* rilevanti per la sostenibilità della società nel lungo termine e, per assicurare la effettività di tali doveri, la Commissione pensa alla introduzione di adeguati sistemi di *enforcement* (36). Inoltre, si propone di considerare anche future iniziative legislative per rafforzare: da un lato, gli obblighi di diligenza nei confronti dei fornitori, con particolare attenzione al rispetto dei diritti umani e alla difesa dell'ambiente (quindi profili "sociali" e "ambientali"); e, dall'altro, il legame tra obiettivi di sostenibilità della società e la remunerazione degli amministratori.

E la elencazione di esempi relativi all'ampiezza del dibattito sulla *sustainable corporate governance* (e quindi sul *corporate purpose*, sull'interesse sociale istituzionale, sullo *stakeholdersim*, solo per menzionare alcune delle formule utilizzate) potrebbe facilmente continuare, con relativo sfoggio di citazioni, fino a esaurire le pagine riservate a questo breve omaggio.

4. Di fronte a tanto furore e al contempo di fronte a tanta vaghezza, non solo i veri giuristi (37) ma anche molti tra i semplici operai del diritto possono essere colti da vertigine e disorientamento.

È pur vero che, come ci ha indicato Vincenzo Di Cataldo, la complessità è una inevitabile connotazione dell'attuale condizione storica e quindi dei sistemi giuridici contemporanei, e che è illusorio e ingenuo pensare di poterla eliminare (38). È altresì vero che la complessità comporta ineliminabili dosi di complicazione (pur non dovendosi confondere questo concetto con quello), non fosse altro perché il diritto è creazione degli uomini (e per gli uomini) ed è quindi opera che in quanto tale non può ambire alla perfezione.

Tutto ciò è vero; ed è saggio prenderne atto e confrontarsi con la complessità con la serena consapevolezza che ci suggerisce Vincenzo Di Cataldo nei suoi scritti più recenti. E tuttavia, proprio di fronte alla complessità, il compito del giurista è più che mai quello di non indulgere nella complicazione e di cercare di mettere ordine nel sistema, di tentare di sviluppare in modo conseguente i ragionamenti e, prima di ogni altra cosa, di fare chiarezza quanto meno sui termini utilizzati nelle proposte di riforma, nelle disposizioni normative, nei discorsi propositivi o ricostruttivi e nelle argomentazioni interpretative. Perlomeno è questa la indicazione che penso di poter trarre — spero senza tradirne lo spirito — dall'insegnamento che il Maestro che vogliamo festeggiare ci dà quando scrive: « Non pensiamo forse tutti noi,

in fondo, di sapere perfettamente “cosa è bene e male per il genere umano”? Ed ecco invece la verità, semplice e brutale, ma del tutto ovvia: “È la più mortifera di tutte le illusioni”. Questa conclusione, però, non giustifica anarchia, caos, disimpegno. Pur sapendo che non avremo mai certezza su bene e male, la risposta a “tu cosa fai?” è, semplicemente, “Lavoro”. Impossibile esprimersi con maggiore rispetto e maggiore *understatement* (...). Dobbiamo continuare a cercare una risposta ai nostri problemi, anzi, e questo è il compito (...) che la collettività affida ai giuristi, cercare una risposta ai problemi di ogni uomo che ci sta vicino » (39).

5. Prendiamo allora per iniziare il termine “sostenibilità” e il suo corrispondente *sustainability*, usato nel dibattito internazionale (40) e negli atti delle istituzioni sovranazionali (41).

In generale, l'idea dello sviluppo sostenibile ha da tempo guadagnato la estensione più ampia possibile comprendendo tanto le dimensioni ambientale e sociale quanto quella economica (42). Ma è bene tenere presente che si tratta appunto di diverse “dimensioni”.

Con riguardo alle società e quindi alle relative imprese, la sostenibilità evoca al fondo due diversi significati e due diverse tendenze, le quali — e ciò è quello che più preme sottolineare — non sono necessariamente convergenti. Per un verso, con tale termine si allude alla sostenibilità della impresa nel tempo: alla possibilità, quindi, che essa conservi l'equilibrio finanziario su di un orizzonte temporale (sufficientemente) lungo. È a questa sostenibilità che ci si riferisce quando si parla di sviluppo sostenibile dal punto di vista economico. In questa accezione la sostenibilità è vista nella prospettiva interna dell'impresa e in questo senso ha un significato assai vicino, se non coincidente, con quello di stabilità. E che gli amministratori delle società debbano gestire l'impresa sociale avendo anzitutto riguardo alla sostenibilità intesa in questo senso è abbastanza ovvio (secondo tutti i diritti societari), posto che essi devono quantomeno mirare a conservarne la continuità aziendale. Da noi lo prevede espressamente il nuovo art. 2086, comma 2, cod. civ., dove mi pare che continuità aziendale e crisi della impresa rappresentino due condizioni speculari, tali per cui se c'è la prima non c'è la seconda e viceversa.

Per altro verso, la sostenibilità è vista in una ottica esterna all'impresa. In questo diverso significato è sostenibile l'impresa le cui esternalità non sono tali da pregiudicare (o, meglio, da contribuire a pregiudicare) nell'orizzonte temporale considerato gli assetti naturali, ambientali, climatici, sociali, sanitari, dei diritti civili e via discorrendo. È a questa sostenibilità che ci si riferisce quando si parla di sviluppo sostenibile dal punto di vista ambientale e sociale.

Naturalmente tra le diverse accezioni o dimensioni della sostenibilità vi sono relazioni. Per esempio, per valutare l'equilibrio finanziario dell'impresa nel periodo dato, e dunque per

valutare la sua sostenibilità nella prima accezione, si devono prendere in considerazione i diversi rischi che possono incidere sulla attività dell'impresa e tra questi rientrano senza dubbio quelli relativi al contesto esterno (43). Così la sostenibilità della società che opera nel settore petrolifero va valutata, in un orizzonte temporale non breve, anche alla luce del fatto che il cambiamento climatico possa portare a regimi più restrittivi o addirittura al divieto dell'uso di combustibili fossili; il che, a sua volta, consentirà di valutare più sostenibile — sempre in prospettiva interna — la società che si organizzi anche per operare nel settore delle energie derivanti da fonti rinnovabili e meno sostenibile quella che continui a concentrarsi nella ricerca, raffinazione e commercializzazione dei soli combustibili fossili. In questo caso la ricerca della sostenibilità, diciamo così aziendale, si accompagna alla ricerca della sostenibilità socio-ambientale.

Ma le relazioni non sono soltanto sinergiche. È ben evidente, per fare un altro esempio, che svolgere una certa attività industriale con tutti i più moderni sistemi antinquinamento e con modalità rispettose dell'ambiente assai più costose di quelle usate dai concorrenti e molto più rigorose di quelle imposte da norme imperative certamente riduce (o azzerà) le esternalità negative e rende la impresa sostenibile nella prospettiva ambientale, ma pregiudica la sua sostenibilità economica. Altrettanto è a dirsi se si riservano ai dipendenti trattamenti salariali e di altro tipo che risultino sostenibili per la società intesa come *society (at large)*, ma insostenibili per la società intesa come *corporation*.

In sintesi, è certamente illusorio pensare che l'equilibrio dell'attività imprenditoriale e la protezione di ogni interesse che fa capo direttamente o indirettamente all'impresa (e quindi quelli dei dipendenti, dei fornitori, della comunità locale, della comunità nazionale, dell'orbe terraqueo, ecc.) siano finalità necessariamente coerenti, se non anche coincidenti. La sostenibilità socio-ambientale non va necessariamente insieme con quella economico-finanziaria (44), né per riconciliare le due cose è sufficiente invocare la formula del lungo termine (45). Ma vi è di più perché, come vedremo meglio parlando di fattori “sociali” e fattori “ambientali” compendati nell'acronimo della *ESG* (46), la *social sustainability* può richiedere azioni e imporre scelte che vanno a detrimento della *enviromental sustainability*: si appalesano quindi dicotomie e conflitti anche tra sostenibilità sociale e sostenibilità ambientale.

Insomma, vi saranno molti casi di *sustainabilty* v. *sustainability* e in tali casi si dovrà necessariamente decidere a quale sostenibilità — ambientale, sociale o economica, per limitarci alle tre grandi suddivisioni — “dare ragione” e in quale misura.

6. Un discorso analogo merita il confronto tra sostenibilità e il concetto di, ma meglio dovrei dire la formula *Enviromental, Social and Governance* (in sigla *ESG*), e cioè quel sintagma assai diffuso — a voler usare un *understatement* — per alludere a una attività di investimento

in imprese attente alle implicazioni ambientali, sociali e di buon governo societario (47). In realtà si tratta di un discorso molto breve posto che l'attenzione ai suddetti profili riguarda, in particolare, la sostenibilità dell'investimento alla luce degli appena menzionati aspetti. Anche qui, quindi, non è detto che perseguire nella scelta dell'investimento la sostenibilità socio-ambientale e di *governance* renda l'investimento stesso sostenibile per le stesse ragioni per cui la sostenibilità economico-finanziaria può non andare (*id est*: non va necessariamente) di pari passo con quella socio-ambientale.

Ovviamente, nulla vieta (e anzi probabilmente tutto consiglia anche da un punto di vista civico) di non trascurare i fattori *ESG* nella scelta di come investire il proprio risparmio, di offrire gestioni del risparmio orientate alla cura di tali aspetti e, dal punto di vista imprenditoriale, di considerare le implicazioni *ESG* nella gestione della società (anche per attrarre il *responsible investing*). Ma un conto è tenere in giusto rilievo tali fattori nella valutazione del rapporto tra rischio e rendimento di un investimento e altro conto è semplicisticamente pensare che la ricerca della massima sostenibilità sociale, ambientale e di *governance*, magari su di un orizzonte temporale lungo, finisca per assicurare rendimenti migliori, a prescindere da come si contemperino tali finalità con la redditività della impresa (e quindi dell'investimento relativo). Il tutto senza ancora contare quelle che io vedo come le potenziali intrinseche contraddizioni della formula *ESG*, cui allora mette conto passare, seppure rapidamente, a dire.

7. Si diceva che prefissare obbiettivi di *ESG* (o investire col criterio *ESG*) non significa perseguire finalità necessariamente coerenti; e per di più sotto due differenti piani.

In primo luogo, si deve notare che la formula non è quella della *governance* sociale o ambientale, ma è viceversa — come già detto — della considerazione dei profili ambientali, sociali e di *governance*. Ciò significa che la *governance* è un fattore, per così dire, equiordinato ai primi due e che ad essi si aggiunge. Ma la *governance*, per come normalmente intesa, è l'insieme delle tecniche, dei presidi e dei meccanismi volti a ovviare ai diversi problemi di agenzia (che i rapporti societari fanno inevitabilmente sorgere), riducendone i relativi costi (gli *agency costs*, appunto). In questo senso, una buona *governance*, non fa che migliorare la posizione del socio, in quanto socio, ed è perciò del tutto coerente con la classica concezione contrattualista dell'interesse sociale, ossia con la concezione che riconduce l'interesse della società a quello dei soci. Per usare un'altra formula, mirare alla *governance* nella gestione e nell'investimento in una società non fa che aumentare lo *shareholder value*. Viceversa gli obbiettivi relativi ai profili ambientali e sociali ampliano il novero degli interessi da prendersi in considerazione da parte degli organi sociali e, quindi, presuppongono il perseguimento (anche) dello *stakeholder value*. In sintesi, la *ESG* attiene a tre fattori tra loro disomogenei e incoerenti dal punto di vista della concezione di interesse sociale che presuppongono. Di qui la loro contraddittorietà quantomeno sul piano

concettuale. Per questa ragione nel titolo di questo paragrafo si trova indicata la seguente contrapposizione: *Enviromental and Social* (da un lato) v. *Governance* (dall'altro).

In secondo luogo, anche i due fattori tra loro coerenti in punto di concezione allargata — potremmo dire *multi-stakeholder* — dell'interesse sociale, e cioè quelli ambientali e sociali, possono all'atto pratico entrare in collisione. Il perseguimento di finalità sociali può andare a detrimento degli aspetti ambientali e viceversa. Gli esempi sono sotto gli occhi di tutti: la continuazione della gestione di un sito produttivo che inquina pone a repentaglio l'ambiente e la salute di chi vive in quella zona, ma la chiusura dell'impianto avrà effetti disastrosi sulla occupazione in quella comunità. Ovviamente, si potrebbe pensare di imporre di procedere a tutte le necessarie riconversioni (ammesso che esse siano note allo stato della tecnica di quel momento) per salvare ambiente, salute e occupazione, ma ciò comprometterebbe la continuità aziendale e farebbe entrare in crisi la società: si riproporrebbero ancora una volta le contraddizioni in precedenza illustrate (48).

8. Ma continuiamo nel tentativo di mettere un poco di ordine nelle formule verbali.

Anche *short-term* ha un duplice significato, e, tuttavia, il lemma è spesso usato in modo indifferenziato e non controllato nei discorsi di diritto societario e di *corporate governance* (49). Per un verso, con *short-term* può alludersi semplicemente ad azioni che si esauriscono in un arco temporale breve, ad attività contenute nel tempo; è il contrario di intraprese che necessitano di periodi (più) lunghi per essere sviluppate. Ma, per altro verso, lo stesso termine è usato (50) anche con accezione negativa per descrivere una attività o una condotta che preclude il raggiungimento di risultati migliori sul più lungo periodo o che, sempre nel più lungo periodo, fa sorgere conseguenze dannose e indesiderate (51). Le due accezioni non devono essere confuse e soprattutto non ci si deve fare influenzare dalla esistenza della seconda per porre sotto una luce non favorevole qualsiasi attività imprenditoriale e anche qualsiasi scelta gestoria pensata per esaurirsi nel breve termine.

Si inizi col considerare un dato che mi pare tendenzialmente trascurato nel dibattito, benché mi appaia addirittura banale. Quello per cui la durata della attività di impresa è liberamente determinata dall'imprenditore (52) e che la durata della società è a discrezione stabilita dall'atto costitutivo-statuto della stessa: essa è (e resta) espressione di autonomia statutaria. Insomma, non è vietato costituire società con un termine di durata più o meno breve; termine che in ogni caso i soci possono ma non devono prorogare quando ci si approssimi alla scadenza. Così come è consentito individuare un oggetto sociale suscettibile di essere conseguito in tempi definiti e magari anche contenuti (53). Inoltre, i soci possono a maggioranza anche deliberare in ogni momento l'anticipato scioglimento della società (54). In questo senso, le prospettive e gli orizzonti di breve, medio o lungo periodo si appalesano, anzitutto, come concetti relativi all'orizzonte (breve, medio, lungo o indeterminato) della

durata della società.

