

ENCICLOPEDIA DEL DIRITTO

Estratto da I TEMATICI, IX-2025

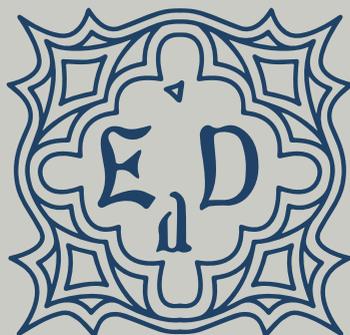
SOCIETÀ

diretto da Carlo Angelici

con Giuseppe Ferri *jr* e Mario Stella Richter *jr*

Mario Stella Richter *jr*

CORPORATE GOVERNANCE



corporate governance. — 16. Strategie della *corporate governance*: cenni. — 17. *Outsourcing corporate governance, corporate governance consultants e proxy advisors*. — 18. Considerazioni conclusive.

1. Gouvernance, governance e government. — *Corporate governance* è locuzione relativamente recente (1); ma che ha da subito goduto di notevole diffusione e fortuna: il suo successo è anche dovuto al fatto che con essa si può alludere, in modo suggestivo (2), a profili piuttosto diversificati delle realtà societarie (o anche solo, più specificamente, delle società di capitali) e della loro disciplina. Non è anzi da escludersi che la sua fortuna riposi, insieme alla rilevanza del fenomeno societario al quale si riferisce, proprio su di una certa vaghezza della formula (3). Sicché per essa potrebbe ripetersi alla lettera l'*incipit* di una delle già classiche voci di questa *Enciclopedia*: « Il concetto [...] appare tardi: nell'ultimo quarto del se-

(1) La espressione inizia a essere attestata nell'uso, all'inizio più limitatamente e in progresso di tempo sempre più consistentemente, tra la fine degli anni Settanta e il principio degli anni Ottanta del Novecento negli Stati Uniti: cfr. L. ZINGALES, *Corporate Governance*, in *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law* a cura di P. NEWMAN, vol. I, New York, Palgrave Macmillan, 1998, 497; M. BLAIR, *Corporate Governance*, in *International Encyclopedia of Social & Behavioral Sciences*, Elsevier, Amsterdam, 2001, 2797; C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*², Padova, Cedam, 2006, 3; Id., *On governance*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, II, 371 ss., a 378; R. GILSON, *From Corporate Law to Corporate Governance*, in *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance* a cura di J. GORDON e W.-G. RINGE, Oxford, Oxford University Press, 2018, e in *Columbia Law and Economics Working Paper*, n. 564, in <https://ssrn.com/abstract=2819128> (da cui si cita), 5; e soprattutto, per maggiori dettagli, B. CHEFFINS, *The History of Corporate Governance*, in *The Oxford Handbook of Corporate Governance* a cura di M. WRIGHT, D. SIEGEL, K. KEASEY e I. FILATOTCHEV, Oxford, Oxford University Press, 2013, 46 ss. Per un autorevole esempio di utilizzazione negli anni di emersione del termine, O. WILLIAMSON, *Corporate Governance*, in *Yale Law Journal*, 1984, n. 93, 1197 ss. In Italia la locuzione viene stabilmente usata dalla seconda metà degli anni Novanta del secolo scorso: per un primo censimento, cfr. M. STELLA RICHTER jr, *Note preliminari sui problemi della corporate governance*, in *Riv. not.*, 2000, 615 ss., a 616 testo e nt. 2 per i riferimenti.

(2) Come annotava, con « tranquilla ironia », Otto MAYER, anche le nozioni solo suggestive possono « rendere il loro servizio, fintantoché le si lasci nella semioscurità di un paragone poetico »: lo ricorda M.S. GIANNINI, *Organi (teoria generale)*, in questa *Enciclopedia*, XXXI, 1981, 37.

(3) Cfr. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, cit., 2. P. MARCHETTI, *Codici di condotta, corporate governance, diritto commerciale*, in *Riv. dir. comm.*, 2019, I, 23 ss., a 36, parla a ragione di « troppo usata formula della “corporate governance” ». Tutti convengono che si tratti di formula polisensa: v. ad esempio, P. MONTALENTI, *La corporate governance nella società per azioni: profili generali*, in *Trattato delle società* a cura di V. DONATIVI, t. II, Milano, Utet, 2022, 1181 ss., 1182.

CORPORATE GOVERNANCE

SOMMARIO: 1. *Gouvernance, governance e government*. — 2. *Corporate*: società o impresa. — 3. *Corporate governance* e lingua italiana. — 4. *Corporate governance* e diritto. — 5. La *corporate governance* come problema. — 6. Tipi di *agency problems*. — 7. *Corporate governance e contract governance*. — 8. *Corporate governance e governance technology*; tecnologia per la *governance* e *governance* per la tecnologia. — 9. La *corporate governance* prima della *corporate governance*. — 10. *Corporate governance* e interesse della società. — 11. *Corporate governance* e scopo della società: *sustainable corporate governance, stakeholder governance e corporate governance obsession*. — 12. La *governance* nei fattori ESG. — 13. *Corporate governance e debt governance*. — 14. Fonti della *corporate governance*. — 15. *Segue*: in particolare i codici di

colo passato» e «si diffuse rapidissimamente, ma in modo che si direbbe babilonico» (4).

Si impone dunque uno sforzo preliminare di precisazione delle condizioni d'uso del sintagma, quantomeno ai fini della delimitazione della trattazione stessa, la quale altrimenti — e lo si vedrà meglio nel seguito — rischia di dover coprire quasi tutto l'ambito del diritto societario (e per i possibili rapporti tra *corporate governance* e diritto societario, cfr. *infra*, sub § 4).

Si inizi allora con il ricordare che *governance* deriva dall'antico francese *gouvernance*, un termine, utilizzato a partire dal XII sec. per indicare in senso tecnico la forma di governo del balivato (5): in sostanza, un sinonimo dell'istituto feudale del *baillage* (6). Dalla Normandia la parola passò, con una serie di possibili varianti ortografiche (*gouvernance*, *gouernaunce*, *govirnanance*, *governawnce*, *governauunce*, *governance*, etc.), alla lingua inglese con i più generici significati — attestati sin dal XIV sec. — di governo, controllo e dominio (7). Notevole per il successivo discorso la accezione — utilizzata anche da Chaucer — di *discrete or virtuous beabaviour* e di *wise self-command* (8).

Sei secoli più tardi, alla fine del Novecento, *governance* diviene un termine diffuso e, anzi, di moda (9). La parola è utilizzata, in contrapposizione a *government*, per distinguere forme di “governo” o, se si vuole, di direzione e gestione non statuali, caratteristiche dell'era della globalizzazione e della mondializzazione e, quindi, svincolate dal carattere necessariamente pubblicistico, dal principio di territorialità, da una struttura verticale e da un ordine gerarchico. L'idea che sembra volersi suggerire attraverso il ricorso sem-

pre più insistito alla *governance* è quella di un governo tecnocratico e apolitico, che trova la sua legittimazione in conoscenze tecniche o in posizioni economiche e non nella autorità pubblica (tipicamente, nel contesto storico dato, quella statale): in questo senso, la fortuna della *governance* è figlia della crisi dello Stato e della concezione statutale del diritto ed è parente della *soft law* e del diritto mite. La *governance* si atteggia, dunque, a sistema di organizzazione che tende a prescindere dal principio di autorità; a governo che non impone regole, ma che le propone, cercandone seguito e condivisione (10); le norme e, meglio ancora, i principi della *governance* sono tecnici ed economici più che giuridici, e quando devono trovare una loro valenza giuridica la ottengono attraverso gli strumenti del diritto dei privati, a preferenza cercati in una dimensione transnazionale, sempre attratti dal miraggio, nuovamente apparso, di una nuova *lex mercatoria* (11).

Fin qui alcuni cenni sulla etimologia di *governance*. Alla fortuna e successo della parola fa riscontro la sua utilizzazione nei più disparati settori, tra i quali quello delle forme organizzative delle attività di impresa (nella lingua della *governance*: le *business organizations*). Tuttavia, non mancano plurime utilizzazioni in svariatissimi altri settori; a cominciare da quelli della amministrazione pubblica (dalla sanità alla difesa, dalla istruzione alla pubblica sicurezza, dalla giustizia alla cultura, e via dicendo), delle istituzioni in generale e della stessa politica. Con queste utilizzazioni si manifesta quel fenomeno, tipico dei lessemi di

(10) G. MIGNONE, *Le regole dei mercanti*, Torino, Università degli studi di Torino, 2022, 207.

(11) Cfr., per esempio e con diverse intonazioni, C.M. SCHMITTHOFF, *International Business Law: a New Law Merchant*, in *Current Law and Social Problems*, 1961, n. 2, 129 ss., poi in *Clive M. Schmitthoff's Select Essays on International Trade Law* a cura di C.-J. CHENG, Leiden, Nijhoff, 1988, 24 ss.; B. GOLDMAN, *Frontières du droit et lex mercatoria*, in *Archives de philosophie du droit*, 1964, 177 ss.; P. LAGARDE, *Approche critique de la lex mercatoria*, in *Le droit des relations économiques internationales. Études offerts à Berthold Goldman*, Paris, Litec, 1987, 125 ss. Per una visione di insieme: B. OPPETIT, *La notion de source du droit et le droit de commerce international*, in *Archives de philosophie du droit*, 1982, 43 ss.; ID., *Droit et modernité*, Paris, PUF, 1998, p. 53 ss.; D. COHEN, *Droit du commerce international et modernité*, in *Études à la mémoire de Professeur Bruno Oppetit*, Paris, Litec, 2009, 109 ss., a 132 ss.; F. GALGANO, *Lex mercatoria*, Bologna, Il Mulino, 2001 (rist.), 238 ss.; ID., *La globalizzazione nello specchio del diritto*, Bologna, Il Mulino, 2005, 56 ss.; nonché, con particolare approfondimento in chiave storiografica, C. ANGELICI, *In tema di lex mercatoria*, in *La Rivista del diritto commerciale e la cultura giuridica. 120 anni*, Padova, Piccin, 2024, 17 ss., spec. 26 ss. (anche per gli ulteriori opportuni riferimenti).

(4) Il riferimento è a GIANNINI, *Organi (teoria generale)*, cit., 37.

(5) P. MOREAU DEFARGES, *La gouvernance*, Paris, PUF, 2003, 5.

(6) *Trésor de la Langue Française informatisé* (<http://www.atilf.fr/tlfi>), alla voce “Gouverner”.

(7) *Oxford English Dictionary* (Oxford, Clarendon Press, 1989, vol. 12), alla voce “Governance”.

(8) *Oxford English Dictionary*, *loc. cit.* L'accezione è attestata in *The Complaint of Venus*, 9 di Chaucer del 1392 ca.: «*In him is bounte, wysdom, governaunce, / Wel more then any mannes wit can gesse, / For grace bath wold so ferforth bym avance / That of knyghtbod he is parfit richesse*».

(9) La sua consacrazione può forse ricondursi al libro *Governance without Government: Order and Change in World Politics* a cura di J. ROSENAU e E.O. CZEMPIEL, Cambridge, Cambridge University Press, 1992. Cfr. anche diffusamente A. ARIENZO, *La governance*, Roma, Ediesse, 2013, 12; ID., *Dalla corporate governance alla categoria politica di governance*, in *Governance* a cura di G. BORRELLI, Napoli, Dante & Descartes, 2004, 93 ss.

successo, per cui, a furia di ampliarne l'ambito di riferimento (e quindi in definitiva estenderne il significato), si finisce per obliterarne il carattere peculiare che ne aveva giustificato l'origine (in questo caso la contrapposizione al *government*). Si potrebbe concludere che non ha molto senso parlare di *governance* di attività rette, disciplinate e organizzate con gli strumenti tradizionali della legge, del principio di tipicità, dei rapporti di gerarchia, dalle usuali tecniche pubblicistiche, *et similia*; ma, nondimeno, ciò avviene lo stesso (12).

2. Corporate: *società o impresa*. — Tanto chiarito in termini generali, non è opportuno indugiare oltre sul solo piano della *governance* ed è d'uopo passare a riflettere sul significato della composta locuzione che dà il titolo a questa voce: *corporate governance*, appunto (13).

Con l'attributo *corporate* si allude alla *corpora-*

(12) Per esempio, è emblematico che ciò avviene nell'unica voce dedicata alla materia in una opera enciclopedica italiana di taglio giuridico (e su questo aspetto cfr. meglio la nota seguente), la quale oblitera completamente la differenza tra *governance* e *government* e non coglie il significato proprio della prima. Ci si riferisce a F. PONTANI, *Corporate Governance*, in *D. disc. priv., sez. comm.*, Aggiornamento V, 2009, 228, che scrive: «Dovendo dare una definizione italiana del concetto di *governance*, si può dire che la *governance* è un'arte od un sistema di gestione, vuoi nel sistema pubblico, vuoi in quello privato (Stati, imprese, enti senza scopo di lucro, organizzazioni non governative, società ed associazioni, ecc.). La *governance* implica, in relazione alla sua radice tematica comune ai termini *gouvernement* (francese), *government* (inglese), *governo* (italiano), il dirigere, controllare, "pilotare" tanto le singole coscienze quanto un'impresa o la società nel suo complesso».

