

Capitolo 1

La tutela degli *stakeholders*. L'espansione dell'interesse sociale

A cura di *Silvia Romanelli, Barbara Napolitano*

Autori dei contributi

Vincenzo Antonelli
Silvia Basilico
Elisabetta Bellini
Serena Fichera

Gabriele Ippolito
Barbara Napolitano
Silvia Romanelli
Riccardo Salerno

SOMMARIO: 1. Perché parliamo di *stakeholderism*: il recente dibattito e i cambiamenti in atto - 2. Lo *shareholderism* (*shareholder value*) vs. lo *stakeholderism* - 2.1. Che cos'è lo *stakeholderism*: lo "scopo della società" come perseguimento di interessi pubblicistici (tutela dell'ambiente, della salute, dei lavoratori e delle comunità) in aggiunta alla ricerca di profitto per i soci - 2.2. Le origini dello *stakeholderism*: un dibattito che ha radici profonde e ravvivato dai recenti cambiamenti culturali ed economici - 2.3. Quali cambiamenti per il diritto delle società per via dello *stakeholderism*? I primi sviluppi in materia di responsabilità degli amministratori e oggetto sociale - 3. Uno, nessuno, centomila interessi sociali - 3.1. Premessa: dicotomia tra istituzionalismo e contrattualismo agli albori del dibattito - 3.2. I nuovi orizzonti del dibattito: il (re)ingresso di altri *players* - 3.3. Il successo "sostenibile" nel contesto europeo e domestico - 4. Alcune questioni di carattere applicativo: l'interesse (extra)sociale sotto la lente di ingrandimento - 4.1. La sostenibilità nella definizione dell'assetto organizzativo e decisionale - 4.2. La sostenibilità nel reperimento delle risorse finanziarie - 4.3. La sostenibilità nei processi di integrazione e nelle operazioni straordinarie - 4.4. Cenni sull'opportunità, o la necessità, di modificare l'oggetto sociale per includervi riferimenti agli interessi degli *stakeholder*.

1. Perché parliamo di *stakeholderism*: il recente dibattito e i cambiamenti in atto

di Silvia Romanelli

Nel gennaio 2018, nella lettera che Larry Fink, CEO del noto fondo di investimento Blackrock, ha pubblicato – come del resto all'inizio di ogni anno – per sintetizzare le linee guida della politica di investimento per l'anno a venire spicca un riferimento al «*social purpose*» destinato, secondo molti autori, a porre le basi per una rivoluzione di pensiero:

NOTA BENE

«*Society is demanding that companies, both public and private, serve a social purpose. To prosper over time, every company must not only deliver financial performance, but also show how it makes a positive contribution to society. Companies must benefit all of their stakeholders, including shareholders, employees, customers, and the communities in which they operate*».

Più o meno coeve sono le politiche e i principi adottati, principalmente, da organizzazioni di categoria e *think tank*.

Infatti, nel 2018 e nel 2019, ad esempio, la *British Academy* pubblica – con il coordinamento del Prof. Colin Mayer della Said School of Business di Oxford, uno dei principali promotori dello *stakeholderism* a livello accademico – due *report* per sostenere e fissare i principi di un «*purposeful business*»¹.

E ancora, nell'agosto 2019 la *Business Roundtable*, che riunisce i CEO di molte grandi società statunitensi, pubblica una dichiarazione sottoscritta da 181 amministratori delegati che fa riferimento ad un «*fundamental commitment to all of our stakeholders*», intendendo per tali: i clienti, i lavoratori, i fornitori, le comunità e – all'ultimo posto nella lista – i soci².

In altre parole, il primo esponente di un fondo, che è uno dei massimi *player* dei mercati mondiali e che insieme ad altri fondi di investimento di grandi dimensioni detiene una quota sempre più significativa del capitale sociale delle società quotate nel mondo, ha levato la propria voce insieme a quella di fonti facilmente associabili al capitalismo più tradizionale per porre l'interesse dei soci sullo stesso piano rispetto all'interesse dei lavoratori, dei clienti e delle comunità.