Per quanto poi in particolare riguarda gli amministratori, essi svolgono la loro funzione principe di perseguire l'interesse sociale (qualsiasi cosa si voglia intendere con questa formula) nell'orizzonte temporale determinato dalla durata della società. La quale durata, oltre a potere essere breve in ragione della sua originaria determinazione, può esserlo divenuta per il trascorrere del tempo (o per essersi quasi realizzato l'oggetto).

Certo, è vero che le grandissime società azionarie sono normalmente pensate come imprese con oggetti sociali indefiniti o comunque descritti in termini generali tali da non potersi mai dire del tutto conseguiti e, soprattutto, sono pensate in termini di durata lunghi, lunghissimi o con durata addirittura indeterminata (55); di modo che, in tutti questi casi, gli amministratori devono garantire la continuità della società (se vuolsi, la sua stabilità e la sostenibilità della impresa) *in the long term*. Tutto questo è indubbio; e tuttavia resta il fatto che l'orizzonte temporale ultimo (cioè la durata della società) è un elemento dato per gli amministratori, che trascende le loro volontà. Operare su di un orizzonte breve può allora essere una necessità imposta in singole realtà societarie. Così come, più in generale, nel loro sovrano esercizio del *business judgment* imprenditori e amministratori possono scegliere di porre in essere singole attività, singole operazioni e singoli affari che si esauriscano *in the short term*.

Quando si ripete che imprese, società, amministratori (o, al limite, investitori) non devono essere "shortermisti" ci si riferisce necessariamente alla accezione patologica del termine; si intende cioè dire che si devono evitare quei comportamenti inefficienti con cui si mira a ottenere un guadagno immediato a costo di più consistenti perdite nel più lungo periodo. Soffermiamoci allora sulle implicazioni dello *short-termism* inteso in questo secondo significato.

Mi pare anzitutto che sia comunque difficile stabilire se una certa scelta è viziata da questa sorta di miopia, una volta che tale opzione — e mi riferisco qui evidentemente alle scelte gestorie — sia stata adottata in modo diligente e informato; una volta cioè che sia stata assunta nel rispetto della *business judgment rule*. È certamente facile *ex post* asserire che una certa conseguenza dannosa o indesiderata non si sarebbe prodotta se si fossero fatte diverse scelte in passato; ma bisogna ben guardarsi dalla fallacia logica nella ricerca dei rapporti di causa ed effetto di un ragionamento fondato sul *post hoc, ergo propter hoc* (56). E soprattutto attenzione alle disastrose conseguenze che discenderebbero dall'introdurre la possibilità di sindacare la condotta degli amministratori sulla base di valutazioni di merito delle scelte gestorie. Perché, pur usando la maggiore avvedutezza possibile, è una missione veramente impossibile prospettare *ex ante* tutte le possibili conseguenze dannose o fruttuose di una certa scelta gestoria e così porre in essere, tra le infinite possibilità, quella che minimizzando sul lungo termine le conseguenze indesiderate massimizzi al contempo quelle

desiderabili. Più che mai, quindi, si deve ritenere che si applichi nel sindacare la condotta degli amministratori alla luce di ciò che è successo o di ciò che sarebbe potuto altrimenti succedere nel lungo periodo la *business judgment rule*. E questo significa che nel diritto societario (e anche in quello dei mercati di capitali) la nozione di *short-termism*, oltre a rimanere connotata da una certa vaghezza, è comunque destinata ad avere un ben limitato ambito di operatività. In altri termini, se si va al di là della dimensione meramente declamatoria, la formula dello *short-termism* non è granché utile in un discorso volto a valutare le condotte degli amministratori in modo rigoroso; il che finisce per porre in cattiva luce anche la formula opposta: quella del *long-termism*.

Si potrebbe però dire — e si dice comunemente (57) — che gli amministratori proprio per la pressione degli investitori sono spinti a operare scelte che tendono a massimizzare l'attuale valore delle azioni a scapito della crescita nel tempo della famosa *economic pie* prodotta dalla attività di impresa (58). La obiezione mi risulta, tuttavia, incomprensibile. Ed infatti, direi, delle due l'una. O si assume che il mercato sia efficiente, e allora l'azione dovrebbe in ogni momento riflettere il valore attualizzato del rendimento dell'impresa sociale in un orizzonte indefinito (e comunque nel lungo periodo), con la conseguenza che “miopia” e “lungimiranza” sarebbero per ciò stesso, rispettivamente, scontate e apprezzate dal mercato in ogni momento e così da incentivare anche chi investe con logiche puramente finanziarie a preferire le società con progetti imprenditoriali più lungimiranti (59). Ovvero il mercato non è efficiente (come nella realtà inevitabilmente finisce per essere), allora si dovrà tornare a valutare *ex post* le scelte degli amministratori, con quei limiti di un giudizio siffatto di cui ho cercato di dire in precedenza (60) e con la eventualità che anche scelte pensate e presentate come miranti alla creazione del valore *in the long-term* possono portare a risultati (economici e non solo economici) negativi (e cioè a distruzione di ricchezza e di altri valori), come cercherò ora di accennare nel paragrafo seguente.

9. Il discorso sin qui condotto ha sollevato più di qualche sospetto sulle virtù salvifiche del “longtermismo” (61). E tuttavia ciò non è di per sé sufficiente a superarne il fascino che promanano le cose in gran voga.

Anzitutto anche *long-termism* può voler dire molte cose e questo anche a prescindere dalle sue suggestioni più o meno positive (62).

Può suggerire una prospettiva di lungo periodo in capo a chi gestisce l'impresa sociale; ma può anche riguardare l'atteggiamento dei soci (e cioè degli investitori) (63). Le scelte di questi secondi, naturalmente possono influenzare la condotta dei primi. Ma è anche vero il contrario e, comunque, resta il fatto che si deve comunque, nel parlare di longtermismo distinguere se ci si riferisce ai gestori, ai soci o a entrambi.

Per quanto poi attiene agli investitori, anche qui, non si devono confondere due concetti: quello del lungo periodo come possibile orizzonte temporale presupposto ad un certo investimento e quello dell'effettivo periodo in cui si partecipa e “si rimane investiti” in una certa società. Ci sono investitori che, in alcuni casi istituzionalmente, operano scelte di investimento di lungo periodo e, viceversa, ci sono investitori che operano sempre e comunque sul breve o brevissimo periodo (64). Ma nulla vieta che anche i primi — e, dunque, gli investitori *long-term* — possano disinvestire dopo un breve periodo, proprio alla luce di scenari e informazioni di lungo periodo (65), così “apprezzando” e facendo emergere esternalità negative. Ci sono, d'altra parte, investitori che sono indotti a restare in società da vincoli, quale il dover investire replicando la composizione di certi indici, o da incentivi, quali possono essere le maggiorazioni del dividendo (o del voto) o altri *loyalty schemes*, che nulla hanno a che fare con la valorizzazione di una gestione sociale sul lungo periodo. Si torna così a dimostrare che l'atteggiamento e le scelte dei soci, di lungo o di breve periodo che siano, non sono in quanto tali benefiche per una gestione priva di costi di agenzia o di esternalità (negative). Vi possono essere soci che rimanendo investiti sul breve periodo (e proprio perché disinvestono dopo un breve periodo) contribuiscono a migliorare la *governance* della società e a contenerne le esternalità negative (così come — d'altra parte e nessuno lo nega — possono esservi investitori di breve periodo che producono gli opposti effetti (66)). E possono esservi soci di lungo periodo che aumentano i costi di agenzia e le esternalità negative (e, naturalmente, viceversa).

La impressione è dunque che solo in parte — e, mi verrebbe da azzardare, in piccola parte — i problemi che si vorrebbe risolvere invocando la cura dell'interesse sociale sul lungo periodo dipendono da una visione distorta dell'orizzonte temporale. Problemi di agenzia ed esternalità negative non paiono essere conseguenza necessaria dello shortermismo. Sicuramente non lo sono i costi di agenzia che gli amministratori scaricano sui soci: in questo caso, anzi, un mercato dei controlli efficiente e soci con orizzonti di investimento di breve periodo costituiscono deterrente (forse non decisivo, ma sicuramente non disutile) al proliferare di tale inconveniente. Un po' di sano shortermismo tra gli investitori può poi giovare a contenere i costi di agenzia che un socio di maggioranza finisce inevitabilmente in qualche misura per generare a danno della intera (restante) compagine sociale. In ciò consiste la ragione per la quale predicare come valore in sé il *long-termism* da perseguire sempre e comunque (e condannare lo *short-termism* in quanto tale) non ha, a mio parere, senso.

Ovviamente, e passo dal piano dei soci a quello degli amministratori, non voglio dire che questi secondi non debbano agire comunque con lungimiranza, né si può negare che molti siano i casi di gestione miope delle imprese (67). Ciò che desidero limitarmi ad osservare — ma dovrei dire ricordare, dato che il punto è indagato in letteratura — è che manca la dimostrazione per cui il longtermismo è necessariamente buono (68) e, al contrario, lo shortermismo sia sempre e necessariamente dannoso.

Già dal punto di vista generale, mi sembra evidente che se gli amministratori sono soggetti a errori dipendenti dalla loro “miopia” è altrettanto possibile che commettano errori di segno opposto (che non so se si possono definire dovuti a “ipermetropia” (69)). Non è, in altre parole, possibile escludere che si sovrastimino i benefici di lungo periodo (e se ne sottostimino i costi) e si sottostimino quelli di breve (o se ne sovrastimino i costi) (70). E questo — lo si noti — tanto nell'interesse dei soci (71) quanto nell'interesse degli altri possibili portatori di interessi, e quindi anche ai fini della tutela degli interessi collettivi, comuni o generali (nella misura in cui gli amministratori debbano, possano e vogliano farsene carico).

Errori di questo tipo, cioè di ipermetropia, possono essere dovuti (come gli studi di economia comportamentale suggeriscono) e sono in effetti dovuti (come quelli empirici testimoniano) all'eccesso di fiducia (*overconfidence*) nelle proprie scelte, nelle proprie strategie e, in definitiva, in se stessi (72). Un eccesso di fiducia che tende ad accentuarsi tra capi azienda e amministratori esecutivi, col concorrere di fattori quali la sopravvalutazione delle proprie capacità, la illusione del controllo, la ostinazione nel perseguire i propri progetti, la carenza di riscontri chiari e tempestivi o la mancanza di sufficienti dati di raffronto. Gli amministratori, in definitiva, non risentono solo della (sempre lamentata in letteratura) *short-term pressure* degli investitori (di un certo tipo) o del mercato ma anche di vari *long-term bias* (73). E d'altra parte è stato da tempo rilevato come l'atteggiamento di amministratori e *managers* (così come quello dei soci-imprenditori o di controllo) possa essere distorto, oltre che dalle eventuali deviazioni cognitive di ciascuno, dall'eccesso di ottimismo che normalmente connota un imprenditore (e non invece un investitore) (74).

Limitandosi a un esempio estremo, ma non certo di scuola, si consideri l'ipotesi di una industria che abbia un impatto negativo sull'ambiente e sul riscaldamento globale: non è lungimirante pensare ad una sua gestione *in the long run*; non è sostenibile per l'ambiente continuare a reinvestire in essa buon parte degli utili prodotti (magari per ampliarne l'attività, per ricercare nuovi giacimenti di combustibili fossili, per prolungarne la vita utile, ecc.); e neppure pare che sia conveniente sul lungo periodo per gli investitori, il cui interesse sarebbe meglio soddisfatto (e senza esternalità negative) con generosi *pay-outs*; insomma in questo caso una gestione orientata al breve periodo sarebbe sicuramente più *sustainable* per tutti o comunque per buona parte delle *constituencies* (75). Un altro esempio: una società che rimane su un orizzonte di lungo periodo ancorata all'uso di vecchie e superate tecnologie genera maggiori esternalità negative, di quanto non farebbe se il suo orizzonte temporale fosse di breve periodo (76). Inoltre, soprattutto in un mercato finanziario connotato — come tipicamente è quello attuale — da bassissimi tassi di interesse è molto più facile indulgere in gestioni miopi (e cioè inefficienti) di lungo o lunghissimo periodo, posto che per le società è comunque facile e (oggi particolarmente) economico finanziarsi con capitale di credito: anche in questa prospettiva non si può certo escludere che consistenti *pay-outs* siano funzionali a

ridurre le esternalità negative e che quindi ben possano rappresentare un fattore di ausilio al raggiungimento della sostenibilità, per esempio, ambientale. Ciò quantomeno se il mercato sia poi in grado di reindirizzare la ricchezza distribuita verso allocazioni più efficienti. Il che ci riporta al ruolo del mercato: all'elemento, dunque, che era stato visto come dirimente da Ascarelli.

10. Rispetto a discorsi così generici ci si potrebbe chiedere se qualche elemento di giudizio meno vago, nel confronto tra *long-termism* e *shorttermism*, emergerebbe se si individuassero indicatori più precisi per questi due atteggiamenti; indicatori su cui fondare accurate analisi empiriche (77). Il che naturalmente presupporrebbe stabilire un confine preciso tra un orizzonte di breve e uno di lungo periodo; ma dubito che anche su tale questione preliminare si possa raggiungere un qualche consenso in termini generali: è sufficiente, per esempio, superare la soglia dei tre anni per aversi una prospettiva *long-term*? Tre anni sono da molta letteratura economica (78) assunti come la soglia oltre la quale un investimento può essere considerato di lungo periodo; e negli Stati Uniti un investimento deve essere mantenuto per almeno un anno per essere considerato *long-term* per godere di una aliquota agevolata nella tassazione dell'eventuale *capital gain*. Ma un conto è ragionare di un investimento non *short-term* e altro conto è immaginare di raggiungere risultati a tutela di interessi ambientali o generali in quello stesso orizzonte temporale di tre anni (o addirittura di un anno).

