



**FORUM
DISUGUAGLIANZE
DIVERSITÀ**

I MATERIALI

**15 PROPOSTE PER
LA GIUSTIZIA SOCIALE**

I Ispirate dal Programma
di Azione di Anthony Atkinson

Paper presentato al seminario: *Ribilanciare la distribuzione del reddito, del potere negoziale e del controllo a favore del lavoro*, organizzato dal Forum Disuguaglianze Diversità, presso la Casa della Cultura, Milano, 30 ottobre 2018.

FRANCESCO DENOZZA e ALESSANDRA STABILINI

Università di Milano

Ribilanciare il potere del lavoro e democratizzare l'economia.

1. Il superamento dell'impostazione di Berle & Means: la dissociazione tra proprietà e controllo da problema a risorsa.

Il movimento di pensiero che negli anni settanta del secolo scorso sviluppò la teoria dell'*agency*, e propose la tesi dello *shareholder value*, parte da un rovesciamento della prospettiva ereditata dalle famose ricerche di Berle e Means. Questi ultimi avevano identificato come un problema, forse il principale problema della società per azioni, il fatto che si fosse prodotta una dissociazione della proprietà (oramai diffusa tra un numero enorme di piccoli investitori) dal potere di gestione, affidato a *managers*.¹ Con la conseguenza che le imprese, anziché essere gestite da un proprietario economicamente coinvolto e totalmente responsabile, sono ormai amministrate da soggetti non proprietari, o proprietari solo in parte e spesso, nelle società a capitale molto diffuso, neppure indirettamente legittimati da un significativo consenso dei "proprietari".

Non è il caso di ripercorrere qui la storia dei molti problemi, anche politici, aperti da questa constatazione. Basterà ricordare che tali problemi erano rimasti in sostanza irrisolti fino a quando (come ho detto, nel corso degli anni settanta del secolo scorso) la dottrina americana operò un vero e proprio rovesciamento del problema. La dissociazione tra, da una parte, la proprietà, e quindi la funzione di investimento finanziario e, dall'altra, le capacità manageriali, e quindi la funzione di amministrazione, venne presentata da questi autori non più come una possibile fonte di molti gravi inconvenienti, ma come manifestazione di un fenomeno assolutamente positivo, e ampiamente diffuso in una economia di mercato (di cui è anzi in un certo senso il complemento)⁽²⁾. Si tratta di quella divisione sociale del lavoro, e conseguente specializzazione, che, almeno da Adam Smith in

1

¹ Che Berle e Means immaginavano soprattutto come professionisti, ma che ben possono essere essi stessi soci o espressione di un gruppo ristretto di soci, come (fuori dagli Stati Uniti e dal Regno Unito) più frequentemente avviene.

2

² Cfr. almeno Michael C. Jensen e William H. Meckling, "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of financial economics* 3.4 (1976): 305-360; Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, "The Corporate Contract", 89 *Columbia L. Rev.* 1416 (1989).

poi, è considerato il motore principale dello sviluppo capitalistico. Quindi un fenomeno, quello della dissociazione, che non deve essere deplorato, o addirittura combattuto, ma che deve essere messo semplicemente in condizioni di potersi sviluppare al meglio, e di produrre tutta l'utilità che può essere ricavata da una specializzazione di questa portata.

Posta la questione in questi termini, l'obiettivo è, in teoria, facilmente delineabile. Si tratta di fare in modo che i *managers* siano complessivamente in grado di attirare la maggiore massa di risorse possibile e che queste risorse siano effettivamente indirizzate verso i *managers* in grado di gestirle con la maggiore abilità. Ciò può produrre un sistema delle imprese quantitativamente robusto e qualitativamente efficiente.

In condizioni ideali, il raggiungimento di questi obiettivi non dovrebbe richiedere ad un benevolo legislatore particolari sforzi. I due sotto-obiettivi (raccolta della maggior quantità di risorse possibile / indirizzo delle risorse verso le imprese più efficienti e verso gli impieghi più redditizi), lungi dall'essere in contraddizione, si sostengono a vicenda e ciascuno di essi corrisponde perfettamente ai migliori interessi di ciascuna delle varie parti in causa. Basterebbe fare quindi affidamento sulle spontanee tendenze dei soggetti privati coinvolti e lasciarli liberi di contrattare come meglio credono. Basterebbe, in una parola, lasciare fare al mercato.

Sfortunatamente siamo qui in presenza di una di quelle situazioni nelle quali non c'è garanzia che il mercato possa funzionare in maniera ottimale. Siamo cioè in presenza di potenziali *market failures* originati qui da una serie di costi di transazione, a cominciare dai costi di transazione che sono caratteristici di tutte le situazioni di *agency*⁽³⁾.

Si tratta, come oramai è arcinoto, delle difficoltà che in un rapporto di *agency* sorgono dall'esistenza di un potenziale conflitto di interessi tra colui / coloro che agiscono (l'agente) e colui / coloro che sono i destinatari degli effetti dell'azione dell'agente (il *principal*). Questo tipo di rapporto (uno agisce, un altro sopporta in via principale le conseguenze dell'azione) ingenera un conflitto di interessi che a livello più elementare può assumere la forma di un contrasto tra l'interesse dell'agente ad ottenere la massima remunerazione con il minimo sforzo, e l'interesse del *principal* ad ottenere il massimo impegno dell'agente con il minimo sacrificio suo personale (pagandolo quindi il meno possibile).

A partire da questa forma elementare, è poi evidente che il conflitto può assumere nelle varie situazioni caratteristiche diverse e presentarsi in maniera molto più raffinata e complessa.

3

(³)Cfr. Armen A. Alchian and Harold Demsetz, "Production, information costs, and economic organization", *The American economic review* 62.5 (1972): 777-795; K. J. Arrow, *The Economics of Agency*, in Pratt and Zeckhauser, *Principals and Agents, the Structure of Business*, Harvard, 1985, 37; E. Fama, *Agency Problems and the Theory of the Firm*, *J. Pol. Econ.* 1980, 288; E. Fama & M. Jensen, *Separation of Ownership and Control*, *J.L. & Econ.* 1983, 301; Michael C. Jensen e William H. Meckling, "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", cit..

Nel caso della gestione di una impresa, il conflitto può diventare particolarmente acuto perché, da una parte, l'agente può sfruttare molti e diversi meccanismi per realizzare il proprio interesse a scapito di quello del *principal* e, dall'altra, quest'ultimo incontra molte difficoltà a realizzare una adeguata sorveglianza dell'agente in modo da essere in grado di stabilire se i successi e gli insuccessi dell'impresa dipendono dalle capacità e dall'impegno dell'agente o dipendono invece dalla fortuna e dal caso. E ciò ancora di più quando, come avviene in molte società per azioni, persino in quelle di grandi dimensioni, l'agente partecipa anche di alcune caratteristiche di un *principal*: è, cioè, anche socio, o strettamente legato ad uno specifico gruppo di soci.

La ricerca della via migliore per superare questo fallimento del mercato e garantire in qualche modo il raggiungimento dell'obiettivo individuato (massimizzazione degli investimenti / loro indirizzo verso i *managers* in grado di farli fruttare di più) finisce allora per apparire come il compito più urgente cui la dottrina deve assolvere, e a ciò si dedicarono tutti i migliori studiosi dell'epoca.

I grandi problemi politico-sociali sollevati dalla ricerca di Berle e Means sono così definitivamente accantonati come pressoché irrilevanti, e l'attenzione si può concentrare sulle varie transazioni con cui i soggetti che dispongono delle diverse, specializzate, risorse necessarie al funzionamento dell'impresa sociale si accordano per fornirle. I temi della disciplina della società per azioni sono allontanati dalla politica e dal diritto pubblico e definitivamente riconsegnati al diritto privato, che è appunto quello che si occupa di favorire la realizzazione delle più efficienti transazioni tra soggetti privati.

2. L' Agency theory e il network of contracts.

A partire dagli anni '70 del secolo scorso è diventata perciò progressivamente dominante una peculiare concezione della società per azioni, che la considera come una semplice rete di contratti. In questa concezione si suppone che ciascuno dei vari soggetti che fornisce qualche risorsa all'impresa, e che è in qualche modo interessato alle sue sorti, si ponga con gli altri soggetti interessati in una relazione di tipo contrattuale, e che solo dal concreto configurarsi di questa relazione possano derivare i diritti e gli obblighi di tutti.

Qui la legge ha perciò la limitata funzione di offrire a queste relazioni di tipo contrattuale il quadro istituzionale in cui possano essere definiti e stipulati i singoli concreti contratti ed eventualmente quello di ovviare alla impossibilità materiale di stipulare effettivi contratti che può verificarsi nei rapporti tra certe categorie di soggetti (è ad es. difficile pensare che l'impresa possa stipulare contratti con tutti i soggetti potenzialmente interessati agli effetti delle politiche ambientali dell'impresa stessa) provvedendo a dettare direttamente regole i cui contenuti tentino di rispecchiare

i contenuti dei contratti che i soggetti in questione avrebbero stipulato, se avessero potuto contrattare direttamente tra di loro.