Sebbene il fenomeno (più che un repentino cambio di prospettiva) sia frutto di un processo graduale e della convergenza di vari fattori (cfr. il paragrafo 2.3. del presente Capitolo) che riguardano anche la sfera economica e quella politica, fino a poter essere definito alla stregua di un **fenomeno culturale**, nella recente letteratura sullo *stakeholderism* la citata lettera di Larry Fink del 2018 viene identificata come la sua prima chiara manifestazione “contemporanea” e, insieme al coro che vi si è unito, ha costituito un impellente richiamo di attualità che ha reso imperativo chiedersi **quale sia l'interesse che le società devono perseguire nello svolgere le loro attività**.

Infatti, pur trattandosi di una materia ancora fortemente in evoluzione (ivi incluso, come si vedrà, lo stesso concetto generale di *stakeholderism*) è innegabile come le sue estrinsecazioni siano almeno in parte già concretamente visibili e sperimentate dalle società, soprattutto quel-

1 *The British Academy, Reforming business for the 21st century*, Novembre 2018; *The British Academy, Principles for Purposeful Business*, Novembre 2019.

2 *Business Roundtable* (2019), *Statement on the Purpose of a Corporation*, in <https://opportunity.business-roundtable.org>. Per dei primi commenti sulla *Business Roundtable* si rimanda a A. Perrone (2019), *Lo statement della Business Roundtable sugli scopi della società. Un dialogo a più voci*, in ODC, III, 589 ss.; F. Denozza (2019), *Lo scopo della società: dall'organizzazione al mercato*, in ODC, III, 615 ss.; M. Libertini (2019), *Un commento al manifesto sulla responsabilità sociale d'impresa della Business Roundtable*, in ODC, III, 627 ss.; M. Maugeri (2019), “Pluralismo” e “monismo” nello scopo della s.p.a. (glosse a margine del dialogo a più voci sullo Statement della Business Roundtable), in ODC, III, 637 ss. Si veda anche il *Davos Manifesto 2020: The Universal Purpose of a Company in the Fourth Industrial Revolution* (Dec. 2, 2019) del World Economic Forum, in <https://www.weforum.org>, che si apre con la seguente dichiarazione «*The purpose of a company is to engage all its stakeholders in shared and sustained value creation. In creating such value, a company serves not only its shareholders, but all its stakeholders – employees, customers, suppliers, local communities and society at large. The best way to understand and harmonize the divergent interests of all stakeholders is through a shared commitment to policies and decisions that strengthen the long-term prosperity of a company*».

le quotate sui mercati regolamentati, di grandi dimensioni, o che intendano aprire il proprio capitale ad investitori istituzionali³, ma anche (e sempre più) quelle che intendano accedere a semplici finanziamenti bancari⁴.

Innanzitutto, è facile osservare come non si tratti (o almeno non più) solo di un *green washing*, un “dare la calce” con mere campagne pubblicitarie o iniziative “di facciata”.

Un siffatto cambiamento paradigmatico inerente un aspetto cardine del diritto societario e non solo – vale a dire l’interesse (o meglio ancora gli interessi) che le società sono tenute a perseguire – infatti è, e non può non essere, almeno potenzialmente, in grado di esplicitare i propri effetti su un numero imprecisato di ambiti societari tra loro eterogenei: dalla *business strategy*, alle metodologie di valutazione della *performance* e della redditività delle società, dalle politiche di gestione dei rischi all’accesso al credito (mentre si scrive già si stanno moltiplicando le offerte di finanziamenti di scopo per progetti di medio-lungo termine che si basano sull’impegno a migliorare l’ambiente, la società e il buon governo dell’azienda), dalla *corporate governance* alla gestione delle risorse umane, fino ai profili di responsabilità del *top management*, solo per anticipare alcuni limitati profili che il presente Capitolo si prefigge di approfondire.