Comunque sia, per quanto riguarda invece gli indicatori, essi sono spesso ricercati, nella letteratura internazionale, nel rapporto tra somme distribuite a titolo di dividendi e riacquisto di azioni proprie rispetto agli utili realizzati (il c.d. *payout rate*) e nelle percentuali di investimenti in ricerca e sviluppo e di spese per immobilizzazioni operative. Ovviamente si tratta di indicatori la cui omogeneità (e, conseguentemente, la cui utilizzabilità) varia al variare dell'ordinamento che di volta in volta viene in rilievo riguardo alle singole realtà societarie; e questo perché le scelte che vi stanno alla base non sempre sono prese dagli amministratori o solo dagli amministratori: così, per esempio, è chiaro che giudicare la propensione degli amministratori verso politiche di lungo periodo sulla base del *payout rate* è di per sé non corretto là dove la competenza a decidere sulla destinazione del risultato di esercizio sia competenza dell'assemblea dei soci.

In ogni caso anche con riferimento a questi profili ritornano di attualità le differenti considerazioni di Asquini e Ascarelli da cui avevamo preso le mosse. Per esempio, verrebbe da chiedersi se sia più accurato misurare la propensione verso politiche di breve periodo attraverso la misura del *gross payout* o non piuttosto attraverso il valore del *net payout*, cioè della somma algebrica tra quanto è stato distribuito (o restituito) agli azionisti e quanto è stato poi reinvestito nella società da quegli stessi o da altri azionisti. Forse Asquini risponderebbe nel primo senso; Ascarelli sicuramente nel secondo. Ad ogni modo, non pare corretto ignorare completamente che il mercato primario dei capitali esiste. Negli ultimi trent'anni le

società quotate dell'Unione Europea hanno emesso partecipazioni azionarie per 2500 miliardi di euro (79); un consistente flusso di danaro che è tornato nelle casse della società per essere reinvestito. E, d'altra parte, tra le principali ragioni che rendono un emittente attraente per gli investitori vi è certamente la sua politica di distribuzione del dividendo: una qualche forma di remunerazione dell'investimento è infatti attesa, prima o poi, da qualsiasi tipo di investitore.

Ma allora il punto resta chi deve decidere da chi quelle risorse finanziarie debbano essere investite e se sia più efficiente che a deciderlo siano le società che quelle ricchezze hanno prodotto, e allora per esse o i soci o gli amministratori (80) (ciascuno in proporzione degli utili della propria società, evidentemente), o il mercato (81).

In un recente studio si è, per esempio, avanzata la fondata ipotesi che il mercato statunitense offra così abbondante finanziamento per le *start-up* anche e soprattutto perché le società che gestiscono attività "mature" distribuiscono generosi *payouts* agli investitori, i quali, quindi, sono in grado di reinvestire nei settori più innovativi (82). Sarebbe, in questo senso, un indizio della efficienza allocativa del mercato. Ma ciò che a me pare meritevole di valutazione è, prima ancora del profilo legato al più efficiente meccanismo allocativo del risparmio, il valore per così dire politico della scelta. Si tratta, in altri termini, di stabilire preliminarmente a che livello sia desiderabile che siano assunte le decisioni, non solo economiche ma anche politiche, sottese e connesse alle scelte di allocazione della ricchezza generata o generabile dalle imprese.

Se le risorse finanziarie sono, come sono, un bene scarso, chi deve deciderne la destinazione? Ammesso e non concesso che anche i privati possano o debbano farsi carico di curare interessi comuni e quindi perseguire finalità altruistiche (accanto e anche se del caso a scapito a quelle egoistiche), a quale livello è bene che sia determinata quale destinazione sociale o ambientale (tra le infinite possibili) in concreto perseguire? Il banchiere rinascimentale assommava nella sua persona i ruoli di finanziatore della attività imprenditoriale (propria e altrui), di gestore della sua stessa impresa e di mecenate: era però nella sostanza quello che noi chiameremmo una impresa individuale (o familiare). Ma, di fronte alla impresa azionaria, è evidente che si ponga un problema di stabilire chi debba scegliere quanta e quale sostenibilità perseguire: i soci o gli amministratori? (ovvero, al limite, anche altri *stakeholders* che possano essere rappresentati nella organizzazione sociale?). Così come è evidente la valenza politica di una simile decisione, soprattutto nel momento in cui non si tratti più solo di una scelta di efficienza economica, ma anche di interessi e valori da tutelare e perseguire (non solo allocativa, quindi, ma anche distributiva).

Il discorso sarebbe molto lungo e per larghi tratti al di sopra delle mie capacità e competenze, anche perché involge profili relativi al problema della legittimazione democratica ad assumere

scelte che coinvolgono — in ipotesi — valori e interessi generali, comuni, collettivi e in sostanza pubblici (83); problemi, quindi, di rappresentanza e rappresentatività politica (84). Il che dimostra ancora una volta (se ve ne fosse bisogno), anche da questo angolo visuale, la delicatezza di adottare soluzioni che pretendano di affidare il perseguimento e la tutela di interessi sociali e ambientali essenzialmente a meccanismi di diritto societario. E contribuisce a spiegare perché si riproponga in modo sempre più insistente, anche attraverso una varietà di proposte *de lege ferenda*, il valore se non anche il requisito della *diversity* nella composizione dei consigli di amministrazione: un modo (per vero alquanto imperfetto e opinabile) per fornire rappresentatività e legittimazione politica all'organo amministrativo, una volta che gli sia fatto carico di contemperare diversi interessi generali (85).

Qui vorrei limitarmi a evidenziare quello che a me pare un elemento di ulteriore complessità proprio dell'attuale momento storico: si deve infatti tenere presente come, in una realtà in cui una parte significativa degli investitori è rappresentata da investitori istituzionali o direttamente da istituzioni che hanno bisogno di ritrarre dall'investimento i mezzi per perseguire le loro finalità tipicamente di interesse generale, collettivo, sociale, ambientale e via dicendo (si pensi solo per fare alcuni esempi ai fondi pensione, ai fondi sovrani, alle fondazioni, alle associazioni, agli enti pubblici esponenziali ad iniziare dagli Stati azionisti, ecc.), spostare al livello degli amministratori della società in cui si investe il compito di perseguire interessi generali, collettivi, sociali e ambientali significa svuotare di contenuto e di mezzi e mettere in discussione la stessa capacità di perseguire i fini del medesimo ordine da parte dei soci investitori istituzionali.

11. Il che consente di accennare a un altro luogo comune: quello per cui vi sarebbe corrispondenza tra perseguimento degli interessi sociali e ambientali, da un lato, e politiche gestorie di lungo termine, dall'altro. Questo assunto è, per esempio, alla base delle iniziative delle istituzioni europee alle quali si è accennato e su di esso si fonda il pure citato — e a ragione criticato — studio (*so to speak*) di Ernst & Young (86).

Ma in realtà non c'è necessaria correlazione (e tantomeno equivalenza) tra *long-termism* e cura degli interessi dei (diversi possibili) *stakeholders*. Massimizzare il valore sul lungo periodo della società non comporta necessariamente massimizzare o comunque creare valore per gli *stakeholders*. Il fatto è che anche gli interessi di costoro si soddisfano essenzialmente facendo uscire danari dalla società (così come gli interessi degli *shareholders* si soddisfano, altrettanto essenzialmente, remunerando il loro investimento con i *pay-outs*): gli interessi *social* dei lavoratori si soddisfano aumentando i loro salari; gli interessi *environmental* della terra si soddisfano spendendo per inquinare di meno; e via scorrendo.

È quindi chiaro che anche le assonanze tra *short-termism* e *shareholderism*, da un lato, e tra *long-termism* e *stakeholderism*, dall'altro, sono decettive (87).

12. Ma è il momento di tirare le fila dell'analisi delle formule sin qui passate in rassegna.

Il successo è un po' come il potere (se inteso secondo la visione accreditata da chi ne ha avuto diretta esperienza): logora chi non ce l'ha, ma è sempre sostenibile per chi ce l'ha. Dunque, normalmente sono gli insuccessi e non i successi a essere insostenibili. Ma al successo di uno corrispondono o possono corrispondere gli insuccessi degli altri. Stando così le cose, la formula del successo sostenibile promossa dal Codice di *corporate governance* mi pare potersi tradurre nell'invito — senz'altro di buon senso (88) — a non stravincere, ma limitarsi a vincere. Il che appare una tattica condivisibile soprattutto se il campionato è ancora lungo (e, soprattutto, se non si vuole uccidere il campionato prima della sua fine). Il che però non sempre è: come si è ricordato, ci sono società che si iscrivono a gare singole o a competizioni molto brevi (scegliendo un termine di durata prossimo), e ci sono società che giocano un campionato che è iniziato molti anni fa, ma che ormai sta finendo (da noi normalmente per decorso del termine di durata, ma anche per con seguito dell'oggetto sociale o per sopravvenuta impossibilità di conseguirlo: art. 2484, comma 1, nn. 1 e 2, cod. civ.).

Resta il fatto che il Codice di *corporate governance*, parlando di successo sostenibile e di sostenibilità della impresa societaria, sembra ancora utilizzare il termine nell'accezione interna di sostenibilità economico-finanziaria, mentre i più gravi problemi di tenuta della stessa continuità aziendale si pongono quando si vorrebbe, al contempo e necessariamente, perseguire sostenibilità sociale e sostenibilità ambientale (senza, appunto, rinunciare alla sostenibilità della impresa... in sé). Ed in questo senso che si parla, più contraddittoriamente e in modo più preoccupante, di *sustainable corporate governance* (per esempio da parte di Commissione e Parlamento europei): in modo più preoccupante perché, utilizzando una formula che è imprecisa, vaga e retorica, non ci si avvicina alla soluzione dei problemi, che invece sono reali, seri e talora anche allarmanti; e anzi si distoglie l'attenzione dalla ricerca di quelli che invece potrebbero essere strumenti normativi utili a raggiungere i risultati desiderati.

Inoltre non mi pare da trascurare un ulteriore costo di tutte queste vaghe formule. Se per un verso si deve riconoscere che quando contenuto in precisi limiti il ricorso alle stesse si traduca in innocuo *verbiage* o addirittura in un utile strumento per restituire consapevolezza che un certo qual ambito di discrezionalità in capo agli amministratori sia ineliminabile e anzi necessario (89); per altro verso i troppo generici richiami alla sostenibilità che in sé contiene disparati valori, così come la invocazione della tutela di troppo diversificate categorie di interessi (*stakeholderism*) che gli amministratori dovrebbero tenere in conto, rischia di ampliare i loro poteri discrezionali in misura tale che ogni loro scelta finirà per essere giustificata (appunto in virtù dell'esigenza di conciliare interessi diversi e contrastanti), donde

l'ingigantirsi dei problemi di agenzia e dei relativi costi (90). Il problema che si paventa, in altre parole, è quello di estendere a dismisura l'ambito di applicazione della (pur sacrosanta) *business judgment rule*, o, meglio, aggiungere al *business judgment* un *benefit judgment* (91), dai confini per certi versi ancora più vasti, elastici e indefiniti. Altri direbbe *accountability to everyone means accountability to no one* (92).

Analoghe considerazioni possono poi farsi per la coppia *short-termism* e *long-termism* (93). *Long-term* e *short-term* sono modi speculari per descrivere atteggiamenti e propensioni correlate a un orizzonte temporale. In questo senso hanno molto in comune, a cominciare dalle loro molteplici anfibologie. Entrambe le espressioni possono riferirsi alla visione dei soci o degli amministratori; e le due prospettive, benché in parte collegate, non vanno confuse. Entrambe le espressioni possono essere usate in modo neutro o possono caricarsi di valori, in entrambi i casi tanto positivi quanto negativi (anche se nell'attuale momento si tende a vedere nel *long-term* solo valori positivi e nel suo opposto unicamente connotazioni negative). In realtà, non tutto ciò che viene pensato su di un orizzonte temporale di lungo periodo è necessariamente buono e non è neppure vero, a ben vedere, che tutto ciò che è programmato su di un orizzonte temporale di breve periodo sia per ciò stesso cattivo. Questo vale per le singole operazioni gestorie, per i piani industriali e per gli stessi orizzonti di investimento dei soci.

E lo stesso direi che valga sia che l'orizzonte temporale venga in rilievo per programmare il perseguimento di un interesse sociale contrattuale (uno *shareholder value*) sia che si intenda considerare un interesse sociale più istituzionale (uno *stakeholder value*). Nella prima prospettiva, è ovvio che la tendenza a concentrarsi sui guadagni di lungo periodo è cosa ottima, ma lo è se intanto si fa anche un qualche guadagno nel breve o quantomeno nel medio periodo: perché questi secondi possono servire a tenere in vita l'impresa fino a quando non arrivino i guadagni di lungo o lunghissimo periodo. In termini meno rozzi, ricordo che è stato dimostrato (94) che, poiché il *long-term value* spesso discende dal perseguire quello di breve, gli stessi investitori che spingono per politiche più *short-term* possono contribuire (magari non intenzionalmente) al successo di lungo periodo della società, e cioè al suo successo sostenibile. Nella seconda prospettiva, basta constatare che un rapido abbandono di una attività di impresa con esternalità fortemente negative è un fatto sicuramente positivo, mentre una sua gestione sul lungo periodo è altrettanto certamente negativa.

Dal che si può ulteriormente trarre la conseguenza che non vi è alcun necessario rapporto (e tanto più sono sbagliate le equivalenze, pur comunemente spesso suggerite) tra *short-termism* e *shareholderism*, da un lato, e tra *long-termism* e *stakeholderism*, dall'altro. Massimizzare il valore sul lungo periodo non significa affatto necessariamente massimizzare il valore per gli *stakeholders*; per perseguire gli interessi di costoro, infatti, bisogna pur fare un po' di *shorttermism for stakeholderism*.

In definitiva, quando si ragiona dell'orizzonte temporale sul quale trapiantare scelte relative alla gestione della impresa sociale, non pare che ci sia un valore assoluto giusto in sé. Ed è probabilmente sensato pensare che sia bene che istanze di breve e di lungo periodo concorrano, contemperandosi tra loro (95). Quelle di lungo periodo sono necessarie a equilibrare le storture di quelle di breve e viceversa: è opportuno che i due atteggiamenti convivano perché possa attingersi un qualche equilibrio (96). Come è stato suggestivamente suggerito, in questa prospettiva « long-termism may be the yin to short-termism's yang » (97). Peraltro, come è stato messo in evidenza (98), più sono grandi i problemi con i quali ci si deve confrontare maggiori sono le incertezze, e tanto maggiori sono le incertezze quanto è più naturale che le aspettative verso il futuro inducano a scontare i possibili rendimenti futuri di ogni investimento più di quanto non accadrebbe con scenari meno incerti: in questo senso lo shortermismo non è tanto causa dei problemi che si vorrebbero ovviare, ma semmai la conseguenza.