(13) Giova qui segnalare come una voce dedicata alla *corporate governance* in una enciclopedia o dizionario giuridico compaia per la prima (e a quanto consta unica) volta, prima della presente trattazione, nel quinto aggiornamento della IV edizione del Digesto: cfr. PONTANI, *Corporate Governance*, cit., 227 ss., ma si tratta di voce di taglio eminentemente aziendalistico (benché ricompresa in una opera enciclopedica tutta e solo dedicata al diritto). Il lemma non è invece presente non solo nella opera base della *Enciclopedia del diritto*, ma neppure in alcuno suoi vari *Aggiornamenti* o *Annali*. Inoltre, non si rintracciano voci sulla *corporate governance*: in nessuna delle prime tre edizioni del *Digesto* (e cioè la monumentale edizione originale, il *Nuovo digesto* e il *Novissimo digesto*), tutte troppo antiche anche solo per ipotizzarla; nella *Enciclopedia giuridica Treccani* (né nell'opera base né nei successivi diciassette aggiornamenti); ne *Il diritto. Enciclopedia giuridica del Sole 24 ore*, diretta da S. PATTI; o nei *Dizionari del diritto privato*, promossi da N. IRTI. Ovviamente, non è presente nelle opere ancora più risalenti, come ad esempio, nella *Enciclopedia giuridica* diretta da P.S. MANCINI per i tipi di Vallardi.

Discorso assai diverso è a farsi per le opere enciclopediche delle scienze economiche, per cui si veda anzitutto la brillante trattazione di ZINGALES, *Corporate Governance*, cit.; e poi: BLAIR, *Corporate Governance*, cit.; K. SCOTT, *Agency costs and corporate governance*, in *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law* a cura di NEWMAN, cit., 26 ss.;

tion e dunque alla società di capitali (14); il riferimento è però da intendersi come al modello organizzativo più diffuso e di maggiore successo per le imprese di una qualche complessità o di certe dimensioni, sicché con la espressione *corporate governance* si può fare riferimento anche più in generale alla *governance* delle imprese e non solo di quelle organizzate in forma di società di capitali o, ancor più in particolare, di società azionarie. Sotto questo primo versante si parla correntemente di *corporate governance* di realtà che non sono societarie e tale uso, per quanto a rigore non appropriato, è non solo tollerabile, ma a ben vedere anche coerente in quanto appunto riferito a organizzazioni di impresa. Il che significa che il termine *corporate* può linguisticamente fungere da sineddoche, evocando quindi la parte (le imprese organizzate in forma di società di capitali, o anche altre attività diverse da quelle di impresa ove sia possibile esercitarle in forma di *corporation*) per il tutto (le imprese o anche attività ulteriori, comunque organizzate).

D'altra parte, come risulterà più chiaro alla fine della trattazione, una buona parte delle strategie, degli strumenti, delle regole (su cui *infra*, sub § 14-16) e, ancor prima, dei ragionamenti che si sviluppano per raggiungere (o tentare di raggiungere) una buona *corporate governance* (qualsiasi cosa con questa espressione si voglia intendere) finiscono per riferirsi, esplicitamente o implicitamente, solo a un segmento concettualmente molto ristretto di società: non tutte le società, non tutte le società di capitali, non tutte le società per azioni; ma solo le grandi imprese azionarie connotate da apprezzabili gradi di complessità organizzativa o comunque aperte al capitale di rischio e quindi, in

M. ROE, *Comparative corporate governance*, ivi, 339 ss.; J. RAMSEYER, *Corporate law*, ivi, 503 ss., spec. 507 s. per le relazioni tra diritto societario e *corporate governance*; S. BHAGAT e B. BLACK, *Independent directors*, ivi, 941 ss.; B. BLACK, *Shareholder activism and corporate governance in the United States*, ivi, 1859 ss. Per completare questo quadro d'insieme sulle trattazioni della *corporate governance* nelle enciclopedie, è a dirsi che, pur essendo sin qui mancata in questa *Enciclopedia del Diritto* una voce *ad hoc*, approfondite e pertinenti considerazioni sul governo societario si trovano già in L. ENRIQUES, *Società per azioni*, in questa *Enciclopedia*, Annali X, 2017, 958 ss., spec. 961 ss. e 969 ss.

(14) Per più ampio, articolato e preciso discorso, volto a distinguere anche le origini della (*joint stock*) *company* da quello della *corporation*, cfr. C. ANGELICI, «*Società*» in *Europa: parole e paradigmi*, in *Governance e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti*, t. I, Torino, Giappichelli, 2022, 3 ss., e nel *Trattato delle società* a cura di DONATIVI, cit., t. I, 3 ss., spec. 5, e ID., *Discorsi di diritto societario*, in AA.VV., *Negozianti e imprenditori. 200 anni dal Code del commerce*, Milano, Mondadori, 2008, 153 ss.

sostanza, quotate su di un mercato (meglio se regolamentato) (15). Il che significa che la gran parte del materiale che confluisce a “creare la materia” della *corporate governance* si pone in rapporto inverso rispetto al termine coniato per designarlo e raggrupparlo, con la conseguenza che sotto questo riguardo la locuzione si caratterizza per una sorta di metonimia, là dove l’aggettivo *corporate* evoca in teoria l’astratto per riferirsi in pratica al concreto.

Resta da comprendere se problemi e soluzioni, domande e risposte, strategie e strutture relative al tema della *corporate governance* riguardino, in una società, tanto il profilo strettamente societario (e dunque quello dei rapporti ed equilibri tra soci) o anche quello della sua impresa. La risposta che già può in questa prima fase avanzarsi è nel secondo senso (16). La *corporate governance* riguarda entrambi i profili: essi, seppure concettualmente distinti e distinguibili, in realtà presentano molteplici connessioni (17); la organizzazione societaria è comunque finalizzata all’esercizio di una attività di impresa; i problemi che come si vedrà (*infra*, *sub* § 5) sono evocati dalla formula *corporate go-*

vernance si pongono, almeno con riferimento ad alcune loro varianti, proprio con riferimento alla impresa (societaria o non societaria) come tale.

3. *Corporate governance e lingua italiana.* — I possibili significati del lessema, con le sue evoluzioni e diverse utilizzazioni (cui si è fatto cenno nei precedenti § 1 e 2), nonché le difficoltà di renderne in modo stabile e tecnicamente rigoroso il *quid proprium* si confermano e, sotto certi aspetti, si amplificano quando ci si provi a rendere quella locuzione anglosassone in italiano. Infatti, nella nostra lingua, non solo l’attributo viene reso alternativamente con un complemento di specificazione riferito ora alla società (e dunque a tutte le possibili forme e tipologie di società) ora all’impresa (*tout court*), ma anche sul sostantivo si è aperto un vero e proprio dibattito (18), che qui si riassume per sommi capi (non per entrare in una polemica sulla lingua che interessa il giurista fino a un certo punto, ma) perché esso è emblematico del carattere peculiare che si racchiude nella parola *governance* e che si vorrebbe rendere (non sempre effettivamente riuscendovi) in altre lingue.

Come si è visto (*supra*, *sub* § 1), il tratto connotante risiede nella contrapposizione di *governance* a *government* (19); e in questo senso è parso logico e naturale cercare da principio di rendere *governance* con una parola italiana diversa da “governo”, posto che questa ultima tradizionalmente evocava proprio il secondo termine nella contrapposizione. Ne sono scaturite due proposte, create artificialmente: “governamento” e “governanza”. La prima — *governamento* — è rimasta del tutto isolata ed è stata presto definitivamente abbandonata (20); giustamente, del resto: dal momento che finiva per evocare, per assonanza, proprio quel *government* al quale la *governance* vorrebbe e dovrebbe in tesi contrapporsi. Invece, la seconda — e dunque *governanza* (21) — sfugge a

(15) Solo per fare qualche esempio: per A. SHLEIFER e R. VISHNY, *A Survey of Corporate Governance*, in *The Journal of Finance*, 1997, n. 52, 737 ss., spec. 737 e 773: « *Corporate Governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting return of their investments. How do the suppliers get managers to return some profits to them? How do they make sure that managers do not steal the capital or invest in bad projects? How do suppliers of finance control managers?* »; per J. MACEY, *Corporate Governance. Promises kept, promises broken*, Princeton-Oxford, Princeton University Press, 2008, 1 e *passim*, il fine della *corporate governance* consiste nel persuadere, indurre, costringere o altrimenti motivare i *managers* a mantenere le promesse fatte agli investitori, il che ovviamente presuppone l’esistenza di investitori terzi rispetto ai gestori; per P. MONTALENTI, *Società per azioni, corporate governance e mercati finanziari*, Milano, Giuffrè, 2011, 3, la *corporate governance* ha una duplice accezione: « di corretta gestione delle società “aperte” e di trasparente funzionamento del mercato finanziario »; per D. CORAPI, *Corporate governance*, in *Riv. dir. comm.*, 2019, I, 545 ss., a 546, *corporate governance* è il « complesso di regole riferite a società dicapitali che fanno appello al pubblico risparmio (le c.d. *public corporations*) ».

(16) Analogamente, per esempio, ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, cit., 2, che rende la espressione inglese come « governo dell’impresa », e MIGNONE, *Le regole dei mercanti*, cit., 206, secondo il quale *corporate governance* è « traducibile letteralmente con “governo dell’impresa” (in forma di società per azioni) ».

(17) Cfr. C. ANGELICI, *Profili dell’impresa nel diritto delle società*, in *Riv. soc.*, 2015, 237 ss., e per una specifica declinazione proprio con riferimento alla funzione conformativa della organizzazione dell’impresa e della società Id., “Poteri” e “interessi” nella grande impresa azionaria: a proposito di un recente libro di Umberto Tombari, in *Riv. soc.*, 2020, 10.

(18) Per una ampia informazione al riguardo (e per gli ulteriori riferimenti) si rinvia a R. RATTI, *Il caso di governance/governanza*, in *La lingua italiana e le lingue romanze di fronte agli anglicismi* a cura di C. MARAZZINI e A. PETRALLI, Firenze, Accademia della Crusca, 2015, 50 ss.

(19) Il punto è ben colto da MIGNONE, *op. cit.*, 207, secondo il quale *corporate governance* « non indica un governo imposto, ma, con varie sfumature, un governo condizionale, in cui cioè il governato accetta le regole che gli vengono proposte (e non imposte) » (corsivo nell’originale).

(20) Cfr. già nel medesimo senso STELLA RICHTER *jr*, *Note preliminari sui problemi della corporate governance*, cit., 615. V. ora anche CORAPI, *Corporate governance*, cit., 556.

(21) Secondo i suoi autorevoli sostenitori (e in *primis* Francesco SABATINI, citato da RATTI, *Il caso di governance/*

questo equivoco e anzi pare bene richiamare, anche per assonanza, la *governance*, allora contrapponendosi al concetto di “governo-government”. Tuttavia, anche essa non pare avere varcato di molto l’angusto ambito della proposta e del dibattito tra gli studiosi della lingua (22).

E siccome ogni lingua è la espressione della facoltà del linguaggio che risulta dall’uso e dalla pratica che un corpo sociale convenzionalmente sviluppa nel suo ambito e finisce di fatto per darsi (per consentire l’effettivo esercizio della suddetta facoltà di linguaggio nei singoli individui) (23), si deve prendere atto (quantomeno allo stato; ma è stato di fatto che una ricognizione ampia degli usi dimostra ormai ben stabilizzato e destinato a parere di chi scrive a durare): da un lato, che il termine si diffonde anche nei contesti linguistici governati dalla lingua italiana nella sua forma anglosassone (*corporate governance*, appunto), e quindi senza il ricorso a traduzioni; e, dall’altro, che se una traduzione si deve proporre essa rinvia al “governo” della società o dell’impresa (non essendosi, per l’appunto, di fatto attestato un termine alternativo all’unico — “governo” — ormai da tempo ben sedimentato) (24).

governanza, cit., 54), la parola “governanza” ha il vantaggio e la qualità di non essere un neologismo ma di essere attestato nell’italiano antico. Come ci ricorda Sabatini « esso è presente negli Statuti di Perugia del 1342, anche se con il significato di “provvista di merci”. Il significato specifico si spiega attraverso il passaggio “dare ordine” — “organizzare” — “provvedere”. Certamente doveva essere termine tecnico in questo ambito. Inoltre il termine medievale con la sua terminazione in “-anza” indica una provenienza francese o provenzale ». Si tratta, come si è detto, della *gouvernance* da cui anche questa voce ha mosso. La adozione in italiano del termine *governanza* si raccomanderebbe, quindi, anche per la sua antica radice neolatina.

(22) Quantomeno in Italia; discorso in parte diverso è forse da farsi con riguardo alla comunità svizzera di lingua italiana, a stare a quanto riferito da RATTI, *Il caso di governance/governanza*, cit., 51 s.; ma, a ben vedere, si tratta di ambito ristretto e campione troppo piccolo e poco significativo ai fini dell’affermarsi di un uso riferibile genericamente alla intera comunità dei parlanti l’italiano.

(23) E ciò sembra valere anche là dove l’ordinamento giuridico intenda regolare il fenomeno della lingua (nazionale), perché delle due l’una: o le norme giuridiche sono seguite dalla collettività, e allora l’uso si conforma alla regola e la situazione “di fatto” più o meno coincide e rispecchia quella “di diritto”; oppure non vi si conforma, e allora, seppure con tante infrazioni alla norma giuridica, la lingua, come tale e come espressione della collettività, resterà quale di fatto parlata.