Altrettanto già tangibile è l’effetto sul mercato dei capitali e sulle società quotate, che non possono prescindere dalle politiche di investimento dei grandi fondi internazionali sempre più incentrate sul concetto di *stakeholder* anziché solo di *shareholder*. Basti pensare alla recente vicenda della quotazione di Deliveroo, dove il disastroso debutto alla Borsa di Londra del 31 marzo 2021 è riconducibile, tra i vari fattori, alle preoccupazioni nutrite dal mercato circa il trattamento di una categoria particolare, e particolarmente rilevante, di dipendenti della società (i cc.dd. *riders*)⁵ (cfr. il paragrafo 3.2.4. del presente Capitolo).

Inoltre, parallelamente a tale cambiamento già concretamente imposto dai mercati, ma con tempistiche ed esiti ancora per molti versi da capire, si assiste a un dibattito teorico di più ampio respiro, che coinvolge studiosi, *think tank* e organizzazioni di categoria e sembra avere raggiunto anche il settore pubblico, con interventi legislativi già efficaci o ancora allo studio (cfr. il paragrafo 3.3. del presente Capitolo).

In conclusione, anche se lo *stakeholderism* è per molti versi ancora alle origini, oltre che dibattuto e controverso, risulta già evidente come sia da annoverare tra le vicende che stanno diventando “fisiologicamente” parte della normale gestione dell’impresa. Criterio quello della analisi “fisiologica” e delle “decisioni da prendere” che – come evidenziato nella prefazione – d’intesa con gli altri

3 Sempre Larry Fink, *Chairman* e *CEO* di BlackRock nella lettera annuale ai CEO per il 2021, in <https://www.blackrock.com>, ha richiesto direttamente alle aziende di analizzare e divulgare i termini di compatibilità del proprio modello di *business* con un’economia a zero emissioni nette, mettendo in discussione la stessa possibilità di sopravvivenza di imprese non orientate alla sostenibilità e ha presentato un ambizioso piano per favorire la transizione energetica e combattere il cambiamento climatico, richiedendo direttamente alle aziende di divulgare un piano relativo alla compatibilità del proprio modello di *business* con un’economia a zero emissioni nette per far sì le stesse riescano a sopravvivere in un contesto in cui l’economia globale sta cercando di eliminare le emissioni di gas serra entro il 2050. Si veda anche il paragrafo 2.2.

4 Nell’ambito del sistema bancario si stanno sempre più diffondendo criteri di valutazione del merito di credito in relazione ai profili ESG, che dunque impongono sempre più di valutare gli obiettivi delle società sul piano della sostenibilità ambientale, sociale e di governance. È ragionevole che la rilevanza di tali criteri di valutazione sia destinata ad aumentare in concomitanza con l’erogazione dei fondi del PNNR, che sono principalmente destinati a obiettivi di transizione digitale ed energetica.

5 Oltre alle preoccupazioni sul trattamento dei lavoratori, il *flop* dell’IPO di Deliveroo è riconducibile al suo modello di *business*, che non aveva generato ancora profitti e che potrebbe essere ancora meno sostenibile con l’approvazione di nuove leggi a difesa dei *riders* e dei lavoratori del settore, alle criticità della *governance* e alle ripercussioni negative derivanti dalla riapertura dei ristoranti dopo la pandemia.

numerosi Autori è stato volutamente posto a base dell'approccio che informa quest'opera.

Non ci si poteva quindi esimere dall'indagarne le origini ed esaminarne gli effetti concreti già visibili che, come visto, sono con tutta verosimiglianza destinati ad avere ricadute e sviluppi anche significativi, col dichiarato intento di occuparsi non solo della sua nascita, ma anche e soprattutto la sua crescita e dedicandovi tutto lo spazio che meritano le regole "viventi".