Quello che resta un punto centrale, così come era nel confronto tra le posizioni dei nostri grandi maestri, è a quale livello debba collocarsi la competenza a decidere: a decidere su quale orizzonte temporale programmare le attività e trapiantare il raggiungimento dei risultati, su quanto quindi mantenere investito in quella impresa e quanta ricchezza prodotta distribuire, ma ancor prima quanto della ricchezza a disposizione impiegare pensando alla redditività dell'investimento e quanto al perseguimento di altri interessi (99) (nella misura che si ritenga che gli stessi debbano o possano essere presi in considerazione per allineare l'azione della società alle varie esigenze di sostenibilità).

Chi può decidere tutto questo? Chi è meglio che lo decida? Il dibattito è aperto. Non azzardo risposte, ma mi limito ad avanzare la impressione che per fornirle non è utile, a mio avviso, la ricetta del long-termismo. Il *long-term... an sich* non vuole dire nulla. Mentre forse non è male tenere sempre a mente i limiti intrinseci di affidarsi, per tutelare ciò che a tutti preme sia difeso sul lungo periodo, alle stesse società (100) e a quelle che vi investono per gestire il risparmio altrui (101).

Mi verrebbe da dire, *corporations may talk the talk of sustainability and longtermism, but they are walking a different walk*. E poi le società (e anche quelle di gestione del risparmio) più crescono più sviluppano una loro forza gravitazionale che le rende delle sorte di buchi neri che non solo distorcono il funzionamento dei mercati ma finiscono per incidere in modo autoreferenziale anche sugli assetti della società (in senso lato). Questo fu sempre chiarissimo ad Ascarelli; ed era anche per questo motivo che un uomo come lui, pur costantemente proteso al progresso e al miglioramento della società (102), rimase rigorosamente lontano « da ogni concezione istituzionalistica o funzionalistica dell'impresa e della società », rifuggendo da idee che pure erano e — come abbiamo visto — sono tutt'oggi

presentate « nel segno del progresso delle conquiste sociali » (103). Per questo motivo Ascarelli rimase sempre fedele, come è noto, a una concezione prettamente contrattualistica della società e del suo interesse; e per questo stesso motivo — azzardo con metodo antistorico, di cui faccio io stesso ammenda, e che uso solo per chiudere ritornando là da dove ero partito — non avrebbe avuto in alcuna simpatia stakeholderismi e longtermismi.

* * *

Caro Vincenzo,

come ci hai ricordato nei Tuoi studi di taglio più generale, i problemi che la realtà contemporanea ci pone di fronte sono straordinari per portata, numerosità e complessità (104). In tutta la storia dell'umanità non ci sono mai stati tanti esseri umani quanti ne convivono (faticosamente) oggi sulla terra; il che naturalmente rappresenta una sfida anche per il diritto chiamato a comporre i conflitti tra tutti questi consociati, che affollano nello stesso momento il pianeta, e tra tutti gli interessi che ad essi direttamente e indirettamente (e quindi alle loro formazioni intermedie) fanno capo. Ma più sono complesse le questioni che siamo chiamati ad affrontare (105), più analitici devono essere i concetti e più precisi gli strumenti che si usano. Più grandi sono i problemi, più è pericoloso e dannoso pensare di fronteggiarli con formule vaghe, con artifici retorici, con semplice *verbiage*. Se la politica mostra da questo punto di vista crescenti dosi di irresponsabilità (e se le derive populistiche in questo senso non aiutano) (106), i giuristi, gli economisti e in genere gli studiosi dovrebbero moltiplicare i loro sforzi perché discorsi, concetti e formule siano quanto più possibile non equivoci.

Le parole sono importanti; anche per il diritto. Nel diritto lo sono perché in quella dimensione le cose dovrebbero essere conseguenti alle parole, dal momento che è per mezzo di parole che si stabilisce quale regola applicare a una certa situazione di fatto: le fattispecie normative sono fatte di parole ed è con parole che si indica quale ne sia la conseguente disciplina. Ma per quanto importanti (e proprio perché rilevanti nei termini appena richiamati) le parole non fanno miracoli. L'antico monito ascarelliano (107) di diffidare della magia delle parole non è mai stato — mi pare — così attuale. Non esaltiamo quindi le virtù salvifiche del *long-termism*.

Soprattutto se ci stanno veramente a cuore i problemi che al fondo si vorrebbe risolvere invocandolo.

Note:

(*) Lo studio riproduce, con marginali adattamenti, quello destinato agli Scritti in onore di Vincenzo Di Cataldo.

(1) Scritti giuridici in memoria di Filippo Vassalli, vol. I, Torino, 1960, rispettivamente a 107 ss. e 119 ss.

(2) Per esempio, a proposito della forza evocativa de I battelli del Reno (che M. Ventoruzzo, Richiamo e difese delle radici istituzionali dell'impresa nel codice civile italiano, in Gli imprenditori, a cura di L. Paoluzzi - M. Sylos Labini - F. Traù, Venezia, 2016, 88 ss., a 109, ha definito « uno dei più celebri scritti della dottrina commercialistica italiana del secondo dopoguerra », ricordando come addirittura esista una rivista on-line di diritto ed economia dell'impresa intitolata proprio I battelli del Reno, disponibile all'indirizzo <http://www.ibattellidelreno.it/>), cfr. F. d'Alessandro, Il diritto delle società dai battelli del Reno alle navi vichinghe”, in Foro it., 1988, V, 48 ss., e poi in Scritti di Floriano d'Alessandro, tomo I, Milano, 1997, 477 ss.

(3) Cfr. ovviamente G. Rossi, Utile di bilancio riserve e dividendo, Milano, 1957, e D. Pettiti, Contributo allo studio del diritto dell'azionista al dividendo, Milano, 1957, sui quali sono ancora interessanti le recensioni di G. Auletta e F. Galgano rispettivamente in Riv. trim. proc. civ., 1959, 599 ss. e in Riv. dir. civ., 1959, I, 358. Ed incidentalmente rilevo che è effettivamente sorprendente (e forse anche paradossale) che mentre Guido Rossi — « uno scrittore che dagli Stati Uniti, negli anni successivi, avrebbe importato la regola della trasparenza: diventata, poi, il suo cavallo di battaglia ed una regola di vita » (sono parole di G.B. Portale, Giovanni E. Colombo: dieci anni dopo, in Patrimonio sociale e governo dell'impresa, a cura di G.A. Rescio - M. Speranzin, Torino, 2020, 431 ss., a 432, al quale si deve l'osservazione della singolarità che vengo sottolineando) — è chiaramente intriso di istituzionalismo (per giungere a consentire il più ampio possibile ricorso all'autofinanziamento delle società Rossi legittimava la pratica delle riserve occulte e trascurava i rischi che esse comportavano per la posizione dei soci e soprattutto per la integrità del mercato; il che peraltro era in linea con la giurisprudenza di allora e cfr. nt. s.), Domenico Pettiti, allievo dell'istituzionalista Asquini, è invece su posizioni spintamente contrattualiste (onde riconoscere un diritto dell'azionista al dividendo). D'altra parte, mi pare di grande suggestione — a riprova della affinità delle posizioni istituzionaliste di Guido Rossi e Asquini — la dedica del secondo al primo proprio sull'estratto de I battelli del Reno: cfr. fig. 1. Sullo stesso aspetto si vedano, in quel torno di tempo, anche G.E. Colombo, Riserve facoltative e riserve occulte nel bilancio delle società per azioni, in Riv. dir. comm., 1960, I, 176 ss., spec. 180 ss., e il cenno di E. Simonetto, Dividendi e acconti dividendo nelle società per azioni, Padova, 1963, 213 s. Ma soprattutto si rilegga un altro prodigioso studio in onore: G. Ferri, Diritto agli utili e diritto al dividendo, in Studi in onore di Alberto Asquini, vol. I, Padova, 1965, 465 ss. (ma già in Riv. dir. comm., 1963, I, 405 ss. e poi in Scritti giuridici, vol. III, tomo I, Napoli, 1990, 633 ss.), le cui pagine lasciano ancora (ma forse dovrei dire più che mai) oggi ammirati per la chiarezza del dettato, il rigore del ragionamento, il dominio del sistema, la concisione dello sviluppo e, più di ogni altra cosa, per l'eleganza con la quale si occultano le difficoltà, che pur si sono dovute superare per rendere così semplici e lineari, a beneficio del lettore, le soluzioni proposte. Poco dopo P.G. Jaeger, L'interesse sociale, Milano, 1964, spec. 202 ss., affrontava la questione del conflitto tra diverse visioni dell'interesse sociale, da perseguirsi sul lungo termine ovvero sul breve termine, affidandone ai soci la composizione attraverso lo strumento

della deliberazione assembleare che determini se e quanta parte degli utili distribuire (così evidentemente privilegiando prospettive di breve periodo) e se e quanta parte accantonare a riserva e reinvestire nella impresa (così assecondando la prospettiva di più lungo periodo). È questa in effetti la soluzione tutt'ora ricevuta per il nostro diritto: cfr. F. Galgano, voce Società in generale: c) diritto privato dell'Enc. del dir., vol. XLII, Milano, 1990, 865, ss., a 877; C. Angelici, Divagazioni sulla "responsabilità sociale" d'impresa, in questa Rivista, 2018, 3 ss., a 12 s. Nello stesso senso la giurisprudenza: si vedano, per esempio, Cass., 18 marzo 1986, n. 1839, in Foro it., 1987, I, 1232 ss., e Cass., 11 marzo 1993, n. 2959, in Società, 1993, 1202.

(4) Naturalmente, si trattava di un contesto — è appena il caso di aggiungerlo — sotto più riguardi molto diverso dall'attuale. Un contesto in cui ancora si discuteva in dottrina della liceità delle riserve occulte e sulla opportunità della loro formazione per assicurare la conservazione, il consolidamento o l'autofinanziamento della impresa sociale (e per una accurata ricostruzione dello stato del dibattito al riguardo cfr G.E. Colombo (nt. 3), 212 ss.). Mentre la giurisprudenza di legittimità era pressoché univocamente a favore della liceità di tale prassi, quantomeno quando tali riserve erano state costituite « entro il limite di prudenza » (Cass., 24 giugno 1937, n. 2072, in Foro it., 1938, I, 33 ss.; Cass., 29 luglio 1938, n. 3046, ivi, 1939, I, 255 ss.; Cass., 8 giugno 1943, n. 1415, ivi, 1943, I, 904 ss.). Un contesto in cui « il capitale sociale godeva di ottima salute (...), le distribuzioni ai soci (...) venivano effettuate sulla base di bilanci improntati al criterio di valutazione prudenziale del costo storico, il limite all'emissione delle obbligazioni (...) era costituito (...) dal capitale versato ed esistente » (così R. Sacchi, L'interesse sociale nelle operazioni straordinarie, in Aa.Vv., L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger, Milano, 2010, 134 ss., a 147).

(5) A. Asquini (nt. 1), 123 s.

(6) A. Asquini (nt. 1), 125.

(7) T. Ascarelli, Tipologia delle società per azioni e disciplina giuridica, in questa Rivista, 1959, 995 ss., a 1007, anche in risposta ad Alberto Asquini i cui battelli del Reno erano stati anticipati (prima di confluire negli Scritti giuridici in memoria di Filippo Vassalli) in questa Rivista, 1959, 617 ss.

(8) Così già T. Ascarelli, La riforma delle società per azioni. La legislazione anticonsortile e lo strumento fiscale, in L. Piccardi - T. Ascarelli - U. La Malfa - E. Rossi, La lotta contro i monopoli, a cura di E. Scalfari, Bari, 1955, 103 ss., a 122 s.; Id., Disciplina delle società per azioni e legge antimonopolistica, in (Riv. trim. dir. proc. civ., 1955, 273 ss., e poi in) Problemi giuridici, tomo II, Milano, 1959, 879 ss., a 916 ss.; e Id., I problemi delle società anonime per azioni, in questa Rivista, 1956, 3 ss., a 30 s. Per Ascarelli, l'alternativa alla distribuzione dell'utile sarebbe potuta legittimamente essere il corrispondente aumento di capitale perché esso sarebbe avvenuto in modo formale: avrebbe cioè consentito di fare emergere i valori imputati a capitale; avrebbe permesso a tutti i soci di smobilizzare le azioni di nuova emissione (o parte delle vecchie il cui valore nominale fosse stato incrementato a seguito dell'aumento); e, soprattutto, avrebbe impedito la pratica delle riserve occulte, cioè di quegli

artifici contabili cui nella pratica si faceva largo ricorso per non far emergere l'utile di esercizio e quindi per nascondere i valori potenzialmente destinati ad essere distribuiti come dividendi o, appunto, « passati a capitale ».

(9) Paradigmaticamente ciò avviene nei diritti societari dei vari Stati Uniti d'America; e al riguardo cfr., da ultimo, la stimolante rilettura e messa a fuoco in chiave comparatistica del caso Dodge v. Ford Motor Co. (170 N.W. 668 (Mich. 1919)), in occasione del centenario di tale “iconica” decisione, in C. Angelici, “Potere” e “interessi” nella grande impresa azionaria; a proposito di un libro di Umberto Tombari, in questa Rivista, 2020, 4 ss., a 11 s.

(10) Sistemi come quello del diritto azionario tedesco cercano, poi, di valorizzare anche dal punto di vista della specifica soluzione normativa tanto la dimensione di diritto dei soci quanto quella di funzione gestoria dell'impresa sociale: e si veda l'articolata disciplina del § 58 AktG, nella quale si intrecciano determinazioni e concorrono competenze del Vorstand e dell'assemblea, alla ricerca di un complesso equilibrio.

(11) T. Ascarelli, La riforma delle società per azioni (nt. 8); Id., Disciplina delle società per azioni (nt. 8); Id., I problemi delle società anonime (nt. 8).

(12) Per altri ordini di perplessità, in merito al rapporto tra fini che Ascarelli si prefiggeva di raggiungere e mezzi legislativi dallo stesso proposti, v. R. Weigmann, Concorrenza e mercato azionario, Milano, 1978, spec. 8 ss.

(13) A. Asquini (nt. 1), 119.