In questo contesto di infinite relazioni bilaterali, quella che viene valutata come la più importante è quella che intercorre tra i soci e i gestori (nella nozione di gestori sono ovviamente ricompresi anche quei soci che amministrano la società come *managers* o attraverso *managers* di loro personale fiducia).

Le ragioni di questa valutazione sono varie e possono andare dalla realistica osservazione suggerita dal buon senso per cui se non c'è un soddisfacente accordo tra investitori e *managers* le società neppure si costituiscono, e non si crea perciò materia per occuparsi di nessun'altra possibile relazione d'impresa, fino alla più tecnica (e controversa) considerazione per cui i soci sarebbero i c.d. *residual claimants* (nessun dividendo può essere distribuito loro se prima non sono state soddisfatte le pretese legali di tutti gli altri *stakeholders*). In ogni caso, la conseguenza della centralità attribuita alla relazione contrattuale tra i soci e gli amministratori è stato lo sviluppo della teoria dello *shareholder value* che si è posta come naturale complemento ed integrazione della teoria dell'*agency*.

Nella versione di questa teoria che è stata dominante nell'ultimo mezzo secolo o quasi, il *principal* (e cioè, come si è detto, il soggetto i cui interessi devono essere curati dagli amministratori) è stato identificato nei soci (intesi peraltro molto più come investitori che non come partecipanti ad una impresa comune) e nei soci soltanto ⁽⁴⁾.

3. La posizione degli *stakeholder* non finanziari.

Riassumiamo allora i passaggi essenziali dell'*agency theory*: l'impresa è una rete di relazioni di tipo contrattuale tra tutti i soggetti interessati; quella tra investitore-*principal* e *manager*- agente è la più importante tra queste relazioni; la peculiare posizione dei soci-investitori e l'importanza del loro ruolo giustificano il fatto che agli amministratori sia imposto il dovere di massimizzare solo ed esclusivamente il benessere dei soci.

L'interpretazione dominante di questa tesi ha derivato da queste premesse una drastica conclusione, e cioè che gli amministratori, una volta adempiuti gli stretti obblighi nei confronti di terzi derivanti dalla legge, o dai contratti con questi terzi stipulati, devono orientare tutta la libertà d'azione che ne residua (quindi tutte le scelte che non siano vincolate dai suddetti leggi e contratti) in direzione di un unico obiettivo: la massimizzazione del valore delle azioni e quindi del benessere dei soci.

4

⁽⁴⁾ Senza ovviamente alcuna pretesa di esaustività cfr. Frank H. Easterbrook & Daniel R. Fischel, "The Corporate Contract", cit.; Stephen M. Bainbridge, "In Defense of the Shareholder Wealth Maximization Norm: A Reply to Professor Green", 50 *Wash. & Lee L. Rev.* 1423 (1993). Cfr. Anche la teoria dello "enlightened shareholder value" proposta da Michael C. Jensen in "Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function", *Journal of Applied Corporate Finance*, Fall 2001, http://papers.ssrn.com/abstract_id=220671.

In questo senso non c'è qui alcuno spazio per la cura degli interessi di altri *stakeholders* e per lo sviluppo della c.d. *corporate social responsibility*, se la si intende non come un fenomeno puramente volontario, ma come un obbligo di tenere conto degli interessi di tutti i soggetti, anche quelli diversi dai soci, che sono comunque coinvolti nell'esercizio dell'impresa sociale⁽⁵⁾. In questa prospettiva ciò che può proteggere gli interessi dei vari *stakeholders* non è l'attenzione da parte degli amministratori alle implicazioni sociali delle politiche dell'impresa che amministrano, ma soltanto i vincoli imposti dalla legge o quelli che i vari *stakeholders* riescano a contrattare e a formalizzare in accordi legalmente validi. Al di fuori dei confini in questo modo segnati, gli *stakeholders* diversi dai soci non possono e non devono aspettarsi nulla da una possibile benevola attitudine degli amministratori nei loro confronti. Una simile attitudine non è assolutamente richiesta agli amministratori ed anzi è loro tendenzialmente preclusa (a meno che non siano in grado di dimostrare che, in certe date circostanze, un benevolo trattamento degli *stakeholders*, pur non imposto da legge o da contratto, potrebbe comunque giovare all'impresa e quindi in definitiva ai soci stessi e al valore delle loro azioni).

Questa sistemazione, che ha un suo fascino astratto⁶, in quanto costruisce un ordine in cui ciascuno sembra ricevere quello che gli spetta, ha però un enorme tallone di Achille, che i progressivi sviluppi dello studio della c.d. incompletezza contrattuale hanno reso sempre più evidente. Il fatto è che né le leggi, né i contratti sono in grado di regolare completamente tutte le possibili contingenze future. Si tratta in entrambi i casi di strumenti di regolazione che, soprattutto quando riferiti ad attività complesse che si proiettano in lunghi futuri (come succede tipicamente all'impresa) lasciano ampi margini di incertezza e perciò di discrezionalità in capo a coloro che queste regole sono chiamati ad applicare.

Se si tiene conto di ciò, ci si rende conto che la teoria esposta non è così razionale ed equilibrata come potrebbe a tutta prima sembrare. Di fatto tutto l'ampilissimo, discrezionale potere che leggi e contratti lasciano agli amministratori delle imprese (e ai soci che li controllano) viene univocamente vincolato ad esclusivo beneficio di una sola delle varie componenti, e cioè quella dei soci investitori. Quindi nessun equilibrio, ma una situazione decisamente sperequata a favore dei soci. Mentre tutti gli altri *stakeholders* devono preoccuparsi di procurarsi strumenti di tutela così completi da prevenire ogni possibile opportunismo degli amministratori, i soci godono del privilegio per cui gli agenti (gli amministratori che prendono le decisioni imprenditoriali più

5

⁽⁵⁾Per una critica alle concezioni volontaristiche della CSR, e per riferimenti al dibattito in argomento, cfr. il nostro *The Shortcomings of Voluntary Conceptions of CSR*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, rivista telematica, n. 2/2013, <http://odc.seminabit.com/edizioni/2013/2/saggi/the-shortcomings-of-voluntary-conceptions-of-csr/>.

6

⁽⁶⁾Recentemente sottolineato da C. Angelici, *Divagazioni sulla "responsabilità sociale" d'impresa*, in *Riv. soc.*, 2018, 3 ss..

rilevanti) hanno nei loro confronti obblighi che non solo vanno oltre quanto espressamente previsto nel contratto (lo statuto della società) ma che arrivano ad imporre di approfittare di ogni occasione favorevole per la soddisfazione dell'interesse dei soci, anche a scapito dell'interesse di altri *stakeholder*.

In (relativa) alternativa a queste impostazioni, ma pur sempre all'interno di una visione attenta ai temi dell'agency e della rete di contratti, altre teorie tentano di valorizzare l'interesse che tutti gli *stakeholder*, compresi i soci, hanno al migliore successo dell'impresa cui tutti in qualche modo partecipano. Nasce così l'idea che un trattamento non opportunistico degli *stakeholder* diversi dai soci sia nell'interesse anche di questi ultimi. L'intuizione è che un atteggiamento pronto ad approfittare di ogni possibilità di procurare ai soci vantaggi a scapito degli altri soggetti interessati all'impresa non sia in linea di massima idoneo ad incentivare il massimo impegno e la massima collaborazione da parte di tutti. Al contrario, gli altri *stakeholder*, consapevoli dell'esistenza del rischio di essere vittime di comportamenti opportunisti tutte le volte che se ne dia l'opportunità, tenderanno a limitare il loro impegno allo stretto dovuto o allo stretto inevitabile, in modo da minimizzare il danno che un qualche approfittamento da parte degli agenti dei soci può arrecare loro.

Sul piano giuridico, questa impostazione si traduce nel tentativo di dare all'interesse della società, e al conseguente obbligo dell'amministratore di perseguirlo, una configurazione tale che sia in grado di porre limiti alla possibilità di sfruttare circostanze occasionalmente favorevoli per approfittare a vantaggio dei soci della vulnerabilità di altri *stakeholder*.

Nascono così, per fare un paio di esempi, teorie come la c.d. "team production theory" ⁽⁷⁾ o come l'*enlightened shareholder value* ⁽⁸⁾ che ispira il par. 172 del *Companies Act* Inglese del 2006 ⁽⁹⁾.