2. Lo *shareholderism* (*shareholder value*) vs. lo *stakeholderism*

di Elisabetta Bellini, Silvia Basilico

2.1. Che cos'è lo *stakeholderism*: lo "scopo della società" come perseguimento di interessi pubblicistici (tutela dell'ambiente, della salute, dei lavoratori e delle comunità) in aggiunta alla ricerca di profitto per i soci

Nell'indagare cosa sia lo *stakeholderism* un elemento di complicazione è dato dal fatto che il recente dibattito sullo stesso si è sviluppato primariamente negli ordinamenti anglosassoni, soprattutto negli Stati Uniti, sulla base di categorie e di schemi che non sempre trovano un corrispondente perfetto negli ordinamenti dell'Europa continentale, o quanto meno nell'ordinamento italiano. Lo *stakeholderism* attiene, infatti, al concetto di *corporate purpose*, il quale evoca il fine che le società devono perseguire nello svolgere la propria attività.

Il concetto più prossimo che si può rinvenire nel nostro ordinamento è quello di **interesse sociale**, ossia di interesse perseguito dalla società e da chi la amministra. Di certo, è qualcosa di ulteriore rispetto a, o comunque non perfettamente coincidente con, l'attività svolta dalla società (che attiene più al concetto di **oggetto sociale**) o alla sua organizzazione (che si estrinseca nella *governance* e in svariati altri aspetti regolati dal diritto), essendo questi ultimi semmai degli aspetti solo strumentali al perseguimento del fine ultimo della società.

Ma quindi qual è lo scopo che le società devono perseguire nello svolgere la loro attività?

NOTA BENE

A partire dagli anni '80 del secolo scorso, la risposta prevalente – nell'ambito politico, economico e giuridico – è stata che le società perseguono la creazione di profitto per i propri soci. In altri termini, secondo questa concezione, le società perseguono esclusivamente un fine privatistico – la creazione di valore per coloro che vi investono – e non perseguono invece alcun fine di rilievo pubblicistico (quali, solo per citarne alcuni, la tutela dei lavoratori, lo sviluppo delle comunità locali, la protezione dell'ambiente, la garanzia dei diritti umani). Gli interessi pubblici sono quindi rimessi allo Stato e ai suoi interventi normativi, che fissano le regole che le società devono rispettare nello svolgimento della loro attività e nella ricerca di profitto.

Aderendo a tale approccio dogmatico, l'interesse da perseguire, per le società e di conseguenza per i loro amministratori, è unicamente quello della creazione di valore per i soci, che non deve essere temperato con altri fini, ma solo essere realizzato nel rispetto delle regole impo-

ste dallo stato a tutela di interessi pubblici⁶.

La portata rivoluzionaria del fenomeno che trae origine dallo *stakeholderism* risiede, invece, nel fatto che la risposta alla domanda su quale sia l'interesse che la società deve perseguire non si limita più a contemplare il solo interesse privatistico della creazione di valore per i soci, ma valorizza altresì la considerazione degli interessi di altri cc.dd. *stakeholder* (tra i quali, come detto, i lavoratori, le comunità locali, la salute, l'ambiente), che hanno una connotazione più pubblicistica.

A questo riguardo, si ravvisano diverse sfumature del concetto di *stakeholderism*⁷.

Secondo una visione che si può definire più “progressista”, le società – oltre a dover creare profitto per i soci – devono anche contribuire al progresso di interessi di matrice pubblicistica, quali la tutela dell'ambiente e la tutela della salute. In questo senso, la creazione di valore per i soci e il perseguimento degli interessi degli altri *stakeholder* sono tra loro parificati.

In un'altra accezione, invece, lo *stakeholderism* è inteso quale sinonimo di ricerca pur sempre del profitto, ma al netto dei costi necessari per garantire adeguate condizioni di lavoro, per ridurre l'inquinamento, per tutelare la salute. In altri termini, lo *stakeholderism* – più che imporre il perseguimento di interessi pubblicistici, oltre a quelli privatistici – responsabilizza maggiormente le società quanto alla necessità di limitare le esternalità negative della loro attività, facendo in modo che le società assumano un ruolo proattivo – attraverso il perseguimento di politiche di riduzione dell'impatto ambientale, di sviluppo sostenibile etc. – anziché demandare la tutela di questi interessi esclusivamente all'intervento dello Stato⁸.