(24) E così quando il legislatore, che si astiene dall’uso di espressioni in lingua straniera, deve parlare di *corporate governance*, fa ricorso alla locuzione governo societario; come, per esempio, avviene nell’art. 124-*quinquies* comma 1 t.u. fin., a mente del quale « [...] gli investitori istituzionali e i gestori di attivi adottano e comunicano al pubblico una

Ne discende che la espressione *corporate governance* finisce per essere usata nella nostra lingua come tale (25), proprio per restituire un senso diverso e contrapposto a quello di governo (da intendersi allora essenzialmente come *government*). Essa è di fatto già divenuta una locuzione italiana (ancorché, come è ovvio, di origine anglosassone), come tale non esattamente traducibile e, comunque, non bisognosa di traduzione perché utilizzata e compresa (con approssimazioni) dalla generalità o ampia maggioranza dei parlanti: ovviamente, di quei parlanti che di *corporate governance* (con infiniti gradi di consapevolezza) si occupano o anche solo che tale argomento lambiscono, in modo attivo o passivo, nei loro discorsi o nelle loro scritture.

Un discorso analogo potrebbe probabilmente farsi con riguardo al rapporto tra la locuzione *corporate governance* e le altre lingue (diverse dall’inglese e dall’italiano): in tedesco si tende a utilizzare la espressione inglese e di questa, più che una traduzione, si forniscono definizioni o spiegazioni (per esempio in termini di *Grundsätze der Unternehmensführung*, di *verantwortungsvolle Unternehmensführung* o di *angemessene Unternehmensorganisation*) (26); altrettanto parrebbe

politica di impegno che descriva le modalità con cui integrano l’impegno in qualità di azionisti nella loro strategia di investimento. La politica descrive le modalità con cui monitorano le società partecipate su questioni rilevanti, compresi la strategia, i risultati finanziari e non finanziari nonché i rischi, la struttura del capitale, l’impatto sociale e ambientale e il *governo societario*, dialogano con le società partecipate, esercitano i diritti di voto e altri diritti connessi alle azioni, collaborano con altri azionisti, comunicano con i pertinenti portatori di interesse delle società partecipate e gestiscono gli attuali e potenziali conflitti di interesse in relazione al loro impegno » (corso nostro); e in argomento si veda C. TESCHER, *Investitori istituzionali*, in questa *Enciclopedia*, Società, 2025. Può anche essere utile ricordare che il Codice (italiano) di *corporate governance* parla di « governo societario » (cfr. e.g. art. 1, principio III).

(25) Nello stesso senso: P. MARCHETTI e P.G. JAEGER, *Corporate governance*, in *Giur. comm.*, 1997, I, 645; ARIENZO, *La governance*, cit., 11 « In italiano il lemma *governance* non esiste, non è traducibile con un unico termine. In lingue come l’inglese e il francese è presente, invece, una differenziazione di termini che restituisce la differenza semantica tra *governance* e *government*, tra *gouvernance* e *gouvernement*, e che rende più semplice comprendere perché sia possibile opporre la prima al secondo »; e, maggiormente semplificando, PONTANI, *Corporate Governance*, cit., 228 (« La parola *governance* è intraducibile in lingua italiana »).

(26) Cfr., per esempio, D. FEDDERSEN, P. HOMMELHOFF e U. SCHNEIDER, *Corporate Governance — eine Einführung*, in *Corporate Governance. Optimierung der Unternehmensführung und der Unternehmenskontrolle im deutschen und amerikanischen Aktienrecht* a cura di D. FEDDERSEN, P. HOMMELHOFF e U. SCHNEIDER, Köln, Dr. Otto Schmidt, 1996, 1.

potersi dire per lo spagnolo e il portoghese (27). In parte diverso è il discorso che potrebbe essere condotto, se ve ne fosse l'agio, per il francese, perché, da un lato, in Francia si attua ogni sforzo politico e legislativo — come si sa — per contrastare l'uso dei forestierismi e, dall'altro, il francese è la culla — come si è detto (*sub* § 1) — della *governance-governance* per il medio del *law French*: e costì infatti si parla abbastanza comunemente di *gouvernance d'entreprise* (ma pur sempre anche di *corporate governance*).

4. Corporate governance e diritto. — Il discorso sulle parole (e sulle lingue) sin qui condotto consente di tentare una primissima approssimazione nella individuazione dell'oggetto della *corporate governance*.

Le vicende del termine suggeriscono che con quella locuzione si evoca l'insieme di metodi, tecniche e processi — possibilmente virtuosi (e si tornerà su questo aspetto per meglio circostanziarlo) (28) — adottati nell'ambito della organizzazione delle imprese o delle società per assumere e controllare le scelte di amministrazione, gestione, controllo, governo o dominio delle stesse, ossia di tutto ciò che in ultima istanza influenzi il processo decisionale di una società (29) (o, come si

(27) Anche se ovviamente non mancano trasposizioni letterali in castigliano (v., ad esempio, *Problemas actuales del gobierno corporativo* a cura di J.M. EMBID IRUJO e N. ABRIANI, Madrid, Marcial Pons, 2023) o in brasiliano (dove è altrettanto comune il sintagma *governança corporativa*: cfr. ad esempio *Código das Melhores Práticas de Governança Corporativa*⁶).

(28) Cfr. *infra*, *sub* § 16.

(29) Così, esemplificativamente, M. BLAIR, *Ownership and Control. Rethinking Corporate governance for the Twenty-first Century*, Washington, The Brookings Institution, 1995, 3: « *corporate governance* [...] refers to the whole set of legal, cultural, and institutional arrangements that determine what publicly traded corporations can do, who controls them, how that control is exercised, and how the risks and returns from the activities they undertake are allocated »; MACEY, *Corporate Governance*, cit., 2: « *Corporate governance* is a broad descriptive term rather than a normative term. *Corporate governance* describes all the devices, institutions and mechanisms by which corporations are governed. Anything and everything that influences the way that a corporation is actually run falls within the definition of corporate governance. Every device, institution, or mechanism that exercises power over decision-making within a corporation is part of the system of corporate governance for that firm ». Per CORAPI, *Corporate governance*, cit., 545: « Di *corporate governance* si può parlare in due sensi: per indicare la attività di amministrazione e gestione di società a base capitalistica (il governo delle *corporations*) ovvero per indicare il complesso di regole di tale governo ». Pure generica è la nozione ripresa, con taglio fortemente aziendalistico, da PONTANI, *Corporate Governance*, cit., 229: *corporate governance* è « generalmente intesa come l'insieme di regole, di ogni livello, che discipli-

è detto, forse anche di una impresa non societaria; tuttavia, essendo questa voce iscritta in un volume tematico sulla società, da ora in avanti gli eventuali riferimenti ed estensioni alla *governance* di imprese organizzate in forma diversa da quella della società saranno trascurati e volutamente omessi).

Un ambito così latamente definito rischia tuttavia di apparire poco utile e connotata, dal momento che finisce per ricomprendere, a ben vedere, tutto o quasi tutto il diritto delle società e della sua impresa (30). Diventa dunque a questo punto ineludibile cercare di precisare in che rapporto si ponga la *corporate governance* con la *corporate law* (e cioè col diritto chiamato a regolare la società e la sua impresa).

Per un verso, non vi è dubbio che tra i metodi, tecniche e processi adottati nell'ambito di una organizzazione societaria per assumere decisioni di amministrazione, gestione e controllo (e ovviamente non si entra qui a stabilire il preciso rapporto tra questi termini e funzioni, che il discorso ci porterebbe così lontano da non potersi poi più ritornare a ragionare di *corporate governance*) vi siano anzitutto tutte le regole che l'ordinamento detta per riconoscere la società come organizzazione capace di svolgere un'attività e prima ancora per divenire centro di imputazione di situazioni giuridiche soggettive.

Per altro verso, oltre a non avere molto senso nel ragionare di *corporate governance* di occuparsi dell'intero del diritto societario, si deve constatare che la materia della *corporate governance* non sia esclusivamente giuridica, come è plasticamente dimostrato dal fatto che il tema si pone alla intersezione, quantomeno, degli studi di economisti, aziendalisti, studiosi di scienza dell'amministrazione e di teoria dell'organizzazione, oltre che appunto dei giuristi. Si tratta, in altre parole, di un tema di studio genuinamente *interdisciplinare*; per cui anzi talora si raccomanda un approccio di tipo olistico (31). Il fatto poi che la materia possa (e

nano la gestione d'impresa ed include sia le relazioni tra i diversi attori coinvolti [...], sia gli obiettivi per cui l'impresa è amministrata ».

(30) Volendosi distinguere il piano del diritto societario in senso stretto da quello dell'impresa nell'ambito del diritto di una specifica impresa societaria: cfr. ANGELICI, *Profili dell'impresa nel diritto delle società*, cit., spec. 239 ss. E questa distinzione è ora per esempio valorizzata, ai fini della interpretazione del nuovo secondo comma dell'art. 2086 c.c., da G. FERRI jr e M. ROSSI, *La gestione dell'impresa organizzata in forma societaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, I, 91 ss.

(31) Vi insiste, tra gli altri, BLAIR, *Ownership and Control*, cit., 4 testo e nt. 2.

sotto certi aspetti debba) (32) essere analizzata e studiata da singoli angoli visuali non porta affatto a contraddire che nel suo complesso essa intenda studiare problemi e possibilmente fornire soluzioni per la cui impostazione e auspicato superamento devono concorrere diverse discipline e differenti competenze. In definitiva, per chiudere su questo punto, si ritiene che l'ambito della *corporate governance* non sia proprio di una unica disciplina e quindi, in relazione al diritto, il governo societario vada distinto in duplice direzione: da un lato, nel senso che non tutto quello che è *corporate governance* è giuridico; e, dall'altro, che non tutto quello che è diritto societario o dell'organizzazione interna della società è *corporate governance*.

Parlare di "diritto della *corporate governance*" (o di diritto del governo societario) — come pure comunemente si fa (33) — può allora significare due cose: o parlare dei profili giuridici della *corporate governance* (nel senso qui dato alla locuzione), ovvero parlare della porzione del diritto societario relativa agli organi di amministrazione e controllo (e alle loro interazioni con i soci e con il mercato). Ovviamente, entrambe le utilizzazioni sono legittime; ma la seconda finisce, a parere di chi scrive, per far perdere il significato veramente connotante della espressione *corporate governance* di cui pure si avvale.

5. *La corporate governance come problema.* — Ulteriormente approssimandoci alla definizione di *corporate governance*, è allora a dirsi che essa, lungi dall'essere un istituto giuridico (o anche un elemento proprio ed esclusivo di altra disciplina o scienza sociale), è espressione riassuntiva invalsa nell'uso per richiamare in modo sintetico, anzi

(32) Almeno tutte le volte in cui chi la studia abbia una sua specifica competenza disciplinare. Questo è, per esempio, il caso di questa voce, la quale, non solo si iscrive in una opera bensì enciclopedica, ma prettamente giuridica, ma è redatta da un autore che ha una formazione e una preparazione (al più) giuridica, e non (certo) economica o aziendalistica. Per converso esistono trattazioni e anche voci enciclopediche, talora veramente cospicue, che trattano il tema solo (o quasi solo) in altre prospettive e comunque con sensibilità chiaramente spostata sul piano economico, aziendalistico, sociologico o politologico: per i riferimenti (oltre a quanto già citato sopra a nota 13): per una diffusa e apprezzata trattazione di taglio aziendalistico si rinvia, per tutti, a R. MONKS e N. MINOW, *Corporate Governance*³, Chichester, Wiley & Sons, 2011; mentre per l'Italia, e quindi con specifico riferimento alla nostra realtà societaria e ai relativi casi aziendali, si può rinviare ad A. ZATTONI, *Corporate governance*, Milano, Egea, 2015.

(33) Questo è per esempio il titolo di un fortunato e accurato manuale: F. CHIAPPETTA, *Diritto del governo societario*, s.l., Wolters Kluwer, 2024.

tutto ed essenzialmente, un problema (34), e poi eventualmente anche una serie variegata (anche dal punto di vista disciplinare) di strategie, strumenti, istituti, pratiche volti a ovviare a tale problema.

Il problema, seppure esposto nella ricca letteratura con tante diverse *nuances* (35), è nella sostanza il seguente: le società vengono costituite e sono "riconosciute" dagli ordinamenti per perseguire determinati scopi e interessi (36); i quali scopi e interessi non possono, tuttavia, che essere definiti *ex ante* in termini più o meno generali (e spesso è opportuno che lo siano anche in termini marcatamente generici). Mentre non è possibile, all'evidenza, fissare in anticipo il contenuto di tutti gli atti che saranno posti in essere per perseguire tali scopi e interessi (per questo gli economisti annoverano la società tra gli *incomplete contracts*) (37). In realtà, neanche il contenuto esatto di come si atterreranno in concreto, tempo per tempo, i suddetti interessi sociali riesce a essere

(34) Così già in STELLA RICHTER jr, *Note preliminari sui problemi della corporate governance*, cit., 615 ss. A un « vasto campo problematico » (ma riferito alle regole dirette ad allocare con efficienza il controllo sulla protezione degli interessi dei risparmiatori e degli investitori istituzionali, sulla trasparenza informativa, sulla correttezza gestoria) allude MONTALENTI, *La corporate governance nella società per azioni*, cit., 1182; Id., *I problemi della governance*, in *La Rivista del diritto commerciale*, cit., 303 ss., 306.