I problemi fondamentali di queste impostazioni sono soprattutto due. Il primo è che gli amministratori dipendono, dove più dove meno, ma comunque dai soci e non da altri. Aspettarsi che gli amministratori possano tenere a lungo comportamenti sgraditi ai soci attuali e agli investitori, soci potenziali, non è in genere realistico. Quindi, o si pensa che l'opportunità di non comportarsi in maniera opportunistica sia condivisa dai soci, o almeno dalla maggioranza di loro, oppure le probabilità che gli amministratori possano stabilmente tenere un comportamento lungimirante, che

7

⁽⁷⁾M. Blair, L.A. Stout, *A Team Production Theory of Corporate Law*, 85 *Virginia Law Review*, No. 2, March 1999; M.M. Blair, L.A. Stout, *Director Accountability and the Mediating Role of the Corporate Board*, available at <http://papers.ssrn.com/abstract=266622>; L.A. STOUT, *The Mythical Benefits of Shareholder Control*, 93 *Virginia Law Rev.*, 2007, 789; L. Stout, *The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public*, Berret Keohler Publications, 2012.

8

⁽⁸⁾Michael C. Jensen, "Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function", cit.

9

⁽⁹⁾Abbiamo sviluppato gli argomenti critici delle due impostazioni riassunti di seguito nel testo in *CSR and Corporate Law: The Case for Preferring Procedural Rules*, 2008, *Social Science Research Network* (www.ssrn.com).

però scontenta la maggioranza degli investitori, sono in genere molto scarse. Non esiste cioè la possibilità di fare affidamento su una tecnocrazia quasi imparziale (come pensa invece soprattutto la *team production theory*) in grado di imporsi sui soci e di prendere decisioni magari nell'immediato ad essi non gradite, ma destinate a ridondare, nel lungo termine, anche a loro vantaggio.

Il fatto di non poter contare su una tecnocrazia relativamente indipendente (la tecnocrazia della società per azioni dipende necessariamente da quei soci che possono decidere nomine ed eventuali rinnovi) aggrava un altro problema tipico di queste costruzioni. Esse infatti fanno, alla fin fine, affidamento su meccanismi reputazionali. È infatti un meccanismo di tipo reputazionale che dovrebbe assicurare gli altri *stakeholder* in ordine alla possibilità che i loro interessi siano trattati dagli amministratori in modo imparziale e non opportunistico. Poiché non esistono in genere azioni legali esercitabili dagli *stakeholder* non finanziari nei confronti di amministratori autori di comportamenti opportunistici a loro danno, l'affidamento di questi *stakeholder* può alla fine basarsi solo sulla convinzione che gli amministratori eviteranno comportamenti opportunistici nei loro confronti per timore che altrimenti la loro credibilità generale venga irrimediabilmente compromessa e che in conseguenza non potranno più godere della fiducia non solo degli *stakeholder* che nell'immediato soffrono le conseguenze dei loro comportamenti, ma neppure della fiducia di altri *stakeholder* che siano venuti a conoscenza degli eventi.

Il problema per le tesi che stiamo esaminando nasce dal fatto che un meccanismo reputazionale di questo genere può forse funzionare con riferimento agli amministratori, preoccupati di preservare la loro carriera di *managers*, ma può essere molto meno efficace nei confronti di investitori relativamente anonimi e comunque abituati a comporre e scomporre variabili collaborazioni. Insomma, la reputazione può avere rilevanza in condizioni di stabilità proprietaria e manageriale. Ne ha molta meno nel contesto di un capitalismo dominato dal capitale finanziario e dalla sua naturale mobilità.

Da un altro punto di vista, l'affidamento agli amministratori del compito di garantire uguale rispetto di tutti gli *stakeholder* e comportamenti non opportunistici, presenta aspetti problematici ove si consideri che gli amministratori non sono dei soggetti disinteressati, in grado di dare giudizi come un terzo imparziale che non ha messo in gioco nessuna posta personale.

Qui potrebbe essere forse rilevante una distinzione tra *managers* e amministratori non esecutivi, ovvio essendo che i primi hanno interessi personali in gioco in misura molto superiore ai secondi. Considerate tuttavia le possibilità che i *managers* hanno di sfuggire al controllo dei non esecutivi o addirittura di "corromperli", non crediamo che la distinzione, salvo ulteriori approfondimenti, sia a prima vista molto promettente. Quindi, anche nell'ipotesi che i soci si convincano della necessità di lasciare agli amministratori la possibilità di operare le opportune mediazioni tra gli interessi loro e

quelli degli altri *stakeholder*, resterebbe pur sempre da vedere se agli amministratori convenga assolvere questo compito in maniera effettivamente imparziale, o se esista il rischio che amministratori in grado di giustificare le loro scelte invocando, di volta in volta, o l'interesse dei soci, oppure quello degli altri *stakeholder*, non finiscano per acquisire un potere praticamente insindacabile, facilmente orientabile verso la cura dell'interesse loro proprio, più che di quello di chiunque altro.

Tirando un bilancio delle varie posizioni maturate nell'ambito generico della problematica sollevata dall'*agency theory* a noi sembra che tutte finiscono per essere accomunate dalla convinzione che la strada maestra di ogni intervento volto a modificare il comportamento delle società per azioni, passi attraverso la valorizzazione di meccanismi di mercato (come, lo si è visto da ultimo, la reputazione) magari sostenuti da interventi legislativi di tipo propulsivo o facilitante (come il par. 172 del *Companies Act* inglese del 2006) evitando comunque di istituzionalizzare forme di dialogo diretto con gli *stakeholder* diversi dai soci, e ancor più (e ciò vale, con le debite eccezioni, anche per i soci) evitando di creare la possibilità che qualche *stakeholder* possa interferire con l'esercizio dei poteri gestionali degli amministratori.

Nel complesso, a dispetto della retorica dello *shareholder value*, il compromesso raggiunto con la svolta degli anni settanta del secolo scorso (e rimasto non senza qualche modifica, in vigore per alcuni decenni) era in definitiva nel senso di assicurare ai soci-investitori una fetta della torta più grande di quella spettante ad altri *stakeholder*, in cambio di una potestà dei *managers* di gestire l'impresa senza troppi intralci legali, potestà che non è stata ridotta nei rapporti tra gestori e soci (nell'immediato la primazia assegnata all'interesse dei soci dalla teoria dello *shareholder value* non si è in genere tradotta in un aumento dei loro poteri legali) mentre è stata addirittura ampliata nei confronti degli altri *stakeholder*, respinti nel limbo di soggetti estranei all'interesse che i gestori sono tenuti a perseguire, e dei quali si può (forse si deve) legittimamente approfittare in tutti i casi in cui nessun vincolo giuridico obbliga a comportarsi diversamente.

4. La posizione dei soci.

Come si è appena rilevato, l'esaltazione dell'importanza del ruolo dei soci-investitori non ha comportato una generalizzata spinta verso un aumento dei poteri giuridici dei soci. Anzi, sul piano della libertà decisionale il potere degli amministratori è stato preservato e forse, complessivamente, aumentato.

La soluzione trovata al problema dei costi di transazione presenti nel rapporto di agenzia, si è basata non sull'aumento dei poteri del *principal*, ma, essenzialmente, sull'idea di favorire il funzionamento di alcuni meccanismi di mercato (i mercati finanziari e la loro supposta capacità di

misurare, con il prezzo di borsa delle azioni, la qualità della performance dei *managers*; il c.d. mercato del controllo supposto in grado di assicurare il continuo ricambio dei *managers* meno capaci con *managers* più capaci; il mercato delle carriere dei *managers*, supposto in grado di assicurare miglior remunerazione ai *managers* migliori, e di sollecitarne perciò il massimo impegno anche in assenza di minuziosi controlli da parte del *principal*, ecc.), valorizzando qualche vincolo giuridico (l'obbligo per i *managers* di fare riferimento allo *shareholder value*, l'inderogabilità degli obblighi fiduciari degli amministratori, estesi doveri di informazione, ecc.) con finalità sanzionatorie e di controllo, evitando però che tutto ciò potesse tradursi in interferenze dirette con i poteri decisionali degli amministratori.

5. L'evoluzione dei mercati finanziari e la crisi del modello dell'*agency*.

Come è ben noto i vari ricordati meccanismi escogitati per garantire una gestione efficiente dell'impresa (meccanismi cui si è aggiunto col tempo il ricorso a sistemi di remunerazione dei *managers* che avrebbero dovuto garantire un migliore allineamento dei loro interessi con quelli dei soci e che si sono però concretizzati in sistemi di remunerazione sempre più complicati e potenzialmente onerosi per le società gestite) hanno mostrato, specialmente durante l'ultima grande crisi finanziaria, i loro limiti e la loro sostanziale incapacità di assicurare una gestione delle imprese corretta e lungimirante.