(14) Cfr. infra, spec. sub § 8.

(15) Per ampi e aggiornati quadri, cui si rinvia anche per gli ulteriori primi necessari riferimenti, cfr.: E. Rock, For Whom is the Corporation Managed in 2020?: The debate over corporate purpose, N.Y.U. School of Law Working Paper n. 20-16 (May 2020) = ECGI Law Working Paper n. 515/2020 (September 2020), disponibile su <https://ssrn.com/abstract1>; G. Ferrarini, Redefining Corporate Purpose: Sustainability as a Game Changer, EUSFiL Research Working Paper n. 1/2020 (November 2020); H. Liang - L. Renneboog, Corporate Social Responsibility and Sustainable Finance: A Review of the Literature, in ECGI Working Paper Series in Finance, n. 701/2020 (September 2020), disponibile su <https://ssrn.com/abstract>; U. Tombari, “Potere” e “interessi” nella grande impresa azionaria, Milano, 2019; H. Fleischer, La definizione normativa dello scopo dell'impresa azionaria: un inventario comparato, in questa Rivista, 2018, 803 ss.; K. Hopt - R. Veil, Gli stakeholders nel diritto azionario tedesco: il concetto e l'applicazione. Spunti comparatistici di diritto europeo e statunitense, in questa Rivista, 2020, 921 ss. Sono in particolare i sostenitori dell'Enlightened Shareholder Value che insistono sul fatto che tale valore debba essere perseguito in un lungo orizzonte temporale: cfr., anche oltre allo studio di Ferrarini appena citato, C. Angelici (nt. 3), 12.

(16) Ovvero, secondo le versioni più “s sofisticate” e aggiornate, l'ESG&D (dove si inserisce pure il fattore dei Data) o l'EESG (Employee, Environmental, Social and Governance, per chi sente l'esigenza di isolare il fattore Employee da quello Social: così, ad esempio, da ultimo C. Mayer - L. Strinejr- J. Winter, 50 years later, Milton Friedman's Shareholder doctrine is dead,

in Fortune, September 13, 2020, consultabile in <https://fortune.com/2020/09/13/milton-friedman-anniversary-business-purpose/>).

(17) Per un serio tentativo di riordinare i tanti aspetti rilevanti del tema, seppure nella specifica prospettiva di una particolare realtà economica (quella delle PMI italiane), cfr. AA.VV., *Sostenibilità. Profili giuridici, economici e manageriali delle PMI italiane*, a cura di F. Massa, Torino, 2019. Di specifico interesse, ai nostri fini, i contributi di M.C. Cataudella, *Il sostegno del legislatore internazionale e nazionale allo sviluppo sostenibile*, ivi, 35 ss., e soprattutto N. Ciocca, *Sostenibilità dell'attività di impresa e doveri degli amministratori*, ivi, 77 ss., dove anche un rigoroso ragionamento sulla indeterminatezza delle nozioni di sostenibilità (problema sul quale si dovrà tornare infra, sub § 5). La Ciocca parla di « attuale richiamo corale alla sostenibilità » (80): un modo più elegante per evocare, nella sostanza, la stessa realtà descritta nel testo. Su di una serie di profili relativi a sostenibilità e impresa si vedano ultimo, nell'ambito di una letteratura oramai sterminata, anche i due volumi su *L'impresa sostenibile*. Alla prova del dialogo dei saperi, a cura di D. Caterino - I. Ingravallo, Lecce, 2020. Infine cfr. anche U. Tombari, *Corporate purpose e diritto societario: dalla "supremazia degli interessi dei soci" alla libertà di scelta dello "scopo sociale"?*, dattiloscritto (del gennaio 2021) destinato a questa Rivista (letto grazie alla cortesia dell'A.), dove si avanza « la sensazione (...) che dietro ai temi della "sostenibilità" vi sia una sorta di voluta ambiguità per avanzare, più o meno cautamente, in una certa direzione, senza tuttavia prendere posizione sul tema essenziale (anche per trasparenza di politica legislativa) del corporate purpose » (14) e F. di Girolamo, *Risanamento eco-sostenibile: premesse minime*, in corso di pubblicazione AA.VV., *Attività di impresa e sviluppo sostenibile*, a cura di M. Ciocia, Napoli, 2021, spec. testo e nt. 14.

(18) F. Denozza, *Lo scopo della società: dall'organizzazione al mercato*, in *Rivista ODC*, 2019, 615.

(19) COM(2018)97 dell'8 marzo 2018.

(20) Lo Statement può leggersi in questa Rivista, 2019, 1310 s., preceduto da un commento di P. Marchetti, *Dalla Business Roundtable ai lavori della British Academy*, ivi, 1303 ss. Fra i vari impegni contenuti nello Statement non è quello di creare valore per gli azionisti che rappresenta — come è noto — la novità del documento: ciò che semmai ha colpito e colpisce è che il commitment verso gli shareholders venga per ultimo nella elencazione. Qui preme segnalarsi come, dovendo pur mettere qualcosa a favore degli azionisti, sia parso naturale prevedere che tale interesse degli azionisti dovesse essere soddisfatto nell'orizzonte temporale di lungo periodo. Su tale dichiarazione nel complesso si rinvia, comunque, a: *Lo statement della Business Roundtable. Sugli scopi della società. Un dialogo a più voci*, a cura di A. Perrone, in *Rivista ODC*, 2019, 589 ss., con interventi di G. Marasà, V. Calandra Buonauro, F. Denozza, R. Sacchi, M. Maugeri, U. Tombari e M. Libertini; nonché al già citato F. Denozza (nt. 18), 615 ss.; M. Libertini, *Un commento al manifesto sulla responsabilità sociale d'impresa della Business Roundtable*, ivi, 627 ss.; M. Maugeri, « Pluralismo » e « monismo » nello scopo della s.p.a. (glosse a margine del dialogo a più voci sullo Statement

della Business Roundtable), ivi, 637 ss. Per una rassegna delle diverse opinioni e soprattutto degli studi empirici indotti dallo Statement si veda, da ultimo, M.L. Passador, Lo Statement della Business Roundtable, un anno dopo, in corso di pubblicazione su questa Rivista.

(21) Council of Institutional Investors, Council of Institutional Investors Responds to BusinessRoundtable Statement on Corporate Purpose (August 19, 2019), in https://www.cii.org/aug19_brt_response.

(22) Anche i Principles for Purposeful Business sono stati pubblicati su questa Rivista, 2019, 1313; e cfr. al riguardo M.L. Passador, Analisi della ricerca della British Academy, ivi, 1307 ss.

(23) World Economic Forum, Integrated Corporate Governance: A Practical guide to Stakeholder Capitalism for Boards of Directors, June 2020, reperibile su http://www3.weforum.org/docs/WEF_Integrated_Corporate_Governance_2020.pdf, 7. E volendosi, dello stesso fondatore e animatore del World Economic Forum Klaus Schwab, cfr. l'appena uscito K. Schwab - P. Vanham, Stakeholder Capitalism. A Global Economy that Works for Progress, People and Planet, Hoboken, N.J., 2021.

(24) Consultabile all'indirizzo [https://www.frc.org.uk/investors/uk-stewardship-code/2020-uk-stewardship-code-\(1\)](https://www.frc.org.uk/investors/uk-stewardship-code/2020-uk-stewardship-code-(1)) e sul quale si vedano almeno P. Davies, The UK Stewardship Code 2010-2020. From Saving the Company to Saving the Planet?, ECGI Working Paper Series in Law, n. 506/2020 (March 2020), disponibile su <https://ssrn.com/abstract>, e M.L. Passador, Codici di stewardship o Codici di trusteeship?, in corso di pubblicazione su questa Rivista.

(25) Su questi aspetti cfr. P. Marchetti, Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate, in questa Rivista, 2020, 268 ss., a 272 s., e M. Ventrone, Il nuovo Codice di Corporate Governance 2020, in Società, 2020, 439 ss., spec. 440 s., che (giustamente) manifesta « una certa perplessità per l'enfasi che si è venuta ad attribuire (...) a queste formule (...) e al loro presunto impatto concreto. È possibile che esse contribuiscano, sul piano fattuale, a “colorare” in certo modo l'approccio culturale alla gestione dell'impresa, suggerire attenzione a certe esigenze e dare un volto almeno apparentemente più bonario al capitalismo. Sul piano giuridico, tuttavia, le ritengo formule con poco mordente, di significato elusivo, che non possono fornire una reale guida ex ante all'operato degli amministratori, né — tantomeno — possono essere invocate per valutarne ex post le decisioni o l'adempimento dei propri doveri ». Il principio del Codice di corporate governance italiano trova significative assonanze in altri codici autoregolamentari. Per esempio, Deutscher Corporate Governance Kodex prevede (ma nel suo Preambolo, onde sottrarre tale principio alla regola del comply or explain prescritta dal § 161 AktG) che « il Vorstand gestisce l'impresa con l'obiettivo della creazione di valore di lungo periodo, sotto la sua responsabilità e nell'interesse dell'impresa, e perciò anche in considerazione degli interessi degli azionisti, dei lavoratori e degli ulteriori gruppi di interesse collegati all'impresa (Stakeholder) »: in argomento cfr., anche per ulteriori riferimenti, K. Hopt - R. Veil (nt. 15), spec. 941 ss.

(26) Cfr. il Principio XV (« La politica per la remunerazione degli amministratori, dei componenti dell'organo di controllo e del top management è funzionale al perseguimento del

successo sostenibile della società (...)») e raccomandazione 27, lett. c) (« La politica per la remunerazione degli amministratori esecutivi e del top management definisce: (...) c) obiettivi di performance, cui è legata l'erogazione delle componenti variabili, predeterminati, misurabili e legati in parte significativa a un orizzonte di lungo periodo. Essi sono coerenti con gli obiettivi strategici della società e sono finalizzati a promuoverne il successo sostenibile, comprendendo, ove rilevanti, anche parametri non finanziari »).

(27) Si veda il Principio XVIII (« Il sistema di controllo interno e di gestione dei rischi è costituito dall'insieme delle regole, procedure e strutture organizzative finalizzate ad una effettiva ed efficace identificazione, misurazione, gestione e monitoraggio dei principali rischi, al fine di contribuire al successo sostenibile della società ») e la raccomandazione 1, lett. d).

(28) Per la posizione delle istituzioni europee si vedano già le due risoluzioni del Parlamento europeo del 6 febbraio 2013 sulla « Responsabilità sociale delle imprese: comportamento commerciale trasparente e responsabile e crescita sostenibile » e sulla « Responsabilità sociale delle imprese: promuovere gli interessi della società e un cammino verso una ripresa sostenibile e inclusiva », e quelle del Consiglio del 3 dicembre 2001, sul « seguito da dare al Libro verde sulla responsabilità sociale delle imprese », e del 6 febbraio 2003, ancora sulla « responsabilità sociale delle imprese ». La Commissione ha poi, soprattutto negli ultimissimi anni, emanato una serie di comunicazioni miranti a integrare « la sostenibilità nelle strategie aziendali »: per la loro elencazione rinvio al quadro aggiornato contenuto in L. Marchegiani, *Piccole e medie imprese societarie con scopo lucrativo e responsabilità sociale*. Spunti per una riflessione, in corso di pubblicazione su questa Rivista, 2020, testo e nt. 16.

(29) E tale dichiarazione non finanziaria deve contenere almeno le « informazioni ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva in misura necessaria alla comprensione dell'andamento dell'impresa, dei suoi risultati, della sua situazione e dell'impatto della sua attività ». Cfr. la Dir. 2014/95/UE (modificativa della Dir. 2013/34/UE), attuata in Italia col d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254 (e col relativo regolamento di attuazione adottato dalla Consob con delibera 18 gennaio 2018, n. 20267). Si vedano anche le linee guida sul reporting non finanziario dove vengono ripetutamente messi in relazione lungo-termine e trasparenza (Comunicazione della Commissione 2017/C 215/01, recante orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario) e quelle specifiche sulle informazioni relative al clima (Comunicazione della Commissione 2019/C 209/01, recante integrazione concernente la comunicazione di informazioni relative al clima), che possono rappresentare una sorta di anticipazione di disposizioni di maggior dettaglio da introdursi in sede di revisione della Dir. 2014/95/UE. In tema v. S. Bruno, *Dichiarazione “non finanziaria” e obblighi degli amministratori*, in questa Rivista, 2018, 974 ss.; S. Fortunato, *La dichiarazione non finanziaria nell'impresa socialmente responsabile*, in *Giur. comm.*, 2019, I, 415 ss.; M. Maugeri, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in questa Rivista, 2019, 992 ss.; F. Denozza - A. Stabilini, *Informazione non finanziaria e stakeholder empowerment*, in *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto dei mercati finanziari*. In ricordo di Guido Rossi, a cura di P.

Marchetti - F. Ghezzi - R. Sacchi, Milano, 2020, 225 ss.; N. Rondinone, Interesse sociale vs. interesse "sociale" nei modelli organizzativi di gruppo presupposti dal d.lgs. n. 254/2016, ivi, 269 ss.; K. Hopt - R. Veil (nt. 15), 943 ss.; P. Sfameni, Disciplina dell'informazione a carattere non finanziario e mercati regolamentati. Problemi e prospettive, in *L'impresa sostenibile* (nt. 17), 197 ss.; L. Marchegiani, Riflessioni su informazione non finanziaria, comunicazione di impresa e fiducia degli stakeholders, in corso di pubblicazione su *Oss. dir. civ. comm.*, 2021; C. Mosca - C. Picciau, Making Non-Financial Information Count: Accountability and Materiality in Sustainability Reporting, febbraio 2020, Bocconi Legal Studies Research Paper n. 3536460, disponibile in <https://ssrn.com/abstract>. Per alcune interessanti valutazioni sulla vicenda politica che ha portato alla approvazione della Dir. 2014/95/UE, cfr. C. Angelici (nt. 3), 5.

(30) Cfr. il recentissimo Reg. (UE) 2020/852/UE relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili (e che modifica il Reg. (UE) 2019/2088).

(31) Così l'art. 9-bis, par. 1, Dir. 2007/36/CE, introdotto dalla Dir. 2017/828/UE (c.d. SHRD2). In argomento cfr. ora I. Capelli, La sostenibilità ambientale e sociale nelle politiche di remunerazione degli amministratori delle società quotate: la rilevanza degli interessi degli stakeholder dopo la SHRD2, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2020, 553 ss.