(35) Le più generiche delle quali sono quelle che definiscono la *corporate governance* come il complesso dei meccanismi e dei comportamenti necessari per proteggere gli investitori che affidano capitali alle imprese dal rischio di una perdita del valore del loro investimento: così, per esempio, G. FERRARINI, *Lo scopo delle società tra valore dell'impresa e valore sociale*, in *Sostenibilità e corporate governance nel nuovo contesto geopolitico* a cura di U. TOMBARI, Bologna, Il Mulino, 2024, 7. Oppure in come insieme dei meccanismi volti ad assicurare che i processi decisionali che debbono avere luogo all'interno della società siano coerenti con l'assetto di interessi al quale l'organizzazione deve tendere: così M. MAUGERI, *Corporate governance e assemblea dei soci nella Rivista del diritto commerciale del Novecento*, in *La Rivista del diritto commerciale*, cit., 287.

(36) Se poi accade che gli scopi della società non sono neanche approssimativamente determinati *ex ante*, ma gli ordinamenti lasciano aperta la loro fissazione demandandola a meccanismi di determinazione della organizzazione societaria, si pone allora un ulteriore problema che nella letteratura più recente di *law and economics* viene definito di *principal-principal conflict*: ad esso si tornerà ad accennare *infra*, sub § 11, quando si toccherà il tema dello scopo della società e della *stakeholder governance*.

(37) Sugli *incomplete contracts*, nell'ambito di una letteratura pressoché sconfinata, cfr. F. DENOZZA, *Norme efficienti*, Milano, Giuffrè, 2002, 84 ss. (dove anche l'affermazione per cui è pacifico che « quello di società per azioni sia un contratto per sua natura caratterizzato da un elevato grado di incompletezza », a 86), e P. KLEIN, *Incomplete Contracts*, in *The Palgrave Encyclopedia of Strategic Management*, London, Macmillan, 2018, 707.

fissato *ex ante* e una volta per tutte (38). Ne discende che, per l'esercizio e nell'esercizio dell'attività sociale, è necessariamente da riconoscere un (più o meno ampio) potere discrezionale gestorio a uno o più organi (professionali) della società e uffici dell'impresa (sociale) e dunque, all'atto pratico, agli amministratori della prima e ai *managers* della seconda. A tale utile e necessario riconoscimento di un potere con correlativo spazio di discrezionalità si accompagna, tuttavia, uno svantaggio o, se si vuole, un costo; tale svantaggio o costo è rappresentato dal fatto che amministratori e dirigenti (in generale si potrebbe parlare di funzionari), chiamati a curare un interesse non loro (o non solo loro), tendono inevitabilmente a deviare, in misura più o meno apprezzabile, dalla funzione per privilegiare loro interessi; interessi che potremmo dire loro personali (sia per conto proprio sia per conto altrui: per usare la terminologia dell'art. 2391 c.c.) o comunque extra-sociali.

Questa *corporate deviance* è comunemente descritta negli studi di *law and economics* in termini di costo di agenzia (meglio: *agency cost*), cioè del costo che indeffettibilmente (39), almeno in qualche misura, accompagna la esistenza di un rapporto di *agency* (40), cioè di una relazione in cui gli

interessi di uno o più *principals* sono affidati alla cura di uno o più *agents* (41).

Il tradizionale problema della *corporate governance* è allora quello di ridurre e contingentare il più possibile gli *agency costs*, attraverso l'adozione di strategie, strutture, procedure, presidi, regole e ogni altro strumento, anche di mercato, a tale fine utile.

Tuttavia, tra tali "strumenti" non è opportuno annoverare anche le disposizioni che ogni ordinamento *imperativamente* pone a tutela del corretto esercizio delle funzioni (di indirizzo, amministrazione, gestione, controllo, e comunque le si voglia definire e suddividere: e al riguardo si veda CONTROLLI ESTERNI E INTERNI) degli organi societari e degli uffici di cui si compone la organizzazione della impresa (societaria), anche perché risulterebbe difficile se non impossibile distinguere nell'ambito di un sistema di norme positive quelle poste per perseguire le suddette finalità (e cioè il contenimento dei problemi di agenzia) da quelle miranti (anche) alla tutela di altri interessi.

In questo senso, la *corporate governance* si distingue — quantomeno nella accezione più ristretta del termine — dal diritto societario (42).

(38) E cfr. H. HANSMANN, *Corporation and Contract*, in *American Law and Economics Review*, 2006, n. 8, 1 ss., per cui anche in presenza dei maggiori spazi di autonomia statutaria le società tendono a delegare al diritto dispositivo, eventualmente da modificarsi lui alla luce delle mutate esigenze, il compito di provvedere ai futuri necessari adeguamenti.

(39) Vi sono più modi per spiegare perché i costi di agenzia possano e debbano essere contingentati, ma non possano essere completamente eliminati. Il più elegante è probabilmente quello che, muovendo dalla classica definizione degli *agency costs* di Jensen e Meckling (per cui v. M. JENSEN e W. MECKLING, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownerships Structure*, in *Journal of Financial Economics*, 1976, n. 3, 305 ss.; ma si tratta di nozione pacifica in dottrina cfr., ad esempio, BLAIR, *Ownership and Control*, cit., 97, o DENOZZA, *Norme efficienti*, cit., 93), valorizzi la circostanza che tra i costi di agenzia devono necessariamente annoverarsi anche i costi che il *principal* deve sostenere per monitorare e controllare l'*agent*: dei costi questi che non possono mancare per calmierare le altre specie di costi di agenzia e in particolare i *residual losses* e cioè i costi che sorgono per le attività dell'*agent* non conformi all'interesse del *principal*; e d'altronde, se i costi del monitoraggio e del controllo (che includono anche i costi per ottenere le necessarie informazioni) fossero completamente aboliti, il *residual loss* aumenterebbe inevitabilmente e comunque non potrebbe essere, neanche in ipotesi, eliminato.

(40) Con *agency* non si richiama, ovviamente, uno specifico tipo contrattuale (come sarebbe per esempio nel nostro sistema ordinamentale il mandato, che, peraltro, non potrebbe descrivere la posizione dell'amministratore della società per azioni dal momento che egli non è tenuto a

rispettare le istruzioni dei soci), ma ogni rapporto in cui a qualsiasi titolo un soggetto è incaricato di curare un interesse altrui. Certamente l'*agency* non ha nulla a che fare con il nostro contratto di agenzia (come ci ricorda anche DENOZZA, *op. cit.*, 89).

(41) Su cui si vedano, per una informazione di ordine generale: JENSEN e MECKLING, *Theory of the Firm*, cit.; E. FAMA e M. JENSEN, *Separation of Ownership and Control*, in *Journal of Law and Economics*, 1983, n. 26, 301 ss.; IDD., *Agency Problems and Residual Claims*, ivi, 327 ss.; S. ROSS, *The Economic Theory of Agency*, in *American Economic Review*, 1973, n. 63, 134 ss.; AA.VV., *Principals and Agents: The Structure of Business* a cura di J. PRATT e R. ZECKHAUSER, Boston, Harvard Business School Press, 1985; K. EISENHARDT, *Agency Theory: An Assessment and Review*, in *Academy of Management Review*, 1989, n. 14, 57 ss.; SCOTT, *Agency costs and corporate governance*, cit., 27 ss.; DENOZZA, *op. cit.*, 89 ss. Per specifiche applicazioni al governo della società azionaria Z. GOSHEN e R. SQUIRE, *Principal Costs: A New Theory for Corporate Law and Governance*, in *Columbia Law Review*, 2017, n. 117, 767 ss.; J. MARTIN e S. ZIMMERMANN, *Corporate Governance in Principal-Agent Verhältnis*, in *Corporate Governance nach der Finanz- Wirtschaftskrise* a cura di C. ALLMENDIGER, F. DORN, T. LANG, S. LUMPP e F. STEFFECK, Tübingen, Mohr Siebeck, 2011, 81 ss. E per un maturo recepimento della teoria degli *agency costs* nel discorso di diritto positivo cfr. C. ANGELICI, *La società per azioni, I. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* già diretto da A. CICU, F. MESSINEO e L. MENGONI e continuato da P. SCHLESINGER, Milano, Giuffrè, 2012, spec. 392 ss.

(42) Ovviamente numerosissime sono le utilizzazioni che, viceversa, non distinguono gli strumenti della norma imperativa dagli spazi di autonomia privata, di libertà di impresa e dalle forze di mercato; e che quindi considerano

Questo tra l'altro spiega perché, nella prospettiva qui preferita e adottata, i temi dei sistemi di amministrazione e controllo per come codificati nei singoli ordinamenti, pur rivestendo tradizionalmente un ruolo centrale nelle trattazioni dedicate alla *corporate governance*, non siano qui neanche passati in rassegna (43). Infatti, essi sono modelli, (im)posti dal legislatore, entro i quali deve svilupparsi la *governance*, possibilmente virtuosa, di ogni singola realtà societaria; qualora il diritto societario applicabile ne presenti di alternativi (come nel caso del diritto italiano delle società azionarie), allora la scelta di quello più adatto ricadrà tra le tante opzioni utili a dotarsi della organizzazione più adeguata in relazione a quella specifica società e, quindi, potrà contribuire anche a disegnarne la *governance* e così a tentare di mitigare i problemi che un buon governo della società mira a contrastare.

Il che ci porta a toccare il tema delle relazioni tra *corporate governance* e assetti organizzativi (e poi, se si vuole, anche amministrativi e contabili: per usare la terminologia dell'art. 2086 comma 2 c.c.). La predisposizione e cura degli assetti organizzativi, prima ancora di essere oggetto di un dovere dell'imprenditore che operi in forma societaria o collettiva (secondo quanto previsto dalla appena ricordata e assai discussa disposizione codicistica), rappresenta il *quid proprium* dell'impresa: fare impresa significa al fondo ed essenzialmente organizzare fattori della produzione; e organizzare i fattori della produzione significa anche istituire uffici volti a curare le varie fasi dell'attività, a iniziare da quelle relative alla assunzione delle decisioni gestorie, amministrative (in senso stretto), di rendicontazione, controllo, etc. (44). Il

tra le determinanti di un sistema di *corporate governance* i *legal constraints*: così, per tutti, SHLEIFER e VISHNY, *A Survey of Corporate Governance*, cit., 737 ss.

(43) Si veda V. PINTO, *Amministrazione delle società*, in questa *Enciclopedia*, Società, 2025.

(44) In senso contrario P. MONTALENTI, *Assetti adeguati e Corporate Governance: profili generali*, in *Rivista Corporate Governance*, 2022, 383 ss., spec. 390 ss., che contrappone « assetti organizzativi » e « scelte di organizzazione d'impresa »; i primi sarebbero retti dal principio di correttezza gestoria mentre ai secondi (e solo ai secondi) si applicherebbe la *business judgment rule*. Secondo questo A. la contrapposizione starebbe in ciò che i primi sarebbero una *species* dei principi di corretta amministrazione e come tali sarebbero espressione di regole tecniche essenzialmente delle scienze aziendalistiche, mentre le scelte di organizzazione « connesse e intersecate con le scelte di mercato » resterebbero nel pieno dominio della discrezionalità. V. anche ID., *Assetti organizzativi e organizzazione dell'impresa tra principi di corretta amministrazione e business judgment rule: una questione di sistema*, in *Le crisi d'impresa e del*

successo e la solidità della impresa riposano su adeguatezza, efficienza ed efficacia di tali assetti organizzativi.

Rispetto a questo rapporto coesistente tra predisposizione degli assetti e organizzazione e conduzione della impresa, si è di recente aggiunta la ricordata previsione dell'art. 2086 c.c., volta a rendere la istituzione di assetti adeguati — in ragione della natura e delle dimensioni della impresa — oggetto di un dovere quando (apparentemente) le imprese fossero organizzate in forme diverse dalla impresa individuale e a sua volta presupposto per porre tale dovere in capo agli amministratori delle stesse (artt. 2257 comma 1, 2380-bis comma 1, 2475 comma 1 c.c.). La circostanza che istituzione, cura, vigilanza e controllo della e sulla adeguatezza degli assetti organizzativi siano oggetto di un dovere e quindi regolate da norme imperative dovrebbe condurre a pensare che l'adeguatezza stessa sia in qualche modo uscita dall'ambito proprio della *corporate governance*, per come si è qui voluta definire. E tuttavia, se si considera la genuina natura imprenditoriale della predisposizione e del continuo adeguamento degli assetti e se si aggiunge come tutto ciò si sostanzia in scelte comunque ampiamente discrezionali e in ogni caso coperte da un certo grado di *business judgment*, parrebbe che la cura degli assetti organizzativi, negli spazi non direttamente imposti da norme imperative, ben possa restare oggetto dei ragionamenti, delle raccomandazioni, dei meccanismi, delle scelte e delle strategie relativi alla *governance* della società (45).

consumatore dopo il d.l. 118/2021. Liber amicorum per Alberto Jorio, Bologna, Zanichelli, 2021, 701 ss. e in *N. dir. soc.*, 2021, 11 ss. Chi scrive questa voce fatica a vedere una differenza qualitativa tra scelte di organizzazione e predisposizione degli assetti organizzativi, perché ritiene che anche questi secondi rientrino tra le scelte di mercato che integrano i caratteri per cui la singola impresa può prevalere nella competizione sul mercato (basti pensare al mercato dei capitali, sul quale certamente la impresa con migliori assetti tende a essere favorita); e perciò quindi continua a ritenere le due cose espressioni di uno stesso potere organizzativo dell'imprenditore, come tale necessariamente coperto dalla *business judgment rule* (cfr. M. STELLA RICHTER jr, *Profili attuali dell'amministrazione delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 2021, I, 416 ss., a 428). In altre parole, se l'impresa è coordinamento dei fattori di produzione e poi organizzazione delle funzioni e degli uffici personali volti a coordinare tali fattori (almeno tutte le volte che essi attingano a un qualche grado di rilevanza), sono le stesse soluzioni organizzative tutte (ivi comprese quelle relative agli assetti) a diventare una delle ragioni di successo di una certa impresa e, conseguentemente, deve essere necessariamente lasciato un adeguato spazio di competizione tra imprese anche sul piano della ricerca delle soluzioni organizzative.