Questo secondo noi non è altro che il punto di emersione della sostanziale inadeguatezza di tutto l'armamentario concettuale della teoria dell'*agency*, inadeguatezza che esplode nell'incapacità di comprendere e affrontare le profonde modifiche che sono nel frattempo intervenute sui mercati finanziari.

Non intendiamo ripercorre qui la dimostrazione e spiegazione dell'inadeguatezza sul piano teorico della dottrina in questione ⁽¹⁰⁾. Vorremmo qui soffermarci su quello che dal punto di vista giuridico consideriamo l'elemento più obsoleto di tutto l'impianto. Tale elemento è costituito a nostro avviso da una sostanziale ambiguità nella analisi dei rapporti di potere interni ed esterni alla società per azioni e conseguentemente dalla insoddisfacente configurazione data agli istituti giuridici che tali rapporti dovrebbero governare.

Come si è sottolineato alla fine del paragrafo precedente, l'assetto di poteri della società per azioni conserva formalmente ai *managers* un ruolo diverso, ma nel complesso non meno decisivo di quello che avevano nella precedente fase del capitalismo c.d. manageriale. Il loro potere viene sottoposto ad un vincolo stretto sul piano redistributivo, là dove si impone di riservare agli azionisti la maggior

10

⁽¹⁰⁾Lo abbiamo fatto, insieme ad una più diffusa esposizione degli argomenti di cui nel prosieguo del testo, nel nostro *Principals vs Principals: The Twilight of the "Agency Theory"*, in 3 *The Italian Law Journal* No. 2 (2017), <http://www.theitalianlawjournal.it/denozzastabilini/>.

quota possibile del surplus prodotto dall'impresa sociale, ma resta amplissima la loro libertà di scegliere i modi con cui massimizzare il surplus. L'esercizio di questa libertà potrà essere sindacato a posteriori al momento della rielezione, o quando si ponga il problema di un'eventuale revoca, ma non è legalmente influenzabile ¹¹ da soggetti che possano vantare un contro-potere giuridicamente riconosciuto e tutelato.

Poco alla volta, la realtà si è caricata di mettere questo modello in profonda tensione. E' successo anzitutto che la pressione concorrenziale ha costretto gli investitori, oramai quasi tutti istituzionali, e per gran parte intermediari, a pretendere un aumento sempre più grande, anche al di là delle possibilità sostenibili dell'impresa, del surplus a loro spettante. Questo è un processo ovvio e naturale: investitori privati *retail* possono avere orizzonti temporali diversi e diverse propensioni a pretendere immediate massimizzazioni dei loro investimenti, ma non sono in genere ossessionati dalla necessità di immediata massimizzazione dei rendimenti del loro investimento. Per investitori sottoposti alla pressione della concorrenza nella raccolta di fondi da investire, la massimizzazione diventa invece questione di sopravvivenza, legata alla possibilità di dimostrare continuamente che i loro investimenti sono particolarmente redditizi e possibilmente più redditizi di quelli dei loro concorrenti.

Altra conseguenza del passaggio dal capitalismo degli investitori *retail* al capitalismo degli investitori intermediari, è rappresentata da una strisciante modificazione dei rapporti di potere tra le due categorie (investitori e *managers* delle società destinatarie degli investimenti). In effetti, al contrario dei risparmiatori investitori diretti, gli intermediari investitori istituzionali sono anzitutto in grado di sfruttare con molta maggiore incisività gli strumenti giuridici (pur limitati) che l'ordinamento mette a loro disposizione e sono anche in grado di premere per ottenere correzioni delle regole che appaiono maggiormente preclusive della loro possibilità di esercitare potere all'interno della società. Si pensi con riferimento agli Stati Uniti alle molte battaglie per modificare le regole che limitano l'effettiva incidenza dei poteri di voto dei soci, sino alla più recente polemica contro le c.d., *dual-class companies* e in favore del principio *one share one vote*.

A ciò va aggiunto il potere che gli investitori in questione possono esercitare al di fuori del contesto istituzionale della società, e in particolare con la loro presenza attiva sul mercato. L'elevato grado di dipendenza dai mercati finanziari che caratterizza oggi le imprese, e che rappresenta un'altra novità

11

¹¹ Ovviamente resta fermo quanto già osservato in precedenza in ordine al potere che i soci possono esercitare di fatto sugli amministratori (come osservava già molti anni fa F. Galgano, *Le istituzioni dell'economia capitalistica*, Zanichelli, 1974, p. 89, "L'autonomia dell'organo amministrativo rispetto all'assemblea... non è una autonomia effettiva... ma autonomia strumentale rispetto agli interessi del gruppo assembleare di controllo della società". Gli amministratori se non ricevono più direttive dall'assemblea obbediscono pur sempre alle direttive del gruppo di comando al quale debbono la propria elezione e la determinazione del proprio compenso e dal quale potrebbero non essere riconfermati alla scadenza della carica. Il fatto che l'assemblea non possa più come in passato dare ordini agli amministratori produce questa sola differenza rispetto al passato: il gruppo di comando dà oggi ordini agli amministratori al di fuori dell'assemblea e, quindi, al di fuori di ogni controllo della minoranza".

rispetto al più variegato panorama di alcuni decenni fa, quando molte imprese riuscivano a farsi finanziare dalle banche in maniera tutto sommato adeguata alle necessità di allora, implica ovviamente che gli attori principali del mercato abbiano oggi la possibilità di esercitare una pressione sugli amministratori delle società molto maggiore di quella di un tempo.

Nel complesso sembra quindi che il ruolo svolto dagli azionisti-investitori abbia subito una modifica molto rilevante rispetto a quello che era al momento in cui vennero elaborati i pilastri teorici portanti dell'*agency theory*. Quest'ultima ha chiaramente dimostrato di non possedere gli strumenti teorici in grado di cogliere l'essenza di questa modifica di ruolo e men che meno di suggerire misure atte a fronteggiarne le conseguenze.

6. Le radici dell'impostazione dell'*agency theory* e le prospettive del suo superamento.

I limiti pratici illustrati nel paragrafo precedente, e gli effetti catastrofici che hanno avuto nello sviluppo della crisi finanziaria e successiva depressione, suggeriscono l'opportunità di un ripensamento dell'impianto complessivo su cui la teoria dell'*agency* si basa.

Prima di procedere in questa direzione sembra necessario un ulteriore passo e cioè l'identificazione dei fondamenti teorici più profondi che non sono esplicitati nella teoria ma che in definitiva ne ispirano l'intero approccio ai vari problemi.

Come si è detto, il punto di partenza dell'impostazione dei sostenitori dell'*agency theory* è l'idea che la divisione del lavoro tra investitori e *managers* sia un fenomeno potenzialmente produttivo di ricchezza che deve essere adeguatamente sfruttato nella maniera possibilmente più efficiente e cioè minimizzando i costi inevitabilmente prodotti dalla separazione tra una massa più o meno dispersa di proprietari e un ristretto numero di soggetti (*managers* di professione e soci di comando) che ne amministrano gli investimenti.

Si tratta anzitutto degli *agency costs* in senso stretto, che riguardano i rapporti tra investitori e *managers*. Esiste poi un problema di costi da azione collettiva, che riguarda i rapporti dei soci tra loro, e infine un problema, ancora più complesso, che riguarda i costi di organizzazione della collaborazione con tutti gli altri *stakeholder* ⁽¹²⁾.

Come abbiamo già detto, uno degli effetti del dominio intellettuale dell'impostazione in termini di *agency theory* è stato quello di ricondurre tutti i problemi della *corporate governance* all'interno di uno schema concettuale che focalizza l'attenzione esclusivamente sulle difficoltà di coordinare le azioni di individui che collaborano per il raggiungimento di uno scopo comune (che nella prospettiva dell'*agency theory* è identificato con la massimizzazione del surplus ricavabile dalla

12

⁽¹²⁾ Per una illustrazione particolarmente chiara di quanto nel testo, senza necessariamente aderire alle premesse ideologiche della costruzione, cfr. Reiner Kraakman e al., *The Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 3d ed., Oxford University Press, Oxford, UK, 2017.

collaborazione). Gli autori influenzati da questa impostazione vedono il problema del rapporto tra soci ed amministratori come un problema di ottimizzazione dei risultati della divisione del lavoro implicata dalla presenza di soggetti che forniscono capitale e soggetti che forniscono competenze manageriali. Per ottimizzare i risultati occorre che queste due attività “specializzate” si coordinino adeguatamente e la realizzazione di questo adeguato coordinamento diventa l’obiettivo di ogni proposta di soluzione dell’*agency problem*. I costi che possono derivare dalle diverse soluzioni dell’*agency problem* vengono poi confrontati con i costi che possono derivare dal fatto di dovere eventualmente affrontare altri problemi di coordinamento, come ad es. quello relativo ai rapporti tra le diverse azioni dei diversi soci.