(32) P. Montalenti, L'interesse sociale: una sintesi, in questa Rivista, 2018, 303, a 313.

(33) Ma se e in quanto soci di controllo: sicché tale divieto andrebbe probabilmente inquadrato come dovere fiduciario del socio di controllo nei confronti degli altri soci (su cui in generale rinvio per gli ulteriori riferimenti al mio "Trasferimento del controllo" e rapporti tra soci, Milano, 1996, spec. 274 ss.). Salvo poi chiedersi se la speciale previsione di cui all'art. 30 AIFMD rappresenti una applicazione specifica di un più generale Treuepflicht oppure una disposizione che, proprio perché prevista solo per i fondi di investimento alternativi (FIA), non possa a contrario valere per qualsiasi altro socio di controllo di società quotata.

(34) Sul divieto di « disaggregazione di attività » e sulle sue implicazioni in merito alle visioni sull'interesse sociale cfr. ora, anche per gli opportuni ulteriori riferimenti nella letteratura italiana e straniera, A. Santoni, Controllo tramite fondi comuni d'investimento e divieto di disaggregazione, in corso di pubblicazione su questa Rivista, 2020, che conclude nel senso che « la disciplina di cui all'art. 30 AIFMD pare diretta a realizzare un bilanciamento fra l'interesse egoistico del fondo azionista alla valorizzazione del suo investimento e la sfera di quegli interessi 'di serie', potenzialmente infiniti, che gravitano attorno all'impresa. In una prospettiva sistematica, il divieto di asset stripping sembra così inserirsi nel più generale orientamento volto, in una certa misura, ad assecondare l'impostazione ideologica sottostante alla teoria della Corporate Social Responsibility [...] in quanto espressione di una certa temperie culturale, della quale è attivamente partecipe anche l'evoluzione normativa contemporanea ».

(35) Alla base delle iniziative della Commissione vi è lo studio EU Commission-EY, Study on directors' duties and sustainable corporate governance. Final report, luglio 2020, consultabile all'indirizzo <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/e47928a2-d20b-11ea-adf7->

01aa75ed71a1/language-en. Sui limiti di tale iniziativa e soprattutto sulla fallacia delle considerazioni su cui fonda cfr., tra i moltissimi, M. Roe - H. Spamann - J. Fried - C. Wang, The European Commission's Sustainable Corporate Governance Report: A Critique, in Harvard Business School Working Papers, n. 21-056 (October 2020); Aa.Vv., Response to the Study on Directors' Duties and Sustainable Corporate Governance by Nordic Company Law Scholars, in Nordic & European Company Law Research Paper Series, n. 20-12 (October 202), disponibile su <https://ssrn.com/abstract>; K. Hopt - R. Veil (nt. 15); nonché la rassegna di M.L. Passador, ECGI Policy Workshop's Report on the EU Study by EY on Director's Duties and Sustainable Corporate Governance, datt. dicembre 2020, in corso di pubblicazione. E perplessità sono state anche manifestate sulla stampa quotidiana: v. P. Marchetti - M. Ventoruzzo, Ma quanto è grande il club degli azionisti?, in L'Economia de Il Corriere della Sera, 19 ottobre 2020, 22.

(36) Questi interventi potrebbero confluire in proposte di modifica della direttiva consolidata in materia di diritto societario (Dir. 2017/1132/UE) e della direttiva sui diritti degli azionisti (Dir. 2017/36/CE, come modificata dalla Dir. 2017/828/UE).

(37) M. Roe - R. Shapira, The Power of the Narrative in Corporate Lawmaking, in corso di pubblicazione su Harv. Bus. L. Rev., 2021; L. Bebchuk - R. Tallarita, The Illusory Promise of Stakeholder Governance, in corso di pubblicazione sulla Cornell Law Rev., December 2020 (datt. settembre 2020, disponibile su https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3544978). Insiste, per esempio, sulla dimensione retorica e declamatoria del movimento per la CSR C. Angelici (nt. 3), 6 s.

(38) V. Di Cataldo, A che cosa serve il diritto, Bologna, 2017, spec. 99 ss. Per una ulteriore riflessione sulla complessità crescente in rapporto alla (maggiore) velocità con la quale si trasforma la società, l'economia, la tecnologia e lo stesso mondo v. ora Id., Esiste uno stile giuridico neo-liberale? Uno studio per Francesco Denozza, in Rivista ODC, 2020, 9 ss., spec. 12 ss. Nonché da ultimo si vedano pure Id., A proposito del libro di Paolo Montalenti, Impresa, Società di capitali, Mercati finanziari, in Giur. comm., 2020, I, 446 ss., a 449; e, per una riflessione delle complessità legate alla pandemia in corso (ma in realtà a tutte quelle che virologi seri e meno seri — « che sono le nuove star dei talk show degli ultimi mesi » — considerano eventi non certo irripetibili ma anzi in qualche modo probabili) e alle conseguenti crisi, Id., Pandemia, imprese e contratti di durata, in Rivista ODC, 2020, 689 ss.

(39) V. Di Cataldo, Esiste uno stile giuridico (nt. 38), 21.

(40) Cfr. paradigmaticamente la Risoluzione 70/1 (Trasformare il nostro mondo: l'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile) delle Nazioni Unite, recante la fissazione degli obbiettivi di sviluppo sostenibile da realizzarsi entro il 2030: ben diciassette obbiettivi, declinati in addirittura 169 targets (o sotto-obbiettivi).

(41) Per una rassegna delle definizioni dettate a livello internazionale, sovranazionale e nazionale può rinviarsi a M.C. Cataudella (nt. 17), 35 ss. Sulla « ampiezza » della « sfuggente » nozione di sostenibilità v. N. Ciocca (nt. 17), 80 ss.

(42) Per esempio, già nel Summit mondiale sullo Sviluppo Sostenibile del 2002 a Johannesburg si parlava di « integrazione delle tre componenti dello sviluppo sostenibile — sviluppo economico, sviluppo sociale e protezione dell'ambiente » (peraltro sulla base di una teoria — quella della c.d. triple bottom line o TBL — risalente alla prima metà degli anni Novanta: « the triple bottom line is a sustainability framework that examines a company's social, environment, and economic impact » e v. da ultimo dell'autore di tale formula J. Elkington, 25 Years Ago I Coined the Phrase “Triple Bottom Line.” Here's Why It's Time to Rethink It, in Harv. Business Rev., June 25, 2018). Nell'Earth Summit sull'ambiente e sullo sviluppo di Rio de Janeiro del 2012 (che si concluse con l'approvazione del noto “The future we want”) si confermava che lo sviluppo sostenibile andava declinato nelle sue tre dimensioni: ambientale, politica e sociale. Infine, l'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile individua tra i suoi molti obiettivi di sviluppo sostenibile anche quello di « incentivare una crescita economica duratura, inclusiva e sostenibile » (ottavo obiettivo; con relativi precisi traguardi, tra i quali: una crescita economica pro capite conforme alle condizioni nazionali e di almeno il 7% del PIL nei Paesi in via di sviluppo; l'incremento della produttività economica attraverso la diversificazione e l'innovazione; la promozione di politiche orientate allo sviluppo economico; il miglioramento progressivo dell'efficienza globale nel consumo e nella produzione di risorse; il raggiungimento entro il 2030 di un'occupazione piena e produttiva e di un lavoro dignitoso per uomini e per donne; la riduzione della disoccupazione giovanile; etc.; il realtà, a leggerlo oggi, un vero e proprio libro dei sogni, anche alla luce del difficile periodo che stiamo vivendo). Ovviamente non mancano nozioni più circoscritte come, ad esempio, quella recata dall'art. 3-quater del codice dell'ambiente (d.lgs. 3 aprile 2006, n. 152), che, introducendo nel nostro ordinamento il « Principio dello sviluppo sostenibile », si riferisce (del tutto logicamente e correttamente, data la sede) alla sola dimensione ambientale. Anche nella enciclica *Laudato si'* di Papa Francesco l'uso del termine sostenibile e del lemma sviluppo sostenibile è direttamente riferito solo ai problemi legati al consumo delle risorse naturali e alla tutela dell'ambiente e del pianeta (casa comune). In argomento cfr. ora l'ampio studio di M. Cian, *Dottrina sociale della chiesa, sviluppo e finanza sostenibili: contributi recenti*, in corso di pubblicazione su questa Rivista.

(43) Anche nella famosa lettera del gennaio 2018 del CEO di BlackRock, Larry Fink, si avanza l'idea che il successo economico della company non può prescindere nel lungo periodo dal contributo dalla stessa dato alla society: « To prosper over time, every company must not only deliver financial performance, but also show how it makes a positive contribution to society » (reperibile su <https://www.blackrock.com/hk/en/insights/larry-fink-ceo-letter>). Su tale esternazione v. soprattutto G. Strampelli, *Can BlackRock Save the Planet? The Institutional Investors' role in Stakeholders Capitalism*, in corso di pubblicazione su Harv. Bus. L. Rev., 2021; e già Id., *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell'ultima lettera annuale di BlackRock*, in questa Rivista, 2020, 52 ss.

(44) D'altronde, a ben vedere, i primi a rendersene conto sono i paladini della strong sustainability: cioè di una sostenibilità che ispiri le scelte di diritto societario e di corporate

governance a favore della tutela integrale dell'ambiente e dei viventi all'interno dei « planetary boundaries » anche a detrimento della sostenibilità aziendale o della profittabilità della impresa (e cioè contro la c.d. weak sustainability: cioè quella che mira ad internalizzare « environmental and social impacts in corporate decision-making, but only to the degree that this has a positive effect on longterm financial performance »): cfr. ad esempio, anche per le ulteriori citazioni, B. Sjøfjell - C. Bruner, Corporations and Sustainability, University of Oslo Faculty of Law Legal Studies Research Paper No. 2019-06 (= Nordic & European Company Law Working Paper No. 19, University of Georgia School of Law Legal Studies Research Paper No. 2019-36, Dean Rusk International Center Research Paper No. 2019-12), disponibile su <https://ssrn.com/abstrac>.

(45) Come si vedrà infra, sub §§ 8 e 9.

(46) Cfr. infra, sub §§ 6 e 7.

(47) Non mi occupo di stabilire se e, in caso di risposta positiva, quali differenze intercorrano tra una gestione della impresa societaria sostenibile e una gestione attenta ai fattori ESG. Né mi cimento nello stabilire che cosa distingua (ammesso che qualche differenza ci sia) questi due primi modi di fare impresa da quello socialmente responsabile. Data la vaghezza, mutevolezza, ampiezza e sostanziale carenza di cogenza di tali formule sarebbe difficile giungere a indicazioni univoche. La sensazione che al fondo rimane è che si tratti di locuzioni che si alternano in forza di un aggiornamento lessicale suggerito da più o meno consce strategie comunicazionali: e, in effetti, la loro massiccia utilizzazione ne comporta una rapida usura e obsolescenza; la loro forza suggestiva rischia di andare rapidamente perduta a cagione di un uso smodato; di qui la strategia di alternarle per rafforzarne la forza “narrativa”. Inoltre, poiché quelle formule sono adoperate anche in lavori scientifici, usare termini nuovi per concetti vecchi può contribuire a dare una patina di (esteriore) originalità ai ragionamenti. Al riguardo cfr. N. Ciocca (nt. 17), 82, che avanza il fondato dubbio che « il passaggio da CSR e ESG » sia solo « un aggiornamento lessicale ».

(48) In questo caso possono peraltro soccorrere altre soluzioni: o quella di salvare capra e cavoli coi danari dei contribuenti; o quella “all'italiana” di imporre ai privati di fare tutti i necessari investimenti, impedendogli di esercitare il (pur costituzionalmente garantito) diritto di libertà di iniziativa economica (che ricomprende anche la facoltà di non esercitare una certa attività di impresa a qualsiasi costo), sotto lo stimolo rappresentato dalla minaccia di andarsi comunque a prendere quei danari con altri mezzi.

(49) Lo notano anche Aa.Vv., Response (nt. 35), 6.

(50) Per esempio J. Fried, The Uneasy Case for Favoring Long-Term Shareholders, in Yale L.J., 124 (2015), 1554 ss., a 1558, che così descrive lo short-termism: « taking steps that boost the short-term stock price but reduce the economic value created by the firm over the long term ».

(51) Ovviamente non considero le condotte che come tali mettano consapevolmente o imprudentemente a repentaglio la continuità aziendale o addirittura inducano la insolvenza della impresa attraverso spericolate operazioni volte a ottenere un guadagno immediato da

distribuire immediatamente ai soci, magari al costo di un indebitamento spropositato o a fronte di future ben più consistenti perdite. Simili condotte sono all'evidenza vietate, sanzionate (nei casi più gravi anche penalmente) e vengono combattute in tutti gli ordinamenti con strumenti giuridici assai più incisivi che la generica invocazione del dovere di perseguire l'interesse sociale in the long term. Quando qui si parla di short-termism ci si riferisce (e comunque qui io mi riferisco) a scelte in sé lecite e tuttavia traggurdate su di un orizzonte temporale di breve periodo.

(52) Osserverei anzi che nella libertà d'iniziativa economica è ricompresa anche la libertà di decidere quando cessare di svolgere l'attività. Cfr. G. Guizzi, Il commissariamento di società per azioni ai sensi del d.l. 61/2013 tra funzionalizzazione dell'impresa e problemi di tutela costituzionale della partecipazione azionaria. Prime note a margine del(la seconda puntata del) caso ILVA, in *Impresa e mercato. Studi dedicati a M. Libertini*, vol. I, Milano, 2015, 324 ss.; M. Stella Richterjr, L'impresa azionaria tra struttura societaria e funzione sociale, in *La funzione sociale del diritto privato tra XX e XXI secolo*, a cura di F. Macario - M.N. Miletto, Roma, 2017, 65 ss., 86; e M. Maugeri, Informazione non finanziaria e interesse sociale, in questa Rivista, 2019, 992 ss., a 1010.