(45) Nello stesso senso cfr. ampiamente E. BARCELLONA,

6. *Tipi di agency problems.* — I così detti *principal-agent problems* (o più semplicemente *principal's problems*) e i correlativi costi (46) variano al variare della specifica realtà societaria (e imprenditoriale) presa in considerazione. Essi sono anzitutto diversi in ragione del tipo di compagine sociale, ovvero di assetto proprietario della stessa; ma poi mutano anche in dipendenza della complessità della impresa e dello scopo e interesse che la società deve perseguire.

Quanto al primo ordine di differenze, è evidente che, se la società è a proprietà diffusa o dispersa (ovvero se è una genuina *publicly held corporation*), il conflitto — e il correlativo problema di agenzia — sarà tra i soci nel loro complesso (che rappresentano la “proprietà” e quindi i *principals*) e gli amministratori (ma forse più correttamente i gestori o *managers*, che sono gli *agents*). Questo è il primo e tradizionale tipo di problema di agenzia riassumibile nella contrapposizione *shareholders vs. managers*; ad esso ci si riferisce quando si parla di *managerial agency problem* o *vertical governance* (47).

Viceversa, in presenza di uno stabile socio di controllo (o nucleo di soci di controllo), che per esempio detenga la maggioranza delle azioni della società, il conflitto sarà piuttosto tra socio di maggioranza e soci di minoranza (*majority vs. minority shareholders*; altri parla di *horizontal governance*) (48), dal momento che il primo, attraverso il potere di nomina e revoca degli amministratori, potrà esercitare una influenza dominante sulla gestione della società e così in sostanza direttamente (preponendo lui stesso all'ufficio di amministratore) o indirettamente (nominando amministratori persone da lui dipendenti) assumere i poteri e la posizione dell'*agent*; mentre gli altri soci (di minoranza) continueranno a rivestire il ruolo dei *principals*. Anche questo secondo problema di agenzia

Business Judgment Rule e interesse sociale nella “crisi”, Milano, Giuffrè, 2020, 44 ss., e poi anche M. STELLA RICHTER jr, *In principio sono sempre le funzioni*, in *Riv. soc.*, 2019, 20 ss., a 31 ss., e M. VENTURUZZO, “Nuovi doveri per gli amministratori?”, in *Grandi imprese, sostenibilità, compliance* a cura di M. CERA, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2024, 103 ss., a 121 s. Sul punto v. comunque ora, anche per gli ulteriori necessari riferimenti, l'ampio panorama offerto da M. PERRINO, *Adeguatezza del sistema organizzativo, amministrativo e contabile e doveri dell'imprenditore e degli amministratori*, in *La s.p.a. nell'epoca della sostenibilità e della transizione tecnologica*, cit., 1041 ss., spec. 1051 ss.

(46) A loro volta distinguibili tra *principal costs* e *agent costs*: cfr. GOSHEN e SQUIRE, *Principal Costs*, cit., 767 ss.

(47) M. ROE, *The Institutions of Corporate Governance*, in *Harvard Law and Economics Discussion Paper*, 2004, n. 488 (disponibile su <https://ssrn.com>).

(48) ROE, *op. ult. cit.*

(anche detto *private benefits agency problem*) si appalesa in modo piuttosto intuitivo e non abbisogna in questa sede di particolari illustrazioni, anche perché il conflitto tra soci di maggioranza, da un lato, e di minoranza, dall'altro, è particolarmente familiare nella nostra cultura giuridica stante la diffusione nella realtà economica italiana delle società a proprietà concentrata (e la ancora tendenziale rarità delle società a proprietà diffusa) (49). Semmai, può essere utile specificare che i costi di agenzia, in questi casi, aumentano al diminuire della quota di partecipazione del socio (o dei soci) di controllo (50), perché minore è la partecipazione maggiore risulta l'incentivo a porre in essere operazioni così dette “espropriative” a danno della società e dunque, in sostanza, dei soci di minoranza (51); con l'esito solo apparentemente paradossale che se il socio di controllo è totalitario questo tipo di problema di agenzia sparisce e, semmai, si ripropone quello del primo tipo (e cioè il conflitto tra socio unico e *managers*).

Sempre sul piano della composizione della compagine sociale, si deve notare come i costi di agenzia — a questo punto trasversalmente, sia con riferimento al primo tipo che al secondo tipo — si accrescono all'aumentare del numero dei *principals*, dal momento che più essi sono, maggiori sono i problemi di azione collettiva (52) (problemi

(49) Si veda comunque anche M. LIBERTINI, *Abuso di potere e interesse sociale*, in questa *Enciclopedia*, Società, 2025.

(50) Cfr., per esempio, L. ENRIQUES e P. VOLPIN, *Corporate Governance Reforms in Continental Europe*, in *Journal of Economic Perspectives*, 2007, n. 21, 117 ss., a 122 ss.

(51) Come risulta chiaro, a contrario, dalla ipotesi in cui la società sia partecipata da un unico socio: in questo caso (al di là del fatto che mancano i soci di minoranza a lui contrapposti come *principals*) il socio non ha nessun interesse a distrarre ricchezza e opportunità della società a suo vantaggio, dal momento che sarebbe lui stesso a subirne integralmente il nocimento. Sul punto cfr. comunque più ampiamente G. GUIZZI, *Conflitto d'interessi e operazioni con parti correlate*, in questa *Enciclopedia*, Società, 2025 e C. ANGELICI, *Direzione e coordinamento*, ivi.

(52) Il problema è ben noto: cfr., per esempio, ENRIQUES, *Società per azioni*, cit., 963, e in generale M. OLSON jr, *The Logic of Collective Action. Public Goods and the Theory of Groups*², Cambridge (MA)-London, Harvard University Press, 1971, o DENOZZA, *Norme efficienti*, cit., 95 ss. In sintesi: ciascuno dei tanti *principals* che volesse svolgere opera di controllo dell'*agent* (o degli *agents*) dovrebbe sopportarne il costo (investendo il proprio tempo e le proprie risorse economiche). Ma il risultato positivo (in termini di riduzione dei costi di agenzia) di tali investimenti del singolo in attività di informazione e monitoraggio andrebbe (pro quota) a vantaggio di tutti gli altri *principals*, mentre il relativo costo rimarrebbe *per intero* in capo al singolo che ha promosso le suddette attività di controllo. Di qui il *problema di azione collettiva*: ciascuno confidando nella possibilità di

questi che, non a caso, sono nulli nel caso di unico *principal*: infatti, più *principals* devono fronteggiare i costi di coordinare ogni loro iniziativa di monitoraggio e controllo degli *agents* e tali *coordination costs* aumentano all'allargarsi e al diversificarsi del gruppo di *principals* da coordinare (53).

D'altronde, come si diceva all'inizio, è chiaro che maggiore è la complessità dei compiti affidati ai gestori-*agents* più ampio è il costo di agenzia (54). Infatti, all'aumentare della complessità dell'incarico e alla vastità e varietà dei fini affidati alla cura degli *agents*, diviene più difficile e comunque più costoso per il *principal* ottenere le informazioni necessarie per potere controllare la qualità dell'operato e comunque per svolgere un efficace monitoraggio della azione degli *agents*.

Il che ci porta alla terza sottospecie dei problemi di agenzia, che sono quelli che sorgono se si allarga lo sguardo dal piano delle dinamiche strettamente societarie — e dunque ai rapporti tra soci e amministratori o tra (gruppi di) soci (cfr. *supra*, *sub* § 2) — a quello dell'impresa. In questa prospettiva, all'impresa intesa come *agent* nel suo complesso (e quindi compresi l'imprenditore o i soci suoi "proprietari") possono contrapporsi categorie di *stakeholders* diverse e ulteriori rispetto agli *shareholders*: e quindi i creditori, i dipendenti, i clienti della società, la comunità dove l'impresa societaria si localizza e via discorrendo (si parla in proposito anche di *non-shareholder constituencies*). Anche costoro possono infatti considerarsi *principals* con propri interessi, che una certa conduzione della impresa può pregiudicare o sacrificare: si pensi alla gestione dell'impresa che comporti lo sfruttamento dei lavoratori, il pregiudizio della garanzia patrimoniale dei creditori, condotte abusive nei confronti di controparti o decettive nei confronti dei clienti. Sulla possibilità e opportu-

giarsi di investimenti e iniziative altrui si astiene dal porre in essere attività di monitoraggio degli *agents*, le quali attività quindi risultano carenti rispetto a quante nell'interesse del gruppo dei *principals* sarebbe utile porre in essere. D'altra parte, il superamento di questo stallo presupporrebbe un coordinamento tra gli interessati per ripartire le spese, ma anche tale coordinamento produce dei costi (i così detti *coordination costs*); senza contare che la stessa *struttura di coordinamento* tende a sua volta a riproporre (magari su minor scala, ma comunque a riproporre) qualche ulteriore *agency cost*.

(53) Cfr. anche J. ARMOUR, H. HANSMANN e R. KRAAKMAN, *Agency Problems and Legal Strategies*, in R. KRAAKMAN, J. ARMOUR, P. DAVIES, L. ENRIQUES, H. HANSMANN, G. HERTIG, K. HOPT, H. KANDA, M. PARGENDLER, W.-G. RINGE e E. ROCK, *The Anatomy of Corporate Law*³, Oxford, Oxford University Press, 2017, 36 s.

(54) ARMOUR, HANSMANN e KRAAKMAN, *op. cit.*, 36, anche per gli ulteriori riferimenti nella letteratura economica.

nità di includere tra gli scopi della *corporate governance* anche il contrasto a queste ultime specie di *principals' problems* si tornerà nel seguito con discorsi più analitici relativi al rapporto tra *corporate governance*, da un lato, e interesse sociale (55), scopo della società (56) e *debt governance* (57), dall'altro lato. Per ora è sufficiente avere ricordato che anche questo tipo di costo di agenzia è tradizionalmente annoverato tra i possibili problemi della *corporate governance*.

Infine, accanto agli *agency problems*, si prefigurano nella letteratura recente i *principal-principal conflicts* a loro volta forieri di costi (58). Questo potrebbe essere un nuovo ambito problematico da includersi nella nostra nozione stipulativa di *corporate governance*. Il problema dei conflitti tra *principals* nasce da una concezione estremamente frammentata o, se si vuole, pluralistica dell'interesse e dello scopo della società, dal cosiddetto *multi-stakeholder value* oltre che da un possibile *multi-shareholder value* (59), per cui i tanti (e anzi troppi) interessi che farebbero in ipotesi capo alle società (specialmente se complesse e di cospicue dimensioni) dovrebbero essere parimenti presi in considerazione e curati, nelle dinamiche endosocietarie, in vista di una loro composizione. Stando così le cose, il conflitto non sarebbe più tanto e solo quello tra *principals* e *agents*, ma soprattutto e ancor prima quello tra i diversi *principals* portatori di interessi e visioni opposte anche in punto di finalità della società. Tuttavia, l'impressione è che anche questo tipo di conflitti tenda

(55) Cfr. *infra*, *sub* § 10.

(56) Cfr. *infra*, *sub* § 11.

(57) Cfr. *infra*, *sub* § 13.

(58) V., anche per i riferimenti, M. PENG e S. SAUERWALD, *Corporate Governance and Principal-Principal Conflicts*, in *The Oxford Handbook of Corporate Governance* a cura di WRIGHT, SIEGEL, KEASEY e FILATOTCHEV, cit., 658 ss. Per vero, per conflitto tra *principals* si tende nella letteratura internazionale (v., per tutti, M. YOUNG, M. PENG, D. AHLSTROM, G. BRUTON e M. PENG, *Corporate Governance in Emerging Economies: A Review of the Principal-Principal Perspective*, in *Journal of Management Studies*, 2008, n. 45, 196 ss.) a riferirsi al conflitto tra azionista di maggioranza o di controllo e altri *non-controlling shareholders*: ma questo tipo di problema riduce, come si è visto, ad uno dei classici problemi di agenzia (il secondo nella nostra elencazione) e non merita di essere diversamente classificato. Un senso che apra la formula alla accezione qui utilizzata è in F. DENOZZA e A. STABILINI, *Principals vs Principals: The Twilight of the 'Agency Theory'*, in *Italian Law Journal*, 2017, n. 3, 511 ss.