Esemplificando (e un po’ banalizzando): l’aumento del potere dei *managers*, e della loro indipendenza rispetto ai soci, comporta un potenziale aumento dei costi derivanti dall’aumento della possibilità che i *managers* si procurino benefici privati, possibilità che a sua volta può ridurre l’offerta di capitale disponibile all’investimento in società per azioni.

Viceversa, l’aumento del potere dei soci, e quindi della loro possibilità di condizionare i comportamenti dei *managers*, può creare costi derivanti dalla difficoltà di raggiungere un ottimale coordinamento tra le azioni dei vari soci, inevitabilmente portatori di interessi e di valutazioni diverse e magari addirittura confliggenti.

In questa prospettiva i problemi prendono la forma di un *trade-off* tra i costi e i benefici di diversi modelli di coordinazione.

Spariscono sostanzialmente dall’orizzonte rilevante i problemi connessi non a semplici bilanciamenti tra i vantaggi e gli svantaggi delle diverse soluzioni che possono condurre alla massimizzazione del surplus, e connessi invece ai conflitti tra i portatori di diversi interessi (tutti magari in astratto legittimi, ma tra loro confliggenti) in ordine al modo di produrre e di spartire il surplus derivante dalla collaborazione.

Questo modo di vedere i problemi ha una immediata conseguenza sul piano dell’ingegneria istituzionale e, quindi, dell’impostazione dei problemi giuridici. Si tratta infatti di una impostazione che naturalmente orienta verso una sopravvalutazione del ruolo dell’organo amministrativo e dei *managers*. In una visione in cui i soli problemi rilevanti sembrano essere problemi di pura coordinazione, un organo come quello amministrativo, pensato come relativamente compatto e come tendenzialmente non portatore di rilevanti interessi propri, si presenta come il candidato naturale a svolgere un ruolo di mediazione e di equilibrio.

Questo orientamento, che assume come un dogma la centralità della posizione dell’organo amministrativo, e che perciò concentra la discussione sulle finalità e gli strumenti di un’azione volta a favorire il miglior uso da parte di tale organo di un potere destinato comunque a rimanere

ampiamente discrezionale, ha finito per condizionare anche l'impostazione del dibattito sulla responsabilità sociale dell'impresa. La maggior parte di questo dibattito ha riguardato (lo si è già notato) non il potenziamento dei poteri degli *stakeholders* (con conseguente inevitabile diminuzione del potere dei *managers*) ma l'opportunità, la modalità e i limiti di una presa in considerazione degli interessi di costoro da parte degli amministratori. Non, quindi, un miglioramento della capacità di autotutela dei propri interessi da parte dei soggetti portatori degli interessi rilevanti, ma una tutela indiretta di questi interessi ottenuta intervenendo sui criteri di esercizio della (per il resto intatta) discrezionalità degli amministratori.

La concentrazione del potere di gestione sui *managers*, accompagnata da vincoli che impediscano a costoro di appropriarsi di risorse che a loro non spettano, la limitazione dei poteri collettivi dei soci, l'espulsione degli *stakeholder* dal novero dei collaboratori e la loro trasformazione in pure controparti contrattuali, è sembrata la soluzione in grado di realizzare la miglior sistemazione dei vari possibili *trade-offs*. L'ambito di competenza legalmente attribuito ai *managers* tiene sotto controllo il problema di azione collettiva dei soci restringendone di fatto l'ambito rilevante, mentre il riferimento allo *shareholder value* vincola gli amministratori nei confronti dei soci e semplifica al massimo gli aspetti discrezionali della gestione dei rapporti con gli altri *stakeholder*.

In questo modo sembra che i vari soggetti coinvolti (investitori, altri *stakeholders* e *managers*) riescano a coordinarsi tra di loro con potenziali costi di transazione relativamente bassi.

Non intendiamo affrontare qui il problema se in questo modo si raggiunga il coordinamento più efficiente possibile e se siano ipotizzabili altre forme di coordinamento ancor più convenienti in termini di costi di transazione risparmiati.

La nostra critica vuole essere più radicale e a questo fine intendiamo fare riferimento ad una distinzione concettuale elaborata da Rawls⁽¹³⁾. Nell'esaminare nelle sue lezioni di Storia della filosofia politica il pensiero di Hobbes, Rawls sviluppa una distinzione tra due forme di collaborazione che chiama rispettivamente coordinazione e cooperazione. La coordinazione è quella che si verifica in un alveare o in una fabbrica, dove i vari partecipanti rispettano certe leggi o certi ordini e in tal modo coordinano le loro azioni, con l'effetto di aumentarne la produttività.

La cooperazione, secondo Rawls, implica qualcosa di più del semplice coordinamento. Implica in particolare l'idea che ciascuno partecipa all'attività comune in funzione di un vantaggio che può ricavare dalla sua partecipazione alla collaborazione e che perciò, nella cooperazione non solo si definiscono le regole di una qualche, più o meno efficiente, coordinazione, ma si discutono anche i

13

(13) J. Rawls, *Lectures on the History of Political Philosophy*, Samuel Freeman (ed.), Harvard University Press, 2007, 56 ss.

termini di una giusta ed equa cooperazione e che implicano necessariamente la concretizzazione di una qualche nozione di mutualità o di reciprocità.

Derivano da questa impostazione due corollari. Il primo è che i termini della giusta cooperazione operano anche come vincoli, come “... *constraints* that fair terms impose on efficient and productive and coordinated social activity so that this activity is also *fair* social cooperation.” Il secondo, meno sottolineato da Rawls, è che mentre la coordinazione può essere ottenuta in forza di meccanismi automatici, o di regole che sono poste da una autorità esterna, e che i partecipanti devono semplicemente subire, la cooperazione suppone che le regole che la governano debbano essere discusse, motivate e in definitiva sempre pronte a resistere ad attacchi che ne contestino la ragionevolezza (dal punto di vista dell’equità e della giustizia) e non solo la razionalità, intesa come l’attitudine a produrre la coordinazione più efficiente.

Se ora caliamo questo schema concettuale nell’analisi dei problemi della società per azioni risulta abbastanza evidente che l’impostazione proposta dall’*agency theory* privilegia decisamente aspetti che potremmo definire di coordinazione rispetto ad aspetti che potremmo definire di cooperazione. In concreto, infatti, la maggior preoccupazione degli autori che seguono questa impostazione è quella di massimizzare l’efficienza della coordinazione inventando alchimie istituzionali (distribuzione dei poteri) e attivando meccanismi impersonali (i vari mercati di cui abbiamo detto), a discapito dei profili di cooperazione che richiederebbero invece il dialogo tra i diversi soggetti interessati e la fissazione di regole non solo razionali, in quanto in grado di minimizzare i costi, ma anche ragionevoli, in quanto in grado di assicurare a ciascuno la possibilità di partecipare secondo criteri di giustizia e di equità ai proventi della collaborazione.

Al di là delle differenze, che pure esistono tra le varie impostazioni, il tratto decisivo comune a tutte le teorie che variamente si richiamano allo schema dell’*agency* è probabilmente questo, e cioè l’idea che sia possibile e produttiva una visione che privilegia le esigenze di coordinazione, e la minimizzazione dei relativi costi, rispetto ad una visione che valorizza adeguatamente anche i profili di cooperazione e si preoccupa perciò di creare l’ambiente istituzionale in cui possano essere elaborate regole concordate e giuste.

È questa visione efficientistica, in cui la dialettica tra i vari interessi e persino il solo dialogo sono considerati con sospetto, e trattati alla stregua di puri “costi” (di transazione), che induce a privilegiare il ruolo degli amministratori, e ad affidare loro un ruolo centrale (sia quello di agenti dei soci, come nella teoria dello *shareholder value*, sia quello di gerarchi mediatori, come nella teoria della *team production*) nell’insieme dei meccanismi con cui si pensa di realizzare la coordinazione tra i vari soggetti in maniera più o meno automatica, prevenendo ogni più costosa mediazione tra i vari interessi confliggenti.

Un superamento dell' *agency theory* passa quindi attraverso un ripensamento del suo impianto generale di prevalenza dei profili di coordinazione su quelli di cooperazione, e una correzione della principale conseguenza di questa impostazione, e cioè l' enfaticizzazione del potere degli amministratori (e, ovviamente, di coloro che li nominano).

7. Una prospettiva di superamento dell' *agency theory*.

Segnali, pur molto timidi, di un ripensamento di alcuni aspetti della teoria dell' *agency* possono essere registrati a vari livelli.