(53) Ho provato ad approfondire questi aspetti in M. Stella Richterjr, Forma e contenuto dell'atto costitutivo della società per azioni, in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo - G.B. Portale, vol. 1*, Torino, 2004, 165 ss., a 255 ss. e 314 s.; Id., La costituzione delle società di capitali, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, vol. 1, Torino, 2006, 269 ss., a 295 ss.; Id., Atto costitutivo (artt. 2326-2328), in *Commentario alla riforma delle società* diretto da P. Marchetti - L.A. Bianchi - F. Ghezzi - M. Notari, Milano, 2008, 75 ss., a 125 ss. Noto qui di sfuggita anche il fatto che attraverso apposite previsioni dell'oggetto sociale si può orientare lo svolgimento dell'attività economica della società (e conseguentemente la gestione degli amministratori) verso indirizzi rispettosi di istanze sociali, ambientali o comunque ideali; pur nel rispetto della vocazione imprenditoriale della organizzazione sociale. Ciò è sempre avvenuto, col ricorso a quelli che in altri studi ho chiamato « elementi ideali » dell'atto costitutivo: Forma e contenuto dell'atto costitutivo della società per azioni (nt. 53 supra, 242 ss.; Società benefit e società non benefit, in *Riv. dir. comm.*, 2017, I, 271 ss., a 273.

(54) Si tratta di una decisione di per sé certamente lecita, anche se poi chiaramente pone il tradizionale problema di vedere in che limiti e con quali strumenti sanzionarla quando sia presa in danno di (eventuali) soci di minoranza: per esempio, quando si deliberi lo scioglimento della società per eliminare una impresa concorrente. E cfr. tra i vari possibili esempi i celebri casi Saupiquet-Cassegrain (Cass. com., 21 gennaio 1970, in *Rev soc.*, 1972, 292 ss., con nota di J.G.; App. Caen, 18 aprile 1978, *ivi*, 1978, 763 ss.; Cass. com., 21 giugno 1982, *ivi*, 1982, 852); Linotype (BGH, 1° febbraio 1988, in *BGHZ*, 103, 184 ss., o in *NJW*, 1988, 1579 ss., con nota di W. Timm, oppure ancora in *JZ*, 1989, 443 ss., con nota di H. Wiedemann); Bosch (Landgericht Stuttgart, 22 gennaio 1993, in *AG*, 1993, 471 ss., e Oberlandesgericht Stuttgart, 21 dicembre 1993, *ivi*, 1994, p. 411 ss.); e il non meno noto

nostro caso deciso da Cass., 26 ottobre 1995, n. 11151, in Giur. comm., 1996, II, 329 ss., con note di P.G. Jaeger, C. Angelici, A. Gambino, R. Costi e F. Corsi, Cassazione e contrattualismo societario: un incontro? Un tema di cui mi ero occupato esattamente un quarto di secolo fa ("Trasferimento del controllo" e rapporti tra soci, Milano, 1996, spec. 341 ss.), notando che lo scioglimento anticipato è rimesso alla scelta discrezionale della maggioranza dei soci, ma che tale potere discrezionale non è pensato e riconosciuto dal legislatore per consentire al socio o ai soci di controllo di eliminare una società concorrente, estromettere alcuni soci sgraditi, ecc.; sicché mi era parso possibile proporre come « contemperamento più logico tra potere del socio di maggioranza di esercitare la scelta di cui al n. 5 dell'art. 2448 c.c. ed interesse della minoranza ad evitare deliberazioni abusive (...) quello di riconoscere (...) la possibilità dei soci contrari alla decisione di liquidare la società di evitarne lo scioglimento offendo di acquistare le partecipazioni degli altri soci, ad un prezzo pari al valore della loro quota di liquidazione »: una soluzione interpretativa (comunque pensabile ed espressamente pensata solo per società chiuse) che non so quanto praticabile e che, tuttavia, non è poi rimasta priva di una qualche eco (cfr., ad esempio, C. Angelici, La tutela delle minoranze, in Società, 1999, 786 ss., a 789). Il punto è ora ripreso — proprio nella prospettiva del problema analizzato nel testo — da M. Maugeri, « Pluralismo » e « monismo » (nt. 20), 639 (« Altrettanto indicativa è la ripartizione di competenze deliberative che riserva ai soci il potere di nominare e revocare gli amministratori e soprattutto quello di porre termine in qualsiasi momento all'iniziativa societaria anche nell'ipotesi in cui l'impresa abbia assunto ormai rilievo generale »).

(55) Ed infatti nella letteratura internazionale si afferma comunemente (ma non saprei con quanta esattezza) che uno dei caratteri costanti della forma della società azionaria, in tutti gli ordinamenti, è quello della « legal personality with indefinite life » (così, per esempio, da ultimo E. Rock (nt. 15)).

(56) Aa.Vv., Response to the Study on Directors' Duties and Sustainable Corporate Governance (nt. 35), 6.

(57) Ad esempio L. Strinejr, One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term?, in Business Lawyer, 66 (2010), 1 ss., a 8: « there is a danger that activist stockholders will make proposals motivated by interests other than maximizing the long-term, sustainable profitability of the corporation ».

(58) Sulla figura (anch'essa essenzialmente retorica) della economic pie cfr. per tutti A. Edmans, Grow the Pie. How Great Companies Deliver Both Purpose and Profit, Cambridge (U.K.), 2020. Aggiungo incidentalmente che, secondo la visione della c.d. Pieconomics, il problema non sarebbe tanto quello di non dividere bene la torta tra i vari interessati e i vari scopi, ma quello di non fare abbastanza affinché la torta cresca, cosa che si dovrebbe ottenere attraverso la ricerca della innovazione e della eccellenza. In questo senso andrebbe superata la pie-splitting mentality a favore della pie-growing mentality. Ovviamente il discorso che può avere senz'altro senso per l'aziendalista, non ne ha molto per il giurista: posto che,

per quanto si voglia e si riesca ad aumentare la dimensione della torta, un problema di ripartizione in parti della stessa (al limite per assegnarla tutta ad un interessato o per non assegnare il valore prodotto ad alcuno) inevitabilmente sorge alla stregua del diritto societario. L'aumentata dimensione della torta può certamente rendere meno gravi, urgenti ed esacerbanti i conflitti, ma non li elimina, posto che, per quanto l'analisi economica del diritto abbia esaltato la funzione allocativa, la funzione del diritto resta anche quella di risolvere conflitti di tipo redistributivo. A questo in fondo serve (anche) il diritto societario. Altro discorso è poi quello di stabilire se le regole distributive debbano avere natura imperativa, dispositiva o debbano essere lasciate alla negoziazione delle parti: per quanto le norme di legge possano disinteressarsi del problema redistributivo (problema che ovviamente non tocco, pur dubitando che si possano disinteressare più di tanto della cosa), certamente non lo può fare il diritto.

(59) E cfr. al riguardo F. Denozza (nt. 18), nt. 8 a 621, che così inquadra la pressione che possono mettere gli investitori sugli amministratori perché siano attuate politiche gestorie traggurdate su orizzonti di breve periodo: « Se il riferimento allo short-termism non viene usato come una sorta di contenitore-spazzatura, in cui raccogliere la sintesi di tutti i difetti del capitalismo attuale, ma viene riportato al suo significato tecnico, esso indica, dal punto di vista degli investitori, il fatto che i rendimenti futuri sono scontati utilizzando un coefficiente troppo elevato. Ma se si abbandona la faciloneria evocativa e ci si riporta a questo preciso e proprio significato, è evidente che il passaggio da una visione di breve (i rendimenti futuri sono eccessivamente scontati) ad una visione di lungo (i rendimenti futuri sono correttamente apprezzati) non sembra essere una questione di maggiore o minore interesse degli investitori verso l'uno o l'altro periodo, ma una questione di oggettiva valutazione delle aspettative verso il futuro ».

(60) In questi termini mi pare essere anche la posizione di C. Angelici (nt. 9), 21 s., quando scrive: « se il mercato finanziario è in grado di valutare e apprezzare le prospettive in questa dimensione temporale, esse immediatamente si riflettono sul valore attuale della partecipazione: sicché, a ben guardare, nessuna implicazione operativa può derivare dall'assegnata rilevanza della prospettiva temporale. Se invece, come in effetti è per lo più inevitabile, tale riferimento viene inteso come quello a un valore che non può essere incorporato nel prezzo attuale, si introduce un significativo elemento di arbitrarietà (ove comunque mancano parametri oggettivi di valutazione) e, in definitiva, si opera un rinvio alla business judgment rule e a un'area di insindacabilità delle decisioni imprenditoriali ». Per la posizione di questo A. si veda anche la nt. 9.

(61) Nella nostra letteratura chi ha particolarmente insistito su di una concezione di interesse sociale come « interesse degli azionisti alla realizzazione dell'utile in una prospettiva long term » è stato Paolo Montalenti. Si vedano, ad esempio, P. Montalenti, Interesse sociale e amministratori, in AA.VV., L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger, Milano, 2010, 81 ss., e ora in Società per azioni corporate governance e mercati finanziari, Milano, 2011, 89 ss., da cui cito; Id.,

Interesse sociale, interesse di gruppo e gestione dell'impresa nei gruppi di società, in AA.VV., La riforma del diritto societario dieci anni dopo. Per i quarant'anni di Giurisprudenza commerciale, Milano, 2015, 171 ss., e ora in P. Montalenti, Impresa società di capitali mercati finanziari, Torino, 2017, 215 ss., da cui continuerò a citare; Id. (nt. 32), 306 e 310. Tuttavia lo stesso Montalenti ha conclusivamente scritto: « Più precisamente l'interesse sociale è oggi l'interesse dei soci alla valorizzazione della partecipazione, sotto il profilo reddituale e patrimoniale, che gli amministratori devono perseguire componendo e omogeneizzando la pluralità di interessi (long term, short term, finanziari, industriali, speculativi, ecc.) delle diverse categorie di azionisti, nel quadro dei limiti, condizionamenti e doveri di finalizzazione giuridicamente rilevanti » (Interesse sociale, interesse di gruppo e gestione dell'impresa nei gruppi di società (nt. 61 supra, 216)); così espressamente affermando che gli amministratori compongono interessi di lungo e di breve periodo (ovviamente nel rispetto dei limiti imposti loro dalla legge, dallo statuto, dall'esercizio dell'autonomia privata, o per così dire autoimposti dalla volontaria adesione ai codici di condotta, etici e di autodisciplina, e quindi con ogni possibilità di considerare principi di sostenibilità, CSR, ESG, soprattutto se valutati anche funzionali al perseguimento dello scopo lucrativo). L'affermazione che l'interesse sociale vada perseguito nell'orizzonte temporale lungo è comunque comune anche all'estero: cfr. ad esempio l'autorevole opinion di W. Allen In Re TW Services, Inc. Shareholders Litigation, No. 10,298 (Del. Ch. Mar. 2, 1989), in Del. J. Corp. L., 14 (1989), 1169 ss., a 1183: « directors may be said to owe a duty to shareholders as a class to manage the corporation within the law, with due care and in a way intended to maximize the long run interests of shareholders »; tanto che il principio tende oramai ad essere dato per scontato: da ultimo, per esempio, G. Ferrarini (nt. 15), che cerca il punto di contemperamento di istanze sociali e ambientali con il perseguimento dei « corporate profits as a long-term goal of the corporation ». Nel senso, invece, che la formula del “medio-lungo periodo” non abbia fondamento normativo cfr. C. Angelici (nt. 3), 12 (essa ha — al pari di altre formule come quella dello shareholder value e della corporate social responsibility — solo un ruolo “retorico” e che tuttavia come tale possa avere influenza sui concreti comportamenti: Id. (nt. 9), 22 s.); M. Ventrone (nt. 2), 111 ss.; Id. (nt. 25), 441 (« la formula non ha particolare valore prescrittivo ed è di limitata utilità »); nonché il cenno di M. Maugeri, in Lo statement della Business Roundtable (nt. 20), 611 s. (secondo il quale la « differenza nell'orizzonte temporale » è « priva di un significato operativo utile »). Per il particolare rilievo che assume la contrapposizione tra interessi di breve termine e interessi di lungo termine nelle decisioni che attengono alle operazioni straordinarie, cfr. la importante analisi di R. Sacchi (nt. 4), 144 ss.

(62) M. Roe - R. Shapira (nt. 37).

(63) Ovviamente, analogo discorso è a farsi per lo short-termism. Anche se nel precedente paragrafo non si è distinto, tale ulteriore pluralità di prospettive è propria anche di quella formula; e logicamente, del resto: posto che long-term e short-term sono modi speculari per descrivere atteggiamenti e propensioni correlate all'orizzonte temporale.

(64) Sarebbe interessante, ma sfugge all'economia di questo lavoro, valorizzare i profili tipologici dei vari soci (di controllo e non di controllo; pubblici e privati; gestori attivi e gestori passivi; ecc.) in relazione alle visioni di più o meno lungo periodo dell'investimento e, conseguentemente, le influenze dei diversi possibili assetti proprietari sull'orizzonte temporale considerato nella conduzione delle singole società.

(65) Cfr. A. Edmans, Blockholder Trading, Market Efficiency, and Managerial Myopia, in *The Journal of Finance*, 64 (2009), 2481 ss.

(66) Nel senso che anche gli investitori short-termisti possono contribuire positivamente all'apprezzamento della società, cfr. per esempio C. Holderness - D. Sheehan, The role of majority shareholders in publicly held corporations: An exploratory analysis, in *Journal of Financial Economics*, 20 (1988), 317 ss., e M. Barclay - C. Holderness, Negotiated Block Trades and Corporate Control, in *The Journal of Finance*, 46 (1991), 861 ss., secondo i quali « traders of blocks improve firm value », o M. Giannetti - X. Yu, Adapting to Radical Change: The Benefits of Short-Horizon Investors, ECGI Finance Working Paper n. 467/2016, disponibile su <https://ssrn.com/abstract> (e in corso di pubblicazione su *Management Science*, 2020), per cui « short-term shareholders actually help companies adapt to changes in competitive environment »; in particolare, « firms with more short-term institutional investors have better long-term performance ».

(67) D'altronde che vi possa essere questo tipo di problemi non è negato neppure da chi ha da ultimo più insistito nell'enfatizzare i problemi opposti generati dal long-termism. Cfr., ad esempio, M. Barzuza - E. Talley, Long-Term Bias, in corso di pubblicazione su *Colum. Bus. L. Rev.* (2020), spec. 120 e 134 s. (delle bozze di stampa); M. Roe, Evaluating the Firm-By-Firm Evidence: The Treacherous Path from Data to Policy, datt. per il corso "Corporate Governance: The Short-Termism Problem Seminar" della Harvard Law School (August 2020).