(59) La esigenza di rappresentare e tutelare i diversi possibili valori e interessi delle diverse componenti azionarie contrasta, tuttavia, contro uno dei caratteri fondamentali della società per azioni e cioè quello della sostanziale irrilevanza della persona del socio e della ricerca di un suo interesse largamente stilizzato: per intenderci, sulla base del paradigma del *fictional shareholder*.

largamente a confondersi, se non anche a risolversi, con quelli *agent-principal*, dal momento che il compito di composizione dei diversi interessi è in una organizzazione corporativa (e a più forte ragione nella società azionaria caratterizzata dalla attribuzione esclusiva delle funzioni di gestione dell'impresa in capo a un organo professionale) esso stesso necessariamente oggetto di una delega di funzioni (60). D'altra parte, non è rigoroso nella dimensione dell'*agency theory* considerare i diversi *stakeholders* parti di un rapporto *principal-principal*: essi sono *principals* di altri *agents* (nel senso che la loro posizione è influenzata dall'agire di costoro) e tra coloro che possono incidere con la loro azione sulla posizione dei singoli (tipi di *principals* possono esservi altri (tipi di) *stakeholders*, ma allora in funzione di *agents*; sicché si tratterà sempre tecnicamente di un (magari reciproco) rapporto *principal-agent*.

7. Corporate governance e contract governance. — La società non è ovviamente l'unico esempio di contratto incompleto. Ci si deve allora chiedere e ci si è chiesti (61) se la *corporate governance* non sia che la semplice declinazione *sub specie societatis* della *contract governance*, ovvero se quella si distingua da questa per qualche particolarità. Ovviamente, entrambe si riconducono — coerentemente con l'origine e il generale significato di *governance* (cfr. *supra*, sub § 1) — alla crisi della legge e del *public ordering* e alla emersione di altre forme di regolazione e auto-regolazione, cioè del *private ordering*.

Ma per stabilire se, e in caso di risposta affermativa in cosa, consista la differenza è necessario convenire sulla natura della impresa (e quindi conseguentemente anche di quella societaria). E così, se la società e la sua impresa si risolvono puramente e semplicemente in un *nexus of contracts*, in una rete di relazioni contrattuali sempre replicabili sul mercato, allora è consequenziale assimilare la *corporate governance* alla generale *contractual governance* (62). Viceversa, se l'im-

presa è vista come l'oggetto di una proprietà, seppure *sui generis*, e quindi secondo la *property rights view*, o comunque come un insieme di particolari investimenti (in persone e cose) che non possono essere istantaneamente replicati, allora la *corporate governance* assume un carattere peculiare rispetto alla *governance* di un qualsiasi altro contratto (seppure incompleto).

In particolare, per chi intende la *governance* (in generale) come il complesso dei vincoli che influenzano le trattative *ex post* sulle *quasi-rents* che si originano in capo a una parte di un rapporto contrattuale (63), dove non vi è spazio per trattative *ex post*, ma dove è razionale che tutte le decisioni siano negoziate *ex ante* (ancorché talora necessariamente eseguite *ex post*) non si potrebbe logicamente parlare di *governance* (64). Solo dove vi siano contratti per i quali si riveli impossibile o troppo costoso prevedere *ex ante* tutte le possibili variabili, si apre uno spazio concettuale e pratico per una loro *governance* (e quindi per un intervento *ex post*): tale sarebbe il caso di una *firm* (e quindi della *corporation*), almeno se la si intenda come un *nexus* di specifici investimenti, che danno vita a una combinazione di persone e cose, che rappresentano una struttura complessa che non riesce a essere replicata dal mercato (65).

siano esattamente eseguiti e che si possano prevenire liti e contenziosi al riguardo. In questa prospettiva, la gestione delle relazioni contrattuali rileva all'interno dell'impresa come aspetto della sua efficiente organizzazione e presuppone a sua volta di approntare una organizzazione a ciò deputata. Quando questa parte della organizzazione amministrativa sia adeguata e cosa ciò implichi dipende ovviamente dalla grandezza, complessità e settore della impresa (o comunque del soggetto) che è nello specifico interessato a presidiare le sue relazioni contrattuali. Ciò che però è importante qui rilevare è che, in questa accezione di *contract governance*, la dimensione contrattuale si inserisce nella dimensione organizzativa della impresa e quindi diviene un aspetto della *corporate governance* della stessa (seppure intesa in senso lato). Nell'ambito della accezione di *contract governance*, come momento della organizzazione di impresa, sono diffuse a livello aziendale ulteriori possibili suddivisioni: *financial governance* (tesa a controllare gli aspetti finanziari di un contratto come la copertura delle risorse, la fatturazione e i pagamenti); *operational governance* (relativa alla esecuzione delle prestazioni), *compliance governance* (che si occupa della verifica della esattezza della prestazioni di tutte le parti del rapporto); *relationship governance* (relativa alla gestione delle parti del contratto); etc. Ma ciò è di assai minore interesse nella prospettiva qui prescelta.

(63) Questa è la definizione di ZINGALES, *Corporate Governance*, cit., 498.

(64) ZINGALES, *loc. ult. cit.*

(65) Così ZINGALES, *loc. ult. cit.*; R. RAJAN e L. ZINGALES, *Power in the Theory of the Firm*, in *Quarterly Journal of Economics*, 1998, n. 113, 387 ss.; IDD., *The Firm as a Dedicated Hierarchy: A Theory of the Origins and Growth of Firms*, in *Quarterly Journal of Economics*, 2001, 116, 805 ss.

(60) Sul punto si potrà tornare in modo meno astratto *infra*, sub § 11.

(61) Si veda, per esempio, ZINGALES, *Corporate Governance*, cit., 498.

(62) Secondo una accezione assai ampia e puramente descrittiva per *contract governance* si può intendere il complesso delle procedure e delle strutture con le quali si gestiscono (da parte di una organizzazione che ne è pare) le relazioni contrattuali. Il che presuppone, da un lato, la identificazione, controllo e contingentamento dei rischi che derivano dai contratti in essere e, dall'altro, la massimizzazione dei relativi benefici; e dunque, in una prospettiva più tecnicamente giuridica, ciò significa assicurare che i contratti

In realtà, la caratteristica peculiare della società rispetto agli altri contratti incompleti, dal punto di vista del giurista, deve essere rintracciata nel fatto che con essa si dispone in merito a un sistema di allocazione di poteri, che infatti ne rappresentano (e si vuole che ne rappresentino) l'oggetto: il contratto di società non dispone di beni e situazioni giuridiche finali ma, appunto, regola l'esercizio di poteri. Ed è rispetto a tale esercizio che quindi la *corporate governance* assume un significato autonomo rispetto alla *governance* degli altri contratti incompleti.

8. Corporate governance e governance technology; tecnologia per la governance e governance per la tecnologia. — Alla luce di quanto appena considerato poco più di un cenno meritano, in questa sede, le locuzioni, tanto recenti quanto di moda (e conseguenzialmente fatte oggetto di un uso assai incontrollato e foriero più di equivoci che di soluzioni), di *governance technology*, *Gov-tech*, che della prima rappresenta l'abbreviazione, o di *CorpTech governance* (66). Al tema della relazione tra INTELLIGENZA ARTIFICIALE E DIRITTO SOCIETARIO è dedicata apposita voce di questo volume tematico e a quella, pertanto, è sufficiente rinviare (67). Qui si deve solo ricordare come con *Gov-tech* si possa intendere l'uso della *Information Technology* (IT), e quindi anche eventualmente della intelligenza artificiale (AI) nelle sue varie forme, tanto per il *government* quanto per la *governance*. Nel primo caso, IT e AI serviranno per svolgere funzioni amministrative con modalità digitali in riferimento a pubblici poteri e quindi, per esempio, enti pubblici esponenziali (Stati, enti pubblici locali, etc.) o altre autorità amministrative indipendenti; nel secondo, invece, quei sistemi serviranno per gestire e amministrare, sempre con le medesime modalità informatiche, società e altre forme di imprese.

(66) Cfr. per esempio L. ENRIQUES e D.A. ZETZSCHE, *Corporate Technologies and the Tech Nirvana Fallacy*, in *Hastings Law Journal*, 2020, n. 72, 55 ss.; M.L. MONTAGNANI e M.L. PASSADOR, *Il consiglio di amministrazione nell'era dell'intelligenza artificiale: tra corporate reporting, composizione e responsabilità*, in *Riv. soc.*, 2021, 121 ss.; U. TOMBARI, *Intelligenza artificiale e corporate governance nella società quotata*, in *Riv. soc.*, 2021, 1431 ss.; L. MARCHEGIANI, *Automazione della governance societaria e discrezionalità amministrativa*, in *Riv. soc.*, 2022, 99 ss.; L. CALVOSA, *La governance delle società quotate nella transizione verso la sostenibilità e la digitalizzazione*, in *Riv. soc.*, 2022, 309 ss., a 319 ss.

(67) E comunque sul tema si veda la recente e approfondita riflessione di F. PACILEO, *Intelligenza artificiale nell'impresa. Tra organizzazione e spersonalizzazione*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2025.

Ora, è evidente che nella prima ipotesi le connessioni tra *Gov-tech* e *corporate governance* sono nulle. Ma anche nella seconda ipotesi il rapporto con la "vera" *corporate governance* (e cioè con la *corporate governance* in senso stretto: cfr. *supra*, *sub* § 4 e 5) è, a ben vedere, assai tenue. Infatti, la scelta di avvalersi di IT e AI ricade tra le ampie opzioni che competono a chi è chiamato a organizzare l'impresa (in ipotesi, societaria) con assetti, quantomeno, "adeguati" (per usare la terminologia dell'art. 2086 comma 2 c.c.) e poi, possibilmente, quanto più efficienti ed efficaci: opzioni all'evidenza ormai del tutto necessitate, in qualche misura almeno, stante, per un verso, la complessità e numerosità degli adempimenti richiesti (anche in tema di controlli, verifiche e riscontri di vario tipo) nella gestione di una impresa, e, per altro verso, la evoluzione delle tecnologie sempre più sofisticate, veloci e affidabili e quindi vieppiù rappresentanti la migliore soluzione per le esigenze organizzative delle società e delle loro imprese. Ma, come si è detto, la *corporate governance* in senso proprio dovrebbe avere poco a che fare con (e comunque non vuole qui servire a evocare) ogni generico profilo dell'amministrazione e del controllo della società e della sua impresa.

Al tema della *governance*, restrittivamente intesa, ci si avvicina un po' di più se le nuove tecnologie (e tra queste i sistemi di AI) sono riferite esclusivamente a usi relativi a scelte o controlli mirati alla riduzione dei costi di agenzia (cfr. *supra*, *sub* § 6 e 7); e quindi, per esempio, per il censimento o la segnalazione di situazioni di conflitto o interferenza di interessi con quello o quelli sociali; per la selezione di amministratori indipendenti o di altre figure preposte a funzioni di *monitoring*, e via discorrendo. Mentre forse ci si allontana se con la stessa espressione si intende alludere, come pure si fa, alla questione (per vero non sempre correttamente posta: ma questo è discorso che esula dalla presente trattazione) se i sistemi di AI possano integralmente o parzialmente sostituire gli amministratori ovvero la stessa struttura corporativa della società (68).

(68) Sulle società in cui le decisioni siano assunte da sistemi di intelligenza artificiale e, in particolare, sulle *Decentralized Autonomous Organizations* o DAO, che rappresentano organizzazioni in cui le relazioni tra i partecipanti si attuano attraverso meccanismi di consenso distribuito basati su *smart contracts* e quindi senza strutture decisionali gerarchiche, dove quindi la formazione dei processi decisionali può realizzarsi in modo interamente automatico e delocalizzato cfr. L. MARCHEGIANI, *Società unipersonale e senza soci*, in questa *Enciclopedia*, Società, 2025, dove si parla anche di *governance* algoritmica: cioè di una gestione che non sarebbe

Un ulteriore possibile significato — da tenere distinto con quello al quale si è sin qui alluso — è quello di *governance* dei profili tecnologici di società, impresa o azienda (69): qui non è però più la tecnologia a servizio della *governance*; ma la *governance* a servizio della tecnologia (come, per esempio, quando si reclama la presenza di un *algorithm officer* o la formazione di un “comitato tech”) (70). Si tratta dunque di aspetti diversi, che tuttavia vengono normalmente evocati in modo frammisto, con scarso ricavo dei relativi discorsi.

9. *La corporate governance prima della corporate governance.* — Individuato il problema o ambito problematico della *corporate governance* e, al contempo, chiarito come la espressione *corporate governance* e ogni discorso alla stessa relativa abbiano meno di mezzo secolo (71), è naturale domandarsi, posto che il fenomeno societario (e anche la realtà delle grandi imprese azionarie complesse) è assai più risalente, se e come — e cioè con quale strumentario lessicale e logico — fossero affrontati quei problemi che solo a partire dal principio degli anni Ottanta del secolo scorso si sono iniziati a discutere in termini di *corporate governance*, per poi cercare di mitigarli attraverso la individuazione di adatte strategie ovvero buone pratiche di *governo societario* (72).

In effetti, la sostanza del problema della *corporate governance* (*id est*: di ciò che oggi per brevità, per comodità o per moda chiamiamo *corporate governance*) non solo era stata ampiamente colta

affidata a persone perché i partecipanti alla società interagirebbero attraverso protocolli automatizzati atti a regolare i processi decisionali secondo regole predeterminate e immutabili, codificate in una *blockchain*. Le decisioni organizzative emergerebbero così dal consenso distribuito piuttosto che da organi sociali costituiti e funzionanti secondo le forme procedurali tipizzate. In argomento cfr. ora, anche per gli ulteriori riferimenti, PACILEO, *Intelligenza artificiale nell'impresa*, cit., spec. 266 ss.