A livello europeo, sembra farsi strada l'idea che la predicata centralità dei soci non debba avere una ricaduta esclusivamente monetaria in termini di massimizzazione della resa dei loro investimenti, ma che debba anche tradursi in un maggiore diretto controllo dell'operato degli amministratori. Il ragionamento e le prospettive di intervento che esso apre sono alquanto complessi. Le riflessioni in sede europea prendono infatti necessariamente atto del fatto che i soci sono oramai costituiti in massima parte da investitori istituzionali e soprattutto da intermediari (da gestori cioè di denaro raccolto in un modo o nell'altro tra il pubblico). Ciò complica evidentemente la situazione, e pone un problema di duplici rapporti: quelli tra i risparmiatori che hanno affidato le loro sostanze ad intermediari ed i *managers* degli intermediari stessi, e quello tra questi *managers* e quelli delle società in cui hanno investito.

Nel complesso l'orientamento dell'Unione sembra volere agire su entrambi i fronti. Sul primo (quello dei rapporti tra risparmiatori e intermediari) l'obiettivo sembra essere quello di richiamare i gestori ad una maggior consapevolezza che i loro doveri nei confronti dei risparmiatori includono anche l'obbligo di diligentemente sorvegliare l'impiego che delle risorse dei risparmiatori fanno coloro (i *managers* delle società in cui gli intermediari investono) ai quali le hanno affidate.

Sul secondo fronte, quello del rapporto tra intermediari e gestori delle società in cui i primi hanno investito, la politica europea sembra ispirata dall'idea che un maggiore coinvolgimento dei soci nella vita delle società, e una conseguente riduzione del potere degli amministratori, sia una soluzione praticabile ed opportuna.

E' difficile dire quanto queste idee siano giuste e realistiche. La prima (sensibilizzazione dei *money managers* sulla necessità di intervenire nelle società in cui investono) corre il rischio di scontrarsi con una realtà in cui gli investitori sembrano sempre più convinti di potere accrescere i propri guadagni meno attraverso la promozione di un accorta gestione delle società in cui investono, e più attraverso una continua e intelligente attività di *trading*, spesso affidata allo sfruttamento di sofisticati algoritmi e della potenza di calcolo dei relativi macchinari. Ovviamente si può facilmente obiettare che se le imprese delle società destinatarie dell'investimento e dell'attività di *trading*

cominciassero ad andare tutte male, anche il più intelligente dei *trader* avrebbe difficoltà a mantenere a lungo una elevata profittabilità. Resta comunque da vedere se sia realistica la prospettiva di intermediari disposti ad affrontare spese per aumentare il valore di singole partecipazioni, anziché il valore dei loro complessivi portafogli.

Ammesso che l'incentivo e la *moral suasion* volti a promuovere un maggior coinvolgimento degli intermediari nelle società in cui investono abbia successo, resta da vedere se effettivamente questo coinvolgimento prometta di produrre i risultati sperati.

La prospettiva positiva che gli organi dell'Unione sembrano intravedere è sostenuta da una seconda idea, basata sulla convinzione che un fattore decisivo nel provocare la crisi del 2007- 2008 sia stato lo scarso impegno dei soci nel sorvegliare gli amministratori e nell' impedire, o almeno contenere, le politiche che hanno condotto costoro ad assumere l'eccessiva quantità di rischi che si è poi rivelata fatale per l'intero sistema¹⁴. Come si sa esistono però al riguardo convinzioni ben diverse, sostanzialmente opposte, che attribuiscono alla pressione esercitata dalla fame di guadagni dei soci la responsabilità di avere spinto gli amministratori verso le suddette politiche.

Ovviamente è difficile stabilire quale delle due tesi sia esatta e non è questo il luogo per affrontare il problema.

Ciò che qui conta è registrare il potenziale mutamento di prospettiva che queste impostazioni comportano. Il centro dell'attenzione non è più concentrato sugli amministratori, ed eventualmente sulla configurazione dei loro doveri, ma sembra invece spostarsi verso una visione più dialettica, in cui il momento decisivo è piuttosto quello della interazione tra soci e amministratori, nella prospettiva dell'esercizio da parte dei primi di un'azione volta a prevenire non solo comportamenti opportunistici, ma anche politiche inopportune, come quelle che comportano l'assunzione di rischi eccessivi¹⁵.

Significativa è anche la presenza di accenni alla possibilità che un ruolo simile sia svolto non solo dai soci, ma anche da altri *stakeholder* e in particolare dai lavoratori¹⁶.

14

□ Directive 2017/ 828 *Encouragement of long-term shareholder engagement*: “ The financial crisis has revealed that shareholders in many cases supported managers’ excessive short-term risk taking” (Rec.2)

15

□ *Ibidem*, “There is clear evidence that the current level of ‘ monitoring ’ of investee companies ... is often inadequate ... which may lead to suboptimal corporate governance and performance” (Rec 2)

16

□ *Ibidem*, “Greater involvement of all stakeholders, in particular employees, in corporate governance is an important factor in ensuring a more long-term approach by listed companies that needs to be encouraged and taken into consideration” (rec. 14). V. anche *Action plan* 12.12. 2012, n. 3.5 “The Commission believes that employees’ interest in the sustainability of their company is an element that ought to be considered in the design of any well-functioning governance framework” .

Quello dell'Unione non è l'unico ordinamento in cui è forse in atto un ripensamento dei rapporti tra *stakeholder* e amministratori. Significativo è anche l'esempio dell'ordinamento inglese, tra l'altro uno dei pochi ordinamenti europei, insieme a quello italiano, a non avere al suo interno nessuno strumento di coinvolgimento dei lavoratori nella gestione delle imprese (al di là ovviamente di quelli previsti per tutti dall'Unione).

Dopo il tentativo di modificare i rapporti tra gestori e *stakeholder* sfociato nell'emanazione del già ricordato par. 172 del *Companies Act*, tentativo che non sembra avere dato frutti rilevanti, l'attenzione dei legislatori inglesi sembra essersi spostata verso la possibile adozione di misure di natura completamente diversa. Prescindendo dai programmi dell'opposizione laburista, in cui il coinvolgimento dei lavoratori nella gestione delle imprese e il sostegno alle cooperative sono considerati punti fondamentali, va ricordato l'importante tentativo del governo conservatore di avviare un processo che possa condurre ad una rilevante modifica della *governance* societaria.

Proposte in un *Green paper* del 2017 e oggetto di un'ampia consultazione pubblica, sono al momento allo studio tre proposte che propongono tre modelli diversi (ma non necessariamente alternativi) di coinvolgimento degli *stakeholder*. Modelli che vanno da una speciale responsabilizzazione di una parte del *board* (affidare ad uno o più amministratori il compito di curare particolarmente gli interessi di una o più categorie di *stakeholder* e di rappresentarne le esigenze all'intero consiglio) alla creazione di comitati rappresentativi dei vari *stakeholder* chiamati ad interloquire stabilmente con il consiglio, fino alla istituzione di meccanismi di vera e propria rappresentanza e alla nomina di uno o più membri del *board* da parte di *stakeholder* diversi dai soci¹⁷.

Al di là della valutazione di merito di ciascuna delle strade ipotizzate, ciò che preme sottolineare è il significativo mutamento di rotta rispetto al percorso ipotizzato nel *Companies Act*, ancora legato ad una idea di centralità degli amministratori e alla convinzione di poter incidere semplicemente modificando la definizione degli interessi che costoro devono assumere come punto di riferimento delle loro scelte. Le più recenti proposte cui abbiamo poco fa accennato si caratterizzano invece per il fatto di valorizzare una diretta rappresentazione, e almeno in uno degli strumenti proposti addirittura una diretta rappresentanza, degli interessi degli *stakeholder* la cui identificazione e valutazione non è più rimessa alla semplice benevolenza (più o meno legalmente obbligatoria) dei *managers*.

17

! □ Queste indicazioni generali trovano una prima concretizzazione nell' *UK Corporate Governance Code* emanato dal Financial Reporting Council nel luglio 2018, che al punto 5 stabilisce che “ For engagement with the workforce, one or a combination of the following methods should be used: a director appointed from the workforce; a formal workforce advisory panel; a designated non-executive director. If the board has not chosen one or more of these methods, it should explain what alternative arrangements are in place and why it considers that they are effective” .

8. Da una prospettiva di *corporate governance* ad una prospettiva di democratizzazione dell'economia.

Nei paragrafi precedenti ci siamo mossi in una prospettiva circoscritta ai problemi della c.d. *corporate governance* ed abbiamo cercato di delineare le prospettive teoriche e pratiche di un passaggio da una sua concezione come mezzo di semplice coordinamento tra i proprietari delle diverse risorse, per lo più specializzate, che sono utilizzate nello svolgimento dell'attività dell'impresa sociale, ad una concezione che pone al centro i problemi di cooperazione tra tali soggetti e quindi la necessità che un dialogo tra costoro stabilisca non solo i compiti di ciascuno (coordinazione) ma anche legittime regole che assicurino a ciascuno una giusta quota del surplus prodotto dall'attività comune (cooperazione).