(68) Per una originale e approfondita analisi dei pericoli del longtermismo cfr. M. Barzuza - E. Talley (nt. 67); nello stesso senso M. Roe - R. Shapira (nt. 37) e S.M. Bainbridge, Long-Term Bias and Director Primacy, UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 20-04, in corso di pubblicazione in *Columbia Bus. Law Rev.*, disponibile al sito <https://ssrn.com/abstract>.

(69) Parla di « managerial hyperopia », S.M. Bainbridge (nt. 68).

(70) Si osservi che anche i costi e i benefici di breve non sono costi e benefici attuali (come tali direttamente rilevabili), ma sono costi e benefici futuri (come tali soggetti a previsione), anche di se di un futuro meno remoto (dei costi e benefici di lungo periodo).

(71) Per quanto riguarda il fatto che massimizzare i ritorni sul lungo periodo non è necessariamente nell'interesse dei soci cfr., tra gli altri, J. Fried, The Uneasy Case for Favoring Long-Term Shareholders, in *Yale L.J.*, 124 (2015), 1554 ss.: « managers serving long-term shareholders may well destroy more value than managers serving short-term shareholders. Favoring the interests of long-term shareholders could thus reduce, rather than increase, the value generated by a firm over time ».

(72) M. Barzuza - E. Talley (nt. 67), passim.

(73) M. Barzuza - E. Talley (nt. 67), 189.

(74) Cfr. R. Gilson - R. Kraakman, Takeovers in the Boardroom: Burke versus Schumpeter, in *Business Lawyer*, 60 (2005), 1419 ss.; L. Enriques, voce Società per azioni, in *Enc. del Dir.*, Annali X, Milano, 2017, 958 ss., a 969.

(75) Cfr. M. Roe - H. Spamann - J. Fried - C. Wang, The European Commission's Sustainable Corporate Governance Report: A Critique, in *Harvard Business School Working Papers*, n. 21-056 (October 2020), 6; M. Roe - R. Shapira (nt. 37).

(76) Il punto è ampiamente svolto da M. Barzuza - E. Talley (nt. 67), passim.

(77) E cfr. sin da ora le condivisibili perplessità di M. Ventrone (nt. 25), 441: « l'espressione "creazione di valore" e il riferimento all'orizzonte temporale sono (...) ambigui e di molto limitata utilità pratica, attese le evidenti difficoltà nell'individuare parametri, termini e misure per verificare se questo obiettivo sia raggiunto. Come si misura il "valore"? Prezzi di mercato, redditività dell'investimento in relazione al rischio, valore effettivo dell'azienda, risultati operativi? Dove porre la soglia tra orizzonte "medio", "medio-lungo" e "lungo"? Senza contare che, quasi per definizione, un'obbligazione di mezzi, quale è quella degli amministratori, non si presta a essere descritta e pesata con riferimenti di questo tipo ».

(78) Cfr., ad esempio, W. Jiang, Who are the Short-Termists?, in *Journal of Applied Corporate Finance*, 30 (2018), 19 ss., a 20 s.

(79) Cfr. M. Roe - H. Spamann - J. Fried - C. Wang (nt. 35), 6. In generale, nel senso che i numeri relativi ai payouts delle società dell'indice S&P 500 non forniscono elementi per dimostrare che lo short-termism abbia privato le società dei capitali necessari v. J. Fried - C. Wang, Short-Termism and Capital Flows, in *Rev. of Corporate Finance Studies*, 8 (2019), 207 ss.

(80) In questo senso da ultimo, tanto per fare un esempio, J. Fershee, This, I Believe: A New Look at Corporate Purpose, Director Primacy and the Business Judgment Rule, in *Tennessee J. Bus. Law*, 21 (2020), 301 ss., secondo il quale gli amministratori dovrebbero essere liberi in tutte le società di stabilire, sulla base di un business judgment, « the appropriate latitude to seek quick profits, substantial growth, or long-term stability to maximize community benefit. All of these goals can be seen as maximizing shareholder value in different ways » (e questo perché « some shareholders may want the company to pursue investments that can support a long-term retirement strategy. Others may seek regular dividends, and some may seek a rapid rise in stock price so they can make a quick sale and profit. Directors must balance all of those goals. If their job is to look at shareholder maximization overall, they can't serve every individual shareholder at any given time »).

(81) Nei sistemi in cui la politica della distribuzione dei dividendi è decisa interamente dagli amministratori la contrapposizione è più evidente di quanto non sia per il nostro diritto; ma, a ben vedere, anche quando è l'assemblea dei soci a dovere deliberare sulla destinazione dell'utile una tensione con il mercato c'è: e questo, evidentemente, perché il socio o i soci di controllo decidono comunque sulle scelte di investimento degli altri soci.

(82) Nel senso che il cash-out flow dalle società del S&P 500 sia stato dello stesso ordine di grandezza dell'inflow per le società non incluse in tale indice, v. M. Roe, *Stock Market Short-Termism's Impact*, in *U. Pa. L. Rev.*, 167 (2018), 71 ss., a 119.

(83) Cfr. per esempio M. Libertini, *Impresa e finalità sociali. Riflessioni sulla teoria della responsabilità sociale dell'impresa*, in questa Rivista, 2009, 29 ss., e da ultimo il cenno di M. Maugeri, « Pluralismo » e « monismo » nello scopo della s.p.a. (nt. 20), 638.

(84) E infatti, ragionando su questo piano, cfr. con posizioni tra loro opposte: da un lato, già M. Friedman, *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*, in *New York Times Magazine*, September 13, 1970, e R. Reich, *Supercapitalismo. Come cambia l'economia globale e i rischi per la democrazia*, Roma, 2008 (trad. it. con prefazione di G. Rossi), entrambi comunque nel senso che le scelte politiche della società (intesa come *society*) dovrebbero esulare dalle competenze degli organi sociali; e, dall'altro lato (e quindi alla ricerca di una legittimazione democratica di scelte politiche allora poste in capo alle società), le (utopistiche) proposte di L. Stout - S. Gramitto - T. Belinfanti, *Citizen Capitalism*, Oakland (CA), 2019, nonché volendosi quelle, tutte politiche, del senatore democratico Bernie Sanders (reperibili su <https://berniesanders.com/issues/corporate-accountability-and-democracy/>) di imporre alle società (americane) con fatturati superiori ai 100 milioni di dollari di conferire almeno proprie azioni (fino al raggiungimento della soglia del 20% del capitale sociale) a un istituendo fondo, i cui trustees dovrebbero essere eletti dai dipendenti della società e che senza possibilità di vendere le azioni dovrebbe riversare i dividendi ricevuti ai dipendenti, cui comunque spetterebbe di eleggere il 45% degli amministratori della società.

(85) Cfr. ad esempio F. Denozza, in *Lo statement della Business Roundtable* (nt. 20), 606 s.

(86) Cfr. *supra*, nt. 35.

(87) Né mi pare in contraddizione con quanto detto nel testo, la osservazione di C. Angelici (nt. 3), 19, secondo la quale, « se si volesse anzi utilizzare la distinzione, pur incerta, fra “breve” e “lungo termine”, si potrebbe osservare che in effetti, mentre un miglioramento per esempio delle condizioni ambientali o dell'istruzione dei lavoratori potrebbe essere ascritto al lungo termine, il beneficio o il costo reputazionale delle scelte dell'impresa sul punto sono in grado di manifestarsi nell'immediato. Verrebbe da dire: un modo per trasformare incerte valutazioni sul lungo termine in immediate conseguenze nel breve termine »; dal momento che nella osservazione di Angelici la contrapposizione non è tra ciò che si fa effettivamente e i relativi costi e benefici, ma tra ciò che si fa (con i suoi costi e i suoi benefici) e ciò che si annuncia di fare (con i suoi diversi costi e benefici).

(88) Analogamente M. Ventoruzzo (nt. 25), 441.

(89) E non è un caso che siano spesso amministratori e managers a promuovere le iniziative volte ad allargare la concezione di interesse sociale. E in questo senso è sempre utile non dimenticare che i vari *constituency statutes* nordamericani nacquero proprio sulla spinta di *directors* e *corporate officers*.

(90) Cfr., per esempio, L. Bebchuk - R. Tallarita (nt. 37), spec. 5 s. e 58 ss.; M. Maugeri, « Pluralismo » e « monismo » nello scopo della s.p.a. (nt. 20), 642 (secondo il quale « la teoria

che assegna agli amministratori il compito di ricercare una “concordanza pratica” tra i vari interessi dà luogo a incertezza giuridica, con aumento dei costi transattivi, e alla possibilità di giustificare qualunque scelta richiamandosi al vantaggio ora dell'uno, ora dell'altro gruppo di stakeholders con il conseguente pericolo di condotte opportunistiche e aumento dei costi di agenzia »); R. Sacchi in Lo statement della Business Roundtable (nt. 20), 591 e 607; M. Ventrone (nt. 25), 441. Invece per M. Libertini in Lo statement della Business Roundtable (nt. 20), 602, sul presupposto che le scelte degli amministratori siano sindacabili dal giudice (e condividendo il fatto che gli interessi degli stakeholders sono tra loro potenzialmente conflittuali), si correrebbe « il rischio di assegnare alla discrezionalità di un giudice la decisione sulla composizione dei diversi interessi, con la conseguenza di uno strapotere giudiziario nella soluzione dei conflitti tra società e stakeholder ».

(91) Cfr. M. Stella Richterjr, Società benefit e società non benefit, Riv. dir. comm., 2017, I, 271 ss., a 278; Id., Corporate social responsibility, social enterprise, benefit corporation: magia delle parole?, in Vita not., 2017, 953 ss., a 962 s.; M. Ventrone, On “Prosperity” by Colin Mayer: Brief Critical Remarks on the (Legal) Relevance of announcing a Multi-Stakeholders “Corporate Purpose”, in questa Rivista, 2020, 43 ss., a 50.

(92) Cfr. Council of Institutional Investor (nt. 21). Nello stesso senso, inter alios, si vedano J. Fershee (nt. 80), secondo cui « stakeholderism would increase the insulation of corporate leaders from shareholders and reduce their accountability », e L. Zingales, Friedman's Legacy: From Doctrine to Theorem (October 13, 2020), in <http://promarket.org/2020/10/13/milton-friedman-legacy-doctrine-theorem/>, per il quale viceversa, ed egualmente condivisibilmente, « The discipline imposed by Friedman's theorem also forces greater accountability on managers ».

(93) E lo hanno spiegato M. Roe - R. Shapira (nt. 37).

(94) L. Bebchuk, The Myth that Insulating Boards Serves Long-Term Value, in Colum. L. Rev., 113 (2013), 1637 ss. Per alcune prove del fatto che « short-term hedge funds benefit long-term shareholders » cfr. anche L. Bebchuk - B. Alon - J. Wei, The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism, in Colum. L. Rev., 115 (2015), 1085 ss.

(95) M. Roe - H. Spamann - J. Fried - C. Wang (nt. 35), 9 (anche per ulteriori riferimenti).

(96) M. Barzuza - E. Talley (nt. 67), 190.

(97) M. Barzuza - E. Talley (nt. 67), 190.

(98) Da F. Denozza (nt. 18), nota 8 a 621.

(99) Questo stesso interrogativo si pone in chiave preliminare V. Di Cataldo, Responsabilità sociale dell'impresa e proprietà intellettuale, in La responsabilità dell'impresa. Convegno per i trent'anni di Giurisprudenza commerciale, Milano, 2006, 128 ss., nota 1 a 128.

(100) Cfr. per tutti, da ultimo, L. Bebchuk - R. Tallarita (nt. 37), spec. 51 ss.; M. Ventrone (nt. 91).

(101) Cfr. G. Strampelli, Can BlackRock Save the Planet? (nt. 43), e già Id., Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? (nt. 43); nonché R. Sacchi in Lo statement della Business Roundtable (nt. 20), 609 s., e M.L. Passador (nt. 24). E nel giorno in cui devo chiudere questo

dattiloscritto per inviarlo ai promotori degli Scritti in onore di Vincenzo di Cataldo viene pubblicato uno studio della Reclaim Finance (NGO francese) secondo il quale BlackRock, che aveva annunciato con la dovuta enfasi la sua svolta verso gli investimenti sostenibili, in realtà investe ancora 85 miliardi di dollari in società che non solo operano nel settore del carbone, ma che hanno progetti per espandere tali attività (L. Cuvelier - L. Pinson, One Year On: BlackRock still addicted to fossil fuels, disponibile al sito <https://reclaimfinance.org/site/wp-content/uploads/2021/01/OneYearOnBlackRockStillAddictedToFossilFuels.pdf>).

(102) Non credo che tale affermazione abbisogni di essere sostenuta con noiose pezze d'appoggio (che comunque ho messo insieme in altri miei lavori: e cfr. da ultimo M. Stella Richterjr, Racconti ascarelliani, Napoli, 2020, spec. 49 ss., 87 s., 90).

(103) Sono parole di G. Ferri, Introduzione e teoria dell'impresa (recensione a T. Ascarelli, Corso di diritto commerciale. Introduzione e teoria dell'impresa, Milano, 1962), in Riv. dir. comm., 1963, I, 70 ss., a 72 (e poi in Scritti giuridici, vol. I, Napoli, 1990, 76 ss.), al quale si deve una delle ancora oggi più penetranti analisi della più intima essenza di Tullio Ascarelli, della posizione da lui assunta nella scienza del diritto commerciale, con chiara visione di come le sue concezioni e i suoi metodi avrebbero continuato a incidere sugli sviluppi dell'esperienza giuridica (e cfr. dello stesso Il pensiero giuridico di Tullio Ascarelli, in Studi in memoria di Tullio Ascarelli, vol. I, Milano, 1969, CXLI ss., e poi in Scritti giuridici, vol. I, cit., p. 94 ss.).

(104) Da ultimo in V. Di Cataldo, Pandemia, imprese e contratti di durata (nt. 38), 689 ss.

(105) C. Angelici (nt. 9), 4 ss., pone particolare enfasi sulla « complessità » del tema degli « interessi » della società, intesa come corporation, e della ragion d'essere della impresa, soprattutto in una prospettiva di compatibilità con gli interessi della società, intesa come society.

(106) M. Libertini, Un commento al manifesto sulla responsabilità sociale d'impresa (nt. 20), 627 ss.

(107) Cfr., per esempio, T. Ascarelli, Cooperativa e società. Concettualismo giuridico e magia delle parole, in questa Rivista, 1957, 397 ss., e poi in Problemi giuridici, tomo II, Milano, 1959, 379 ss.