(69) Cfr., ma in un discorso assai meno netto, N. ABRIANI e G. SCHNEIDER, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale*, Bologna, Il Mulino, 2021, 121 ss. e 149 ss., che distinguono l'AI come strumento di governo dell'impresa dall'AI come oggetto di governo dell'impresa.

(70) V., per esempio, S.A. CERRATO, F. CULASSO e E. CROCCO, “Handle with care”. *Per una governance dell'intelligenza artificiale nell'impresa, rischi, tecniche di gestione, assetti cibernetici*, in *Riv. soc.*, 2023, 371 ss. Sul “comitato tech” cfr. soprattutto M.L. MONTAGNANI e M.L. PASSADOR, *Toward an Enhanced Level of Corporate Governance: Tech Committees as a Game Changer for the Board of Directors*, in *Journal of Business, Entrepreneurship & Law*, 2022, n. 15, 1 ss.

(71) Cfr. *supra*, sub § 1, testo e nt. 1.

(72) E cfr. infatti MAUGERI, *Corporate governance e assemblea dei soci*, cit., 287 ss.

da Berle e Means (73), ma, volendo, era già stata intuita da Adam Smith (74).

Tuttavia, in allora, la riflessione e il dibattito scientifico si incentravano soprattutto sulla nozione di *interesse sociale*: ci si chiedeva, cioè, quale fosse l'interesse o gli interessi che gli amministratori della società e i dirigenti dell'impresa (societaria) dovessero perseguire; ovvero, in modo alla fine non dissimile, di chi costoro fossero i fiduciari (75); con le note alternative, presto assurte a rango di *slogans*, tra concezione “contrattualista” e concezione “istituzionalista” e poi, a furia di distinguere e precisare, tra “contrattualismi” e “istituzionalismi”, al plurale (76).

E altrettanto ci si chiede adesso, ascrivendo, tuttavia, la questione a una delle più cruciali della *corporate governance* (77). Il che ci porta a dovere finalmente approfondire la relazione tra interesse

(73) Il riferimento come è chiaro a A. BERLE e G. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Macmillan, 1932 (trad. it. *Società per azioni e proprietà privata*, Torino, Einaudi, 1966). Cfr. WILLIAMSON, *Corporate Governance*, cit., 1197 ss.

(74) In particolare si allude al notissimo e sempre citato passo di *The Wealth of Nations*, in cui Adam Smith scrive: «*The directors of such companies, however, being the managers rather of other people's money than of their own, it cannot well be expected, that they should watch over it with the same anxious vigilance with which the partners in a private copartnery frequently watch over their own. Like the stewards of a rich man, they are apt to consider attention to small matters as not for their master's honour, and very easily give themselves a dispensation from having it. Negligence and profusion, therefore, must always prevail, more or less, in the management of the affairs of such a company*» (si cita dalla edizione curata da E. CANNAN, New York, Mineola, 2019, rist., 700).

(75) Basti richiamare il notissimo dibattito tra Adolf Berle ed Edwin Dodd: A. BERLE, *Corporate Powers as Powers in Trust*, in *Harvard Law Review*, 1931, n. 44, 1049 ss., Id., *For Whom Corporate Managers are Trustees*, ivi, 1932, n. 45, 1365 ss., E. DODD, *For Whom are Corporate Managers Trustees?*, ivi, 1145 ss., Id., *Is Effective Enforcement of the Fiduciary Duties of Corporate Managers Practicable?*, in *University of Chicago Law Review*, 1935, n. 2, 194 ss.; su cui è tornato A. BERLE in *Power without Property*, New York, Harcourt Brace, 1959, spec. 87 ss.; e in merito al quale vedi, in chiave storiografica, A. RIECHERS, *Das « Unternehmen an sich »*. *Die Entwicklung eines Begriffes in der Aktienrechtsdiskussion des 20. Jahrhunderts*, Tübingen, Mohr, 1996, 182 ss.

(76) E nel senso di confermare questa derivazione del dibattito sulla *corporate governance* da quello precedente sulle concezioni di interesse sociale, cfr. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, cit., 5 s., dove giustamente si insiste sul collegamento tra il problema dell'interesse sociale (e cioè di individuare il compito fondamentale della società e, quindi, di coloro che sono preposti alla sua gestione) e, appunto, quello della « moderna corporate governance ».

(77) Cfr., tra i tanti, BLAIR, *Ownership and Control*, cit., 3 e 95; ZINGALES, *Corporate Governance*, cit., 498; C. MALLIN, *Corporate Governance*², Oxford, Oxford University Press, 2007, 13.

sociale, e poi anche o ancor prima scopo della società, e loro diverse concezioni, da un lato, e *corporate governance*, dall'altro lato.

10. *Corporate governance e interesse della società.* — Da un punto di vista strettamente logico, la soluzione dei problemi della *governance* della società e della sua impresa, per come precedentemente precisati, presuppone di stabilire quali siano gli scopi che la società possa perseguire e quali siano gli interessi che debbano essere curati dagli amministratori o comunque, più in generale, dagli *agents* (78). In questo senso, quelle della identificazione dello scopo e dell'interesse della società si pongono come questioni preliminari rispetto a quelle della *corporate governance*: prima si dovrebbe chiarire quali siano i fini e gli interessi che chi gestisce una impresa deve avere presenti nello svolgimento della sua attività, e cioè, nella dimensione della società di capitali, quale sia la funzione ultima dei suoi organi amministrativi (e di controllo) in qualsiasi modo strutturati. Solo fatto questo, si potrebbe ragionare su come fronteggiare i problemi di agenzia, e cioè ridurre i costi che derivano dal perseguimento opportunistico di interessi non sociali (gli interessi degli amministratori a danno dei soci; gli interessi del socio o dei soci di maggioranza a danno di quelli di minoranza; gli interessi dei soci a danno delle *non-shareholder constituencies* portatrici di interessi elevati, in ipotesi, al rango di interessi della società).

Ma, a ben vedere, un simile approccio logico, e se si vuole oggettivo, non appare praticabile fino in fondo (79). Infatti, agli amministratori è comunque riconosciuta (e deve essere loro riconosciuta) una più o meno ampia discrezionalità nella ricerca

di un punto di equilibrio tra i diversi interessi necessariamente coinvolti nell'esercizio dell'attività imprenditoriale a loro esclusivamente affidata (80). Ne discende che è necessario adottare un differente approccio, che è stato definito soggettivo, in base al quale l'attività degli amministratori non è valutata « per la sua oggettiva idoneità a conseguire un obiettivo predefinito, ma avendo riguardo alla loro situazione personale e alle modalità con cui hanno adottato le decisioni » (81); e, in questo senso, « la *business judgment rule* verrebbe [...] anche a rendere possibili diverse concrete interpretazioni dell'interesse sociale » (82). Il che, in definitiva, significa escludere la estraneità dell'interesse della società alla *corporate governance* (anche per come qui intesa), quando l'interesse sia nel concreto specificato in occasione del funzionamento degli organi sociali (83).

E tanto ciò è vero che gli stessi codici di *corporate governance*, da ultimo, difficilmente rinunciano a proporre una loro visione o definizione di interesse e, ancor prima, di scopo della società (84).

(80) Cfr. ANGELICI, *La società per azioni*, cit., 414 s.

(81) Così ANGELICI, *op. ult. cit.*, 415.

(82) ANGELICI, *op. ult. cit.*, 413.

(83) Cfr. M. STELLA RICHTER jr, *La collegialità del consiglio di amministrazione tra ponderazione dell'interesse sociale e composizione degli interessi sociali*, in *Amministrazione e amministratori di società per azioni* a cura di B. LIBONATI, Milano, Giuffrè, 1995, 275 ss.

(84) E si veda il celebre principio 1 dell'art. 1 del nostro Codice di *corporate governance*: « L'organo di amministrazione guida la società perseguendone il successo sostenibile », inteso come « l'obiettivo che guida l'azione dell'organo di amministrazione e che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri stakeholder rilevanti per la società ». Nel Codice, poi, il successo sostenibile rileva anche ai fini della determinazione delle remunerazioni degli amministratori e del funzionamento del sistema di controllo interno e di gestione del rischio. Su tale principio del Codice si vedano, anche per gli ulteriori riferimenti, P. MARCHETTI, *Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2020, 272 s.; C. ANGELICI, *A proposito di shareholders, stakeholders e statuti*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, I, 213 ss.; M. VENTORUZZO, *Il nuovo Codice di Corporate Governance 2020: le principali novità*, in *Soc.*, 2020, 440 s.; Id., « Nuovi doveri degli amministratori? », cit., 105 ss.; Id., *Osservazioni sulle conseguenze applicative dell'adozione di clausole statutarie (e di autodisciplina) sul "successo sostenibile"*, in *Riv. soc.*, 2024, 129 ss.; N. ABBIANI, *Successo sostenibile e regole statutarie: il ruolo del board nel Codice di Corporate Governance*, in *Rivista Corporate Governance*, 2021, 7 ss.; F. CUCCU, *La (in)sostenibilità del nuovo Codice di Corporate Governance*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, II, 235 ss.; M. STELLA RICHTER jr, *Il "successo sostenibile" del Codice di corporate governance e le possibili modificazioni statutarie conseguenti*, in *Vita not.*, 2021, 739 ss.; e soprattutto E. GINEVRA, *Il Codice di Corporate Governance: Introduzione e Definizione (con un approfondimento sul "Successo sostenibile")*, in *Riv. dir. comm.*,

(78) Per una enfattizzazione di questa priorità, M. STELLA RICHTER jr, *Considerazioni preliminari in tema di corporate governance e risparmio gestito*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 196 ss.; Id., *Note preliminari sui problemi della corporate governance*, cit., spec. 618 ss.; e per una concessione ANGELICI, *La società per azioni*, cit., 388, ma in chiave di pura logica (e cfr. infatti le note seguenti).

(79) Per usare la terminologia proposta da Luca Enriques nelle società si pongono anzitutto conflitti "causali", che attengono appunto al diverso modo di intendere scopo o interesse della società, e poi si danno conflitti "strategici" e "distributivi" (che sono quelli che si traducono nel trasferimento di risorse dalla società ai soci di controllo e quindi a danno dei soci di minoranza): ebbene anche i primi tipi di conflitti, e non solo questi ultimi, pongono problemi di governo societario (ENRIQUES, *Società per azioni*, cit., 968 s.). Dello stesso A. si veda da ultimo *Interesse sociale e conflitti d'interessi nel nuovo scenario*, in *La s.p.a. nell'epoca della sostenibilità e della transizione tecnologica*, cit., 1307, a 1312 ss., dove quei tipi di conflitti vengono suggestivamente definiti come « conflitti tra interessi ».

Naturalmente, quanto appena affermato — e cioè che la fissazione dell'interesse sociale e dello stesso scopo della società non siano solo presupposti dei ragionamenti, problemi e strategie di *corporate governance*, ma ne siano una parte significativa — vale nei limiti in cui non sia l'ordinamento a fissare alcuni limiti o contenuti allo scopo e interessi sociali. Nel qual caso essi si porranno come fini dati e imposti alla attività discrezionale degli organi sociali. Ciò si manifesta con particolare evidenza dove, per esempio in ragione dell'attività che costituisce l'oggetto della singola società presa in considerazione, si individuino da parte dell'ordinamento giuridico particolari finalità concorrenti con quelle proprie di tutte le società e ciò al fine di tutelare interessi generali o pubblici. Si pensi al caso delle banche dove la « sana e prudente gestione » informa in modo decisivo l'interesse sociale e in definitiva lo stesso scopo della società bancaria e si impone nelle scelte di gestione, amministrazione e controllo degli organi sociali (85) o a quello delle società di gestione del risparmio (86).

2023, I, 1018 ss. Solo in Europa, poi, anche i codici di *corporate governance* di Austria, Belgio, Croazia, Francia, Germania, Gran Bretagna, Lussemburgo, Paesi Bassi, Spagna indicano espressamente i fattori od obbiettivi ESG, la *corporate social responsibility* o la sostenibilità nella formulazione dello scopo.

(85) Cfr. già G. FERRI, *La posizione dell'azionista nelle società esercenti un'attività bancaria, in Banca borsa*, 1975, I, 1 ss., e ora in *Scritti giuridici*, vol. II, Napoli, Jovene, 1990, 611 ss.; e poi G. GUIZZA, *Appunti in tema di interesse sociale e governance delle società bancarie*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, I, 256 ss., C. ANGELICI, G. GUIZZA e G. FERRI jr, nei rispettivi contributi in AA.VV., *Società bancarie e società di diritto comune. Elasticità e permeabilità dei modelli*, in *Diritto della banca e dei mercati finanziari*, 2016, 717 ss., e, volendosi, M. STELLA RICHTER jr, *I sistemi di controllo delle banche tra ordinamento di settore e diritto comune. Notazioni preliminari*, in *Riv. soc.*, 2018, 320 ss., spec. 332 ss. In particolare, nel senso che oggi emerge con chiarezza un interesse istituzionalizzato della banca, e ciò soprattutto sulla base della rilevata centralità (non solo nella condotta della autorità di vigilanza, ma anche e prima ancora in quella degli amministratori) del dovere di perseguire la sana e prudente gestione, cfr. GUIZZA, *op. ult. cit.*, spec. 248 ss. Sulla specificità della *governance* delle società bancarie cfr. G.B. PORTALE, *La corporate governance delle società bancarie*, in *Regole del mercato e mercato delle regole* a cura di G. CARCANO, C. MOSCA e M. VENTORUZZO, Milano, Giuffrè, 2016, 501 ss.