Secondo, infine, una terza accezione lo *stakeholderism* resta ancorato al concetto di “creazione di valore” per i soci, ma con la precisazione che deve trattarsi di valore generato in una prospettiva di lungo termine e di sostenibilità. In questo senso, il perseguimento (anche) degli interessi di *stakeholder* diversi dai soci è un elemento strumentale alla realizzazione di profitto nel lungo periodo e secondo logiche di sostenibilità. Non è un caso che questa concezione più “minimalista” dello *stakeholderism* sia stata tra le prime a svilupparsi, come diretta evoluzione del dibattito nato con gli scandali e la crisi finanziaria della prima decade degli anni 2000, nonché sulla scorta del fenomeno dell'attivismo di alcuni investitori a partire sempre dallo stesso periodo. Si tratta, infatti, di una visione dello *stakeholderism* essenzialmente come antidoto allo *short-termism*, inteso quale obiettivo di profitto nel breve termine insensibile ai rischi e alle conseguenze di lungo

6 Sullo *shareholderism*, cfr. M. Friedman, *A Friedman doctrine-The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits*, in *The New York Times*, 1970, in <https://www.nytimes.com>, («In a free-enterprise, private-property system, a corporate executive is an employee of the owners of the business. He has direct responsibility to his employers. That responsibility is to conduct the business in accordance with their desires, which generally will be to make as much money as possible»); M. C. Jensen e W. H. Meckling, *Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure*, in *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, 1976, 305 ss.; M. A. Eisenberg, *The Conception That the Corporation is a Nexus of Contracts, and the Dual Nature of the Firm*, in *The Journal of Corporation Law*, Vol. 24, 1998, 820 ss.; H. Hansmann e R. Kraakman, *The end of history for corporate law, 2000*, in <https://papers.ssrn.com>; M. Roe, *The Shareholder Wealth Maximization Norm and Industrial Organization*, in *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 149, 2001, 2063.

7 Sullo *shareholderism*, cfr. E. Rock, *For Whom is the Corporation Managed in 2020?: The Debate over Corporate Purpose*, in *ECGI Working Paper Series in Law*, n. 515, 2020, in <https://papers.ssrn.com>; C. Mayer, *The future of the corporation and the economic purpose*, 2020, in <https://papers.ssrn.com>; G. Hill, *Corporations, directors' duties and the public/private divide*, 2020, in <https://papers.ssrn.com>; L. E. Strine Jr., *Restoration: The Role Stakeholder Governance Must Play in Recreating a Fair and Sustainable American Economy - A Reply to Professor Rock*, 2020, in <https://papers.ssrn.com>; H. Fleischer, *Corporate purpose: a management concept and its implications for corporate law*, 2021, in <https://papers.ssrn.com>; U. Tombari, *Corporate purpose e Diritto societario: dalla "supremazia degli interessi dei soci" alla libertà di scelta dello "scopo sociale"?*, in *Riv. Soc.*, 2021, 1

8 C. Mayer, op. cit.

periodo⁹ (cfr. il paragrafo 2.2. del presente capitolo).

Quale che sia la collocazione degli interessi degli *stakeholder* diversi dai soci – ovvero se su un piano paritetico o di strumentalità rispetto al ritorno per gli investitori – è chiaro che lo scopo di lucro per i soci non è più esclusivo e nettamente separato dagli interessi di valenza anche pubblicistica. Al contrario, il fine della creazione di valore per i soci deve – secondo lo *stakeholderism* – essere contemperato con gli interessi degli altri *stakeholder*, potendo peraltro, talvolta, risultare limitato, o addirittura sacrificato, da tali diversi interessi.