La prima implicazione pratica dell'adozione di questa diversa prospettiva è, come si è visto, l'abbandono di una visione che pone al centro della società per azioni il potere dei *managers* e ovviamente, là dove esiste (ed è tuttora l'ipotesi più diffusa nella maggior parte degli ordinamenti), dello stabile gruppo dei soci che li ha nominati, e sposta invece l'attenzione sulla necessità di dare agli *stakeholder* la possibilità di presentare direttamente i loro interessi ed esigenze, e magari anche di incidere sulle scelte dei *managers*, senza doversi limitare a fare affidamento sulla più o meno legalmente dovuta benevolenza di costoro.

Vorremmo qui inoltre sottolineare che l'adozione di questa diversa prospettiva offre la possibilità di andare al di là dell'orizzonte della *corporate governance* e di porre un più generale tema di democratizzazione dell'economia. Il tema è ovviamente troppo complesso per potere essere affrontato in questa sede. Si può comunque osservare che tra il livello specifico e in un certo senso micro della *corporate governance* e i problemi sociali più generali esiste oggi un collegamento ancora più stretto di quello che esisteva nel passato. Ciò è secondo noi dovuto a due fenomeni connessi e paralleli che sono, da una parte, la oramai molto ridotta capacità dello Stato di intervenire efficacemente sulla realtà sociale, e dall'altra l'assunzione da parte delle grandi imprese di un ruolo sempre più rilevante anche sul piano politico, oltre che su quello economico.

In questa situazione, l'idea di una democrazia economica realizzata attraverso l'intervento dello Stato nell'economico e nel sociale non sembra più in alcun modo proponibile, data l'assenza di mezzi e di capacità impiegabili in un simile progetto di cui soffre lo stato contemporaneo. Sembra, in particolare, improbabile che l'intervento dello stato correttivo dei risultati economici e sociali prodotti dai meccanismi di mercato possa spingersi al di là di un certo limitatissimo livello. L'idea, quindi, di combattere l'oramai diffusamente riconosciuta enorme crescita delle disuguaglianze sociali attraverso un intervento redistributivo affidato sostanzialmente alla fiscalità generale, sembra

assolutamente irrealistica. Ciò incide anche sulle possibilità e sugli esiti di un'azione orientata esclusivamente ad un livello in un certo senso opposto, che privilegiasse, cioè, l'intervento a livello di singole imprese. Si tratterebbe alla fine di un intervento che correrebbe il forte rischio di essere affidato a soggetti sociali i cui potere e capacità di intervento pratico rifletterebbero inevitabilmente le asimmetrie e le disuguaglianze esistenti nella società nel suo complesso, e si può anche dubitare che in un simile contesto gli interventi a livello di *governance* delle singole società possano avere come esito la produzione di nuove localizzate disuguaglianze e quindi, nel complesso, un aumento invece di una diminuzione delle disuguaglianze complessive.

Ciò premesso, la principale implicazione pratica che secondo noi dovrebbe avere il passaggio ad una visione non solo di miglioramento della *corporate governance* ma di democratizzazione dell'economia, è quella di immaginare e introdurre forme di collegamento istituzionalizzato tra le diverse azioni che i diversi *stakeholder* potranno porre in essere utilizzando, ciascuno nel proprio ambito, gli strumenti che l'ordinamento potrà porre a loro disposizione.

Occorrerebbe in questa prospettiva pensare a forme istituzionalizzate di collegamento tra rappresentanze di diversi *stakeholder* e di queste con autorità pubbliche, a cominciare da quelle affidatarie di specifici compiti, come ad es. le Autorità indipendenti. Dal primo punto di vista, quello del dialogo tra i diversi *stakeholder*, non è difficile immaginare i vantaggi che potrebbero derivare anche solo da scambi di punti di vista e informazioni (è interessante cercare di immaginare, per esempio, l'incidenza che uno stabile contatto tra clienti e dipendenti della banca avrebbe potuto avere sull'evoluzione delle recenti crisi bancarie italiane). Né è difficile immaginare l'incidenza che potrebbe avere un' opportuna istituzionalizzazione e disciplina dei rapporti tra Autorità indipendenti, soprattutto quelle settoriali, e i rappresentanti dei dipendenti delle imprese soggette alla loro autorità.

Va rilevato infine che esiste anche una non irrilevante prospettiva di allargamento della collaborazione ad investitori che sono, o dovrebbero essere, particolarmente sensibili alle esigenze e alla tutela degli interessi degli *stakeholder*. Pensiamo, in particolare, al fenomeno del c.d. *socially responsible investing* e ai fondi pensione. Entrambe queste categorie di investitori sono, sia pure per motivi diversi, interessati a prospettive di sostenibilità nel lungo periodo e quindi al dialogo per lo meno con tutti gli *stakeholder* che condividono questo interesse.

9. Ribilanciare il potere del lavoro.

E' ovvio che nell'ambito degli *stakeholder* non finanziari un ruolo centrale non possa non spettare ai lavoratori dipendenti dell'impresa. I motivi di questa centralità sono molti e per lo più evidenti. Ne vorremmo sottolineare solo uno, che si è materializzato in tempi relativamente recenti, e che qui

non potremo approfondire come meriterebbe. Si tratta della oramai massiccia presenza dei lavoratori, per il tramite dei fondi che amministrano le risorse destinate a coprire le loro pensioni, anche sui mercati finanziari. I problemi e le opportunità che nascono da questa duplice presenza (dal lato degli *stakeholder* a livello di impresa, da quello degli investitori, a livello di mercati finanziari e società per azioni) non possono essere esplorati in questa sede, ma non se ne può certo sottovalutare l'importanza.

Si tratta di un ruolo peculiare che appare già largamente riconosciuto, almeno in Europa, dove esistono da tempo molteplici forme di coinvolgimento dei lavoratori, forme che vanno dalla semplice possibilità di ottenere informazioni, fino alla presenza, anche relevantissima (come nel caso della Germania) di rappresentanti dei lavoratori negli organi societari. Un dato indicativo dell'importanza del fenomeno è l'esistenza di forme (variegate) di c.d. di BLER (*Board Level Employee Participation*) in ben 19 Paesi europei.

Alcune di queste esperienze sono state indotte dalla legislazione dell'Unione Europea. Molte sono invece frutto di interventi peculiari ai singoli Paesi.

SI tratta comunque di esperienze di partecipazione che possono assumere forme molto diverse. Una classificazione delle varie forme di coinvolgimento dei lavoratori è contenuta nella direttiva sulla società europea e spazia dal semplice "involvement" sino alla "participation", passando per i diritti di informazione, consultazione, ecc.

I giudizi sugli effetti prodotti dalle diverse forme di coinvolgimento sperimentate nei vari paesi non sono univoci, e spesso discusse sono anche le prospettive di sviluppo o di involuzione di ciascuna.

Un giudizio complessivo ragionato è difficile da formulare in assenza di una analisi dettagliata di ciascuna situazione, tanto più che viene spesso segnalata l'esistenza di un notevole scarto tra la disciplina formalmente vigente e la sua effettiva applicazione.

In ogni caso sembra che tutte queste esperienze abbiano finito per collocarsi all'interno di prospettive in cui prevalgono esigenze di governo delle relazioni industriali, anche se queste assumono talvolta un configurazione allargata, fino a comprendere visioni più prospettiche e progettuali.

La prospettiva che qui si intende proporre è alquanto diversa in quanto la partecipazione dei lavoratori andrebbe ad inquadrarsi nel più generale discorso che abbiamo sviluppato pocanzi con riferimento in generale a tutti gli *stakeholder*. L'*empowerment* di tutti gli *stakeholder*, compresi i lavoratori, dovrebbe essere considerato, come abbiamo detto, parte di un progetto di miglioramento della qualità della *corporate governance* e, in prospettiva, di democratizzazione dell'economia. E' ovvio che ciascun *stakeholder* presenta proprie peculiarità (ad es., alcuni come i consumatori hanno spesso una facile possibilità di esercitare la c.d. facoltà di *exit*, possibilità che altri, si pensi ad es.,

all'ambiente, non hanno). E' conseguentemente ovvio che ogni *stakeholder* userà gli strumenti di partecipazione posti a sua disposizione anche per la difesa delle proprie peculiari posizioni e così potrà succedere anche per i lavoratori. Ci sembra tuttavia comunque importante che l'elaborazione dell'architettura istituzionale avvenga nella prospettiva di favorire al massimo una partecipazione coordinata degli *stakeholder*.