Nei restanti paragrafi del presente paragrafo 2., l'attenzione è focalizzata sulle origini – peraltro recenti – di questa *corporate new wave* ispirata dalla contrapposizione tra *shareholderism* (valore per i soci) e *stakeholderism* (valore anche per gli altri portatori di interessi correlati all'impresa).

Bisogna tuttavia precisare che la domanda ontologica – **quale sia lo scopo dell'impresa organizzata in forma societaria** – dalla cui risposta scaturisce la suddetta dialettica, è tutt'altro che recente e ha anzi animato un dibattito molto più risalente, circoscritto all'Europa continentale, ben noto anche in Italia e maturato in un contesto storico, politico, culturale e di *business* radicalmente diverso da quello attuale. Ci si riferisce al dibattito che ha contrapposto, e per certi versi continua a contrapporre, la concezione c.d. **istituzionalista** del fenomeno societario a quella c.d. **contrattualista** che sarà trattato nella prima parte del paragrafo 3.

2.2. *Le origini dello stakeholderism: un dibattito che ha radici profonde e ravvivato dai recenti cambiamenti culturali ed economici*

Si è già ricordato la lettera del 2018 di Larry Fink che nella recente letteratura sullo *stakeholderism* viene individuata come prima chiara manifestazione “moderna” del fenomeno e le coeve politiche e principi adottati, principalmente, da organizzazioni di categoria e *think tank*.

Andando a ritroso nel tempo, già nel 2016 il *World Economic Forum* aveva commissionato a Martin Lipton, fondatore di una nota *law firm* di New York e altro principale fautore dello *stakeholderism*, uno studio¹⁰ volto a proporre la visione più minimalista – come in precedenza definita – dello *stakeholderism* quale antidoto allo *short-termism* e nuovo paradigma che soci e amministratori dovrebbero adottare in via di auto-regolamentazione, evitando così interventi potenzialmente invasivi del legislatore. Poiché, infatti, secondo questa versione dello *stakeholderism*, il fine primario resta quello della creazione di valore per i soci, ma in un'ottica di lungo termine, gli amministratori continuano a dover agire nell'interesse dei soci, ma per conseguire tale scopo sono altresì tenuti a considerare aspetti non direttamente correlati alla compagine societaria, quali a esempio la riduzione dell'impatto ambientale, l'adeguata remunerazione dei fornitori e simili interessi extra-sociali. E dato che gli amministratori sono eletti dai soci, il cambio di paradigma deve avvenire innanzitutto, e primariamente, nei soci medesimo, ovvero nelle loro strategie imprenditoriali e politiche di investimento.

Ecco che, per questa ragione, l'impulso fondamentale allo *stakeholderism* parte dai soci (come lo è il fondo Blackrock) e passa per la selezione e l'incentivazione del *management*, la struttura di *governance* delle società, il dialogo tra soci e amministratori, le politiche di gestione del rischio, di gestione

9 M. Lipton, *It's time to adopt the new paradigm*, 2019, in <https://corp.gov.law.harvard.edu>; Id., *Corporate governance: the new paradigm*, 2017, in <https://corp.gov.law.harvard.edu>.

10 International Business Council of the World Economic Forum, *The New Paradigm A Roadmap for an Implicit Corporate Governance Partnership Between Corporations and Investors to Achieve Sustainable Long-Term Investment and Growth*, 2016.

del personale, di *procurement* e via a scendere sino a tutti gli ambiti dell'operatività dell'impresa.

Negli stessi anni, parte dell'accademia mette in discussione il primato dello *shareholderism* in rapporto ai sempre più presenti temi di sostenibilità e di c.d. *corporate social responsibility*¹¹ (come approfondita nel successivo paragrafo 3.3.).

Prima ancora, però, vi sono i cambiamenti culturali e normativi che fanno seguito agli scandali finanziari e alla crisi dei primi anni 2000 e che rimettono in discussione un asserito *laissez-faire* figlio di teorie e politiche economiche, o di *law & economics*, maturate negli anni '80, tra le quali per l'appunto l'idea che le società devono perseguire esclusivamente il fine privatistico del profitto per i propri soci.