Se si adottano queste prospettive (miglioramento della *corporate governance* / democratizzazione dell'economia) del resto naturalmente convergenti, il coinvolgimento dei lavoratori può essere ripensato all'interno di un quadro che, oltre a fare riferimento alle ovvie istanze di autotutela degli interessi dei lavoratori, valorizzi sia quegli aspetti del loro coinvolgimento che possono ridondare a vantaggio di tutti gli *stakeholder*, sia i possibili diretti collegamenti tra tutti gli *stakeholder*, a partire dai lavoratori stessi.

Passando all'esame di qualche strumento concreto distingueremo per comodità di esposizione tra strumenti che comportano una corresponsabilizzazione all'interno dell'attuale organizzazione societaria e strumenti che invece privilegiano un'influenza dall'esterno o attraverso organi appositamente creati.

Iniziando dai primi, riteniamo anzitutto che una prospettiva sensibile alle istanze esposte nel corso del presente lavoro dovrebbe decisamente superare l'idea, apparentemente abbastanza diffusa in Italia (ma non solo da noi), secondo cui il luogo di elezione per la partecipazione dei lavoratori sarebbe il consiglio di sorveglianza delle società per azioni che hanno adottato il sistema dualistico. A parte la stranezza di far dipendere la partecipazione dei lavoratori dal fatto che la società abbia scelto l'una o l'altra forma giuridica, a parte il sapore beffardo di un riferimento ad una forma giuridica che nel nostro ordinamento è utilizzata da una percentuale pressoché insignificante di società per azioni, ciò che appare altamente contestabile è proprio l'idea di fondo che sta alla base di questa convinzione e cioè l'idea che il ruolo appropriato per i lavoratori sia esclusivamente quello dei controllori. Al di là delle complesse questioni relative alla natura e alle possibili competenze che il nostro ordinamento assegna al consiglio di sorveglianza, ci sembra che l'idea di privilegiare un organo che comunque è molto lontano dalla gestione ordinaria dell'impresa, sia espressione di una mentalità che per le ragioni esposte nel corso del lavoro deve essere assolutamente superata.

Una seria riflessione merita di essere compiuta, da ben diverso punto di vista, anche con riguardo allo strumento apparentemente più impegnativo di *empowerment* dei lavoratori e cioè la c.d. BLER, che prevede la presenza nel consiglio di amministrazione di consiglieri nominati direttamente dai lavoratori.

Questa che sembra la misura più semplice e radicale porta in realtà con sé alcuni rilevanti problemi. Il principale è che nel nostro ordinamento, come in tutti quelli simili, si suppone che gli amministratori, da chiunque e in qualsiasi modo nominati, siano poi tenuti a orientare la loro azione sociale verso il perseguimento della soddisfazione dello stesso interesse, uguale e ugualmente vincolante per tutti. Si tratta di un interesse la cui precisa definizione è tradizionalmente discussa (si va, come è ben noto, dalle tesi che considerano la società per azioni come un organismo dotato di un proprio interesse distinto da quello di tutti i soggetti che vi partecipano, a quelle che, all'estremo opposto, considerano rilevante il solo interesse degli investitori alla massimizzazione del valore dei loro apporti). Al momento non sembra però agevole una riformulazione della nozione di interesse sociale in cui gli interessi dei diversi *stakeholder* possano trovare una sistemazione effettivamente equilibrata e non mistificatoria come nelle dottrine che fanno in qualche modo riferimento all'*Unternehmen an sich*.

Il rischio è quindi quello di una partecipazione in cui le specifiche esigenze dei lavoratori (o di qualsiasi altro *stakeholder* diverso dai soci) finiscano non solo per essere aprioristicamente subordinate all'interesse dell'impresa, ma per essere addirittura ignorate, quando ritenute irrilevanti dal punto di vista dell'interesse sociale (comunque definito). In termini più bruschi il rischio è quello che gli amministratori nominati dai lavoratori siano risucchiati in una logica non molto diversa da quella che ispira l'azione di tutti gli altri amministratori.

Non va neanche sottovalutata l'inevitabile limitazione della libertà di azione che consegue all'assunzione della qualità di amministratore, a cominciare dagli obblighi di riservatezza che possono compromettere qualsiasi dialogo tra i consiglieri di amministrazione e coloro che li hanno nominati.

È ovvio che da un punto di vista strategico la ridefinizione dell'interesse dell'impresa nel senso di una paritaria considerazione di tutti gli stakeholder rappresenta un obiettivo irrinunciabile. È però più che probabile che da un punto di vista tattico la centralizzazione del dibattito sul tema della ridefinizione dell'interesse sociale finirebbe per avere effetti controproducenti. Pressoché inevitabile sarebbe un impantanamento della discussione nella rievocazione di tutte le infinite varianti che sono state storicamente proposte della nozione di interesse sociale. Sembra quindi praticamente più opportuno che la discussione sulla nozione di interesse sociale segua anziché precedere la sperimentazione di concrete forme di partecipazione dei lavoratori al governo dell'impresa.

In questa prospettiva la diretta partecipazione di rappresentanti dei lavoratori ai consigli di amministrazione delle società per azioni va valutata con particolare cautela.

Come anche l'esperienza inglese suggerisce, oltre alla partecipazione nel *board* molte altre possibilità di coinvolgimento dei lavoratori all'interno della società esistono o possono essere inventate.

Inutile probabilmente esercitare qui la fantasia immaginando tutte le varie possibilità concepibili (comitati misti composti da consiglieri di amministrazione e rappresentanti di lavoratori o di *stakeholder* più in generale; comitati composti solo da *stakeholder*, misti o ciascuno composto solo da una specifica categoria; poteri: consultazione obbligatoria, proposte al consiglio, poteri di approvazione di certe decisioni o di veto su altre, potere di consultazione di componenti societarie come i revisori, i *managers*, occasionale presenza alle discussioni e votazioni del consiglio, ecc.). Probabilmente solo una sperimentazione diversificata e decentrata potrà selezionare gli strumenti migliori, che ovviamente non è detto che debbano essere i medesimi per tutte le diverse situazioni. Tenendo anche presente la possibilità di combinare diversi tra questi strumenti e anche uno o più di questi con altri.

Esiste infine la possibilità di pensare a forme di partecipazione che passano attraverso strumenti esterni la cui funzione e poteri vengono però almeno parzialmente istituzionalizzati. L'esempio più immediato è offerto dalla variegata esperienza dei *work councils*.

Qui il rischio nasce dal fatto che si tratta di un istituto particolarmente esposto ad essere interpretato come un mezzo di rivendicazione aziendale del ruolo del lavoro, più che come uno strumento di democratizzazione della gestione dell'impresa.

Si può anche pensare di dargli poteri istituzionali, come in parte succede in Germania, ma è difficile pensare che questi poteri possano andare al di là di quanto strettamente necessario a realizzare una protezione dei lavoratori della *specifica* impresa a fronte di eventi che riguardano *quella* impresa.

Si tratta peraltro di uno strumento più duttile della partecipazione al *board*, che potrebbe aggirare i problemi che affliggono la rappresentanza dei lavoratori nel *board* e che potrebbe essere ripensato in modo da evitare i limiti ed i difetti sinora emersi nei vari ordinamenti europei.

In particolare se si riuscisse a realizzare un opportuno raccordo tra l'istituzione di *works council* e appropriate innovazioni nel funzionamento degli organi sociali.

Molti degli strumenti esaminati potrebbero essere ripensati in una prospettiva non isolata, ma di collegamento con l'azione dei *works council*.

Per esempio, delegati dei consigli potrebbero essere chiamati a partecipare alle sedute del *board*, magari con voto solo su *determinati argomenti*, senza essere assoggettati allo statuto giuridico dei membri ordinari, oppure uno o più rappresentanti del consiglio dei lavoratori potrebbero partecipare a tutte le riunioni del *board*:

- senza diritto di intervento;

- con diritto di intervento generale;
- con diritto di intervento solo su alcune materie.

Quanto alle concrete prospettive di attivare iniziative regolatorie nel senso qui auspicato, è anzitutto da sottolineare che significativi interventi autoritativi sembrano al momento impensabili e improponibili.

Rispetto alla delega pressoché totale all'autonomia privata presente negli attuali progetti si potrebbe però pensare a interventi di c.d. *soft law*:

- definire un regime completo (quindi non solo dei principi), senz'altro applicabile salvo diversa volontà dell'impresa (o delle parti in generale?) [c.d. *opt-out*];
- definire più regimi alternativi sempre con il sistema dell'*opt-out*, oppure con il sistema dell'*opt-in*;
- stabilire diversi gradi di vincolatività dei “modelli” (le parti decidono se entrare, ma se entrano non possono cambiare il modello oltre un certo limite);
- accompagnare con un vincolo c.d. di *complain or explain*.