In quel periodo, precisamente nel 2006, il *Companies Act* inglese già introduce una nozione di "dovere degli amministratori" che guarda al beneficio per i *member* della società e passa però attraverso la considerazione, tra l'altro, delle conseguenze nel lungo termine delle scelte di gestione, degli interessi dei lavoratori, delle relazioni con clienti e fornitori, dell'impatto della propria attività sulle comunità e sull'ambiente. La legge inglese¹² si esprime, infatti, in questi termini:

NOTA BENE

«**Duty to promote the success of the company:** (1) A director of a company must act in the way he considers, in good faith, would be most likely to promote the success of the company for the benefit of its members as a whole, and in doing so have regard (amongst other matters) to (a) the likely consequences of any decision in the long term, (b) the interests of the company's employees, (c) the need to foster the company's business relationships with suppliers, customers and others, (d) the impact of the company's operations on the community and the environment, (e) the desirability of the company maintaining a reputation for high standards of business conduct, and (f) the need to act fairly as between members of the company. [...]. (3) The duty imposed by this section has effect subject to any enactment or rule of law requiring directors, in certain circumstances, to consider or act in the interests of creditors of the company».

Appena tre anni più tardi, siamo nel 2009¹³, farà eco la modifica del codice di *corporate governance* tedesco secondo cui:

NOTA BENE

«The board is responsible for independently managing the company in the interests of the company, that is, taking account of the interests of the shareholders, its employees and other stakeholders, with the objective of sustainable creation of value».

11 Cfr. B. Sjaafjell, A. Johnston, L. Anker - Sørensen, D. Millon, *Shareholder primacy: the main barrier to sustainable companies*, 2015, in <https://papers.ssrn.com>, («As long as the pre-eminence of the social norm of shareholder primacy prevails and institutional shareholders fail to see the importance of taking a long-term perspective, the business case approach that dominates the CSR agenda is unlikely to assist proponents of sustainability»). Di opposto avviso, invece, A. Ferrell, H. Liang, L. Renneboog, *Socially responsible firms*, 2014, in <https://papers.ssrn.com>, (secondo cui «CSR in general is not inconsistent with shareholder wealth maximization», partendo dalla dimostrazione che società con più elevati *pay-out* ai soci e remunerazioni agli amministratori sono spese quelle più impegnate sul piano della *corporate sociale responsibility*).

12 Companies Act (UK) § 172(1).

13 Un anno prima, nel 2008, il codice di *corporate governance* olandese introduce il concetto secondo cui l'agire degli amministratori deve essere «guided by the interests of the company and its affiliated enterprise, taking into consideration the interests of the company's stakeholders».

In ambito accademico, alla fine degli anni '90, benché lo *shareholderism* fosse allora imperante, si distinguono voci contrarie alla supremazia dell'interesse dei soci nella gestione delle società, partendo dal presupposto che – oltre agli amministratori – anche i lavoratori, i creditori e le comunità contribuiscono al successo della società. Di conseguenza, oltre a preoccuparsi del rapporto gerarchico di *agency* tra amministratori e soci, ci si dovrebbe preoccupare delle relazioni con tutti gli altri soggetti che entrano in contatto con la società. Tuttavia, non si ritiene possibile regolare efficacemente i rapporti con questi soggetti attraverso lo strumento contrattuale (ovvero privatistico), ma solo attraverso la regolamentazione, in particolare la legge che regola la *corporate governance* delle società¹⁴.

Ancor più indietro nel tempo, negli anni '30, prima che la visione eminentemente privatistica del *corporate purpose* prendesse il sopravvento, si è svolto un dibattito simile a quello attuale tra *shareholderism* e *stakeholderism*, anche se più incentrato sui doveri degli amministratori¹⁵. Nell'accademia statunitense allora ci si interrogava, infatti, su chi fossero i fiduciari nel cui interesse gli amministratori (fiduciari) devono agire: solo i soci oppure anche altri *stakeholder*, come i lavoratori e i consumatori, se non la società in generale? È questo, peraltro, un tema che sta al fondo di molti *leading case* delle corti nordamericane a partire dall'inizio del '900, a esempio, in materia di misure difensive contro scalate ostili, rispetto alle quali ci si chiede se gli amministratori possano resistere sulla base del migliore interesse dei soli soci o anche di altri *stakeholder*¹⁶.

Il dibattito sullo *stakeholderism* non è, quindi, nato ai giorni nostri, ma ha solo preso nuova linfa per via del convergere di vari fattori, *in primis* culturali ed economici, che paiono partire “dal basso” – a esempio, un consumo più responsabile e la ricerca di investimenti in imprese più sostenibili – e risalgono ai soci – come i grandi fondi di investimento internazionali – e quindi agli amministratori e alle società. Esattamente come avveniva negli anni '30, inoltre, il fenomeno è oggetto di dibattito, non mancando voci critiche secondo cui una *governance* focalizzata sull'interesse di tutti gli *stakeholder*, anziché dei soli *shareholder*, non sia in grado di portare in realtà benefici né per i primi né per i secondi¹⁷.

14 Cfr. M. Blair, L. Stout, *A team production theory of corporate law*, *Virginia Law Review*, 85, 248, 1999; L. Stout, *New thinking on “shareholder primacy”*, 2011, B. Cheffins, *The team production model as a paradigm*, 2014, tutti in <https://papers.ssrn.com>.

15 Si fa riferimento al dibattito tra A. Berle e M. Dodd sulla *Harvard Law Review*, con il secondo tipicamente riconosciuto come fautore dello *stakeholderism* mentre il primo è tradizionalmente considerato come il primo principale promotore dello *shareholderism* poi divenuto dominante. Per una completa analisi della più articolata evoluzione del pensiero dei due Autori coinvolti nel dibattito degli anni '30, cfr. W. Bratton, M. Wachter, *Shareholder primacy's corporatist origins: Adolf Berle and The modern corporation*, *Journal of corporation law*, 2008, 100.

16 Spesso citate sono le decisioni della Corte Suprema del Delaware *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, del 1985, in cui si afferma che, nel decidere se apprestare misure difensive, gli amministratori devono considerare «the impact on [...] creditors, customers, employees, and perhaps even the community generally» e *Revlon Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, in cui – solo un anno dopo – si afferma, invece, che il dovere degli amministratori guarda all'interesse (solo) dei soci.

17 Tali critiche, a ben vedere, non sono però rivolte allo *stakeholderism* in quanto tale, ma a talune sue declinazioni basate sull'idea per cui l'interesse degli *stakeholder* diversi dai soci possa essere perseguito esclusivamente attraverso l'auto-regolamentazione. Secondo i cosiddetti critici, invece, sarebbe necessario creare adeguati assetti di *governance* e incentivi per gli amministratori. Si esprimono in termini critici: L. A. Bebchuck, R. Tallarita, *The illusory promise of stakeholder governance*, 2020, in <https://papers.ssrn.com>, la cui analisi si basa sull'esame degli incentivi per gli amministratori derivanti dai loro sistemi di remunerazione, nonché sulla passata esperienza relativa all'introduzione negli Stati Uniti – negli anni '80 e '90 – di norme che permettevano agli amministratori di ostacolare OPA ostili sulla base dell'interesse degli *stakeholder*. Secondo tale analisi, gli amministratori hanno utilizzato queste norme per beneficiare i soci e se stessi, ma gli altri *stakeholder* non hanno tratto beneficio. V. anche, L. A. Bebchuck, K. Kastiel, R. Tallarita, *For whom corporate leaders bargain?*, 2021, in <https://papers.ssrn.com>.