(86) Dove è possibile distinguere problemi di *corporate governance* e questioni di *fund governance*: ai tradizionali primi si aggiungono i secondi, dal momento che gli amministratori devono curare non solo gli interessi dei soci, ma anche quelli degli investitori. Cfr. più diffusamente STELLA RICHTER jr, *Considerazioni preliminari in tema di corporate governance*, cit., 196 ss.; Id., *L'organizzazione e il governo societario del gestore*, in *Profili evolutivi della disciplina sulla gestione collettiva del risparmio* a cura di R. D'APICE, Bologna, 2016, 61 ss. Per una prospettazione consimile in termini

Tuttavia, anche nel fare ciò (e cioè nell'indicare specifici interessi da affidare alla cura degli amministratori) gli ordinamenti in realtà pongono gli stessi *agents* di fronte a un compito di contemperamento, perché aggiungono fini, non li sostituiscono (87). Si ripropone, quindi, un classico problema di agenzia e anzi talora se ne amplifica la portata, come si vedrà trattando ora dell'aspetto largamente connesso della cosiddetta *corporate purpose*.

11. *Corporate governance e scopo della società: sustainable corporate governance, stakeholder governance e corporate governance obsession.* — Il discorso fatto con riguardo all'interesse sociale può per molti tratti replicarsi con riguardo allo scopo della società (88), nella misura in cui si intenda e possa distinguere quello da questo (89).

Ciò che però merita di essere sottolineato, anche nella prospettiva dei collegamenti con la *governance*, è il tornante storico nel quale stiamo vivendo e che ha finito per rimettere al centro di un vasto dibattito internazionale il *business o corporate purpose* e quindi la così detta *sustainable corporate governance* (90).

di *agency theory* v. L. BEBCHUK, A. COHEN e S. HIRST, *The Agency Problems of Institutional Investors*, in *Journal of Economic Perspectives*, 2017, n. 31, 89 ss.

(87) Per qualche ulteriore riflessione in questo senso sia permesso rinviare a M. STELLA RICHTER jr, *A proposito di bank government, corporate governance e Single Supervisory Mechanism governance*, in *Diritto della banca e dei mercati finanziari*, 2016, 772 ss., a 784 ss., a proposito delle potenziali tensioni e delle diverse possibili "anime" della « sana e prudente gestione ».

(88) Si v. U. TOMBARI, *Scopo sociale*, in questa *Enciclopedia*, Società, 2025, e comunque, sin da ora, almeno alcune delle opere del massimo cantore del *purpose*: per esempio, C. MAYER, *Prosperity: Better Business Makes the Greater Good*, Oxford, Oxford University Press, 2018, o Id., *The Governance of Corporate Purpose*, in *ECGI – Law Working Paper*, 2021, n. 609 (disponibile su: <https://ssrn.com>).

(89) Cfr. soprattutto M.S. SPOLIDORO, *Interesse, funzione e finalità. Per lo scioglimento dell'abbraccio tra interesse sociale e Business Purpose*, in *Riv. soc.*, 2022, 322 ss.; E. BARCELLONA, *A che serve il corporate purpose?*, in *La s.p.a. nell'epoca della sostenibilità e della transizione tecnologica*, cit., t. II, 829 ss.; F. DENOZZA, *Lo scopo della società, tra short-termism e stakeholders empowerment*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2021, 29 ss.; D. STANZIONE, *Scopo e oggetto dell'impresa societaria sostenibile*, in *Giur. comm.*, 2022, I, 1023 ss. Per VENTORUZZO, «Nuovi» doveri degli amministratori?, cit., 105, il *corporate purpose* si pone « in una zona in verità grigia tra oggetto e interesse sociale, scopo del contratto associativo, doveri degli amministratori ».

(90) Cfr. *ex multis*: AA.VV., *Corporate Purpose, CSR, and ESG. A Trans-Atlantic Perspective* a cura di J.-H. BINDER, K. HOPT e T. KUNZ, Oxford, Oxford University Press, 2024; AA.VV., *Sostenibilità e corporate governance nel nuovo contesto geopolitico* a cura di TOMBARI, cit.; C. ANGELICI, *Divaga-*

Quando mezzo secolo fa si cominciò a parlare di *corporate governance* era incontrovertibile quale dovesse essere il fine di una società a causa lucrativa. Certo, rimaneva aperto il dibattito sull'interesse sociale; ma era chiaro che gli amministratori non dovessero farsi carico di curare, insieme all'interesse degli investitori, la tutela di buona parte degli interessi collettivi, generali e pubblici. Ma da un po' di tempo a questa parte, anche a causa dell'emergere impetuoso di problemi globali come quello della crisi climatica e a causa della clamorosa crisi del diritto statutale e delle sue tradizionali fonti, le cose non stanno più così e sempre più insistentemente si reclama, da più parti e su più livelli (anche normativi), un impegno dei gestori delle imprese, soprattutto se grandi e complesse, alla cura di interessi di tutti gli uomini, come quelli sociali e ambientali. Conseguentemente, si apre il dibattito sugli scopi della società. Sono ovviamente temi troppo noti, da un lato, e troppo grandi e complessi, dall'altro, per essere qui anche solo delibati (si vedano comunque in questo volume ABUSO DI POTERE E INTERESSE SOCIALE, DIREZIONE E COORDINAMENTO DI SOCIETÀ, INVESTITORI ISTITUZIONALI, RESPONSABILITÀ SOCIALE DELL'IMPRESA E SOSTENIBILITÀ e SCOPO SOCIALE). Ciò che però è necessario rilevare in questa voce è come, nella crisi degli strumenti "classici" per la tutela di

zioni sulla "responsabilità sociale" d'impresa, in *Riv. soc.*, 2018, 3 ss.; ID., "Poteri" e "interessi" nella grande società per azioni, cit.; ID., *A proposito di shareholders, stakeholders e statuti*, cit., 213 ss.; M. CIAN, *Clausole statutarie per la sostenibilità dell'impresa: spazi, limiti e implicazioni*, in *Riv. soc.*, 2021, 475 ss.; DENOZZA, *Lo scopo della società, tra short-termism e stakeholders empowerment*, cit.; M. STELLA RICHTER jr, *Long-Termism*, in *Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, vol. II, t. II, Torino, Giappichelli, 2021, 901 ss.; in *Riv. soc.*, 2021, 16 ss. (da cui si citerà); ID., *Profili attuali dell'amministrazione delle società quotate*, cit., 416 ss.; U. TOMBARI, "Potere" e "interessi" nella grande impresa azionaria, Milano, Giuffrè, 2019; ID., *Corporate purpose e diritto societario: dalla supremazia degli interessi dei soci alla libertà di scelta dello scopo sociale*, in *Riv. soc.*, 2021, 1 ss.; ID., *Corporate social responsibility (CSR), Environmental social governance (ESG) e "scopo della società"*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, II, 225 ss.; D. STANZIONE, *Governo dell'impresa e comportamenti socialmente responsabili: verso un diritto societario della corporate social responsibility*, in *Riv. dir. comm.*, 2022, I, 101 ss.; E. BARCELLONA, *La sustainable corporate governance nelle proposte di riforma del diritto europeo: a proposito dei limiti strutturali del c.d. stakeholderism*, in *Riv. soc.*, 2022, 1 ss.; ID., *Shareholderism versus Stakeholderism. La società per azioni dinanzi al "profitto"*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2022, 130 ss.; M. CAMPOBASSO, *Gli amministratori, il successo sostenibile e la pietra di Spinoza*, in *Banca borsa*, 2024, I, 1 ss.; G. OLIVIERI, *Il governo delle imprese sostenibili tra mito e realtà*, in *Grandi imprese, sostenibilità, compliance* a cura di CERA, cit., 125 ss.

interessi generali (91), la strada che sembra prevalere è quella di affrontare tali problemi epocali con i meccanismi della *governance* più che con quello del *government*.

Da qui nasce l'idea di promuovere una *sustainable corporate governance* in cui la ricerca della tutela di quegli interessi generali (ma al contempo delle istanze dei soci, degli investitori, dei lavoratori e di tutti gli altri portatori di interessi interni all'impresa; di qui la ricordata formula del successo bensì, ma sostenibile o, che è lo stesso, della sostenibilità anche per gli investitori) siano appunto demandati a meccanismi di *governance*. Di fronte alle novità e alle complessità delle sfide della nostra era (92), la risposta che dunque è parsa naturale o meno difficile dare è stata quella di affidare alle stesse imprese, e dunque ai loro amministratori, non solo l'obbligo del rispetto di regole che salvassero il pianeta e le condizioni economiche, sociali ed esistenziali di tutti i suoi abitanti, ma puramente e semplicemente (si fa per dire) la stessa funzione del temperamento dei diversi fini e interessi in gioco (tra loro, è chiaro anche contrastanti) e quindi in sostanza anche la fissazione delle regole. Tuttavia, questa delega illimitata presenta problemi di ordine generale e di carattere particolare.

Da un punto di vista generale, gli amministratori delle grandi imprese azionarie diventano non solo i gestori per lo svolgimento di attività di impresa nell'interesse esclusivo di chi vi partecipa o anche (a volerlo concedere) della stessa impresa in sé, ma prima ancora i tutori di interessi generali e quindi dei consociati tutti. Il che riporta all'interno delle società il compito di individuare, selezionare e ponderare tutti quegli interessi, per decidere in che combinazione, in che misura e in quale modo perseguirli. Perciò, gli amministratori

(91) La salvaguardia del pianeta, dell'ambiente, dei diritti umani, ecc. non riesce più a essere tutelata da (più o meno) precise leggi degli Stati, perché, in una economia definitivamente globalizzata, non ha molto senso impedire in un singolo Paese di inquinare o di mettere a repentaglio i diritti umani, se non lo si fa contemporaneamente in tutti gli altri ordinamenti: la corsa al ribasso farebbe sì che le produzioni e il relativo inquinamento (o il mancato rispetto dei diritti umani) si localizzerebbero là dove sia possibile continuare a inquinare (o a non rispettare pienamente i diritti umani e sociali), se ci fosse convenienza economica a farlo.

(92) Ci si riferisce all'antropocene, cioè una epoca nella storia della terra, in cui i caratteri strutturali del nostro pianeta si sono modificati e si stanno modificando a causa dell'uomo: si pensi per esempio alle mutazioni dovute alla crisi climatica. Cfr. più ampiamente M. STELLA RICHTER jr, *Sostenibilità e doveri, poteri e diritti degli amministratori. Riflessioni sul diritto societario nell'antropocene*, in *Riv. soc.*, 2024, 1081 ss.

delle imprese azionarie grandissime, in particolare, non sono solo più i protagonisti dell'economia, ma lo diventano anche della politica; con la conseguenza di una crescita sostanzialmente smisurata dei loro poteri politici (93).

Dal punto di vista particolare della *corporate governance*, poi, si amplia oltre i limiti del tollerabile la discrezionalità dei gestori professionali della impresa e così si aumentano a dismisura i costi di agenzia connaturati alla loro posizione. Se per un verso si deve riconoscere che il ricorso a tutto ciò che restituisce un certo ambito di discrezionalità in capo agli amministratori sia ineliminabile e anzi necessario, per altro verso i troppi generici richiami alle diverse formule, tra cui quella della "sostenibilità", che racchiudono disparati valori, così come la invocazione della tutela di troppo diversificate categorie di interessi che gli amministratori dovrebbero tenere in conto, rischia di ampliare i loro poteri discrezionali in misura tale che ogni loro scelta finirà per essere giustificata (appunto in virtù dell'esigenza di conciliare interessi diversi e contrastanti); di qui l'ingigantirsi dei problemi di agenzia e dei relativi costi. Il problema che si paventa, in altre parole, è quello di estendere a dismisura l'ambito di applicazione della (pur sacrosanta) *business judgment rule*, o, se si vuole, il problema di aggiungere alla *business judgment* un *benefit judgment*, dai confini per certi versi ancora più vasti, elastici e indefiniti.

Per questa ragione non è mancato chi ha iniziato giustamente a parlare di *corporate governance obsession* (94); e si potrebbe anche evocare, da questo lato dell'Oceano, una *hantise de la gouvernance de l'entreprise* (sulla falsariga della classica, quantomeno per gli storici, formula di Marc Bloch): questo perché la *corporate governance* è sempre più spesso la formula evocata per dare risposta a una enorme varietà di problemi di diversa indole: dalla corruzione alle diseguaglianze sociali, dalla tutela dei diritti umani a quella delle condizioni di lavoro, dai problemi ambientali alla parità di genere, e via discorrendo. Questo "successo" e questa "fortuna" della *governance* derivano, come si è accennato, dalla circostanza che, in

un contesto di profonda crisi dello Stato e delle sue leggi, del *government* e dei suoi controlli nonché della stessa concezione tradizionale della politica, la *corporate governance* si presenta come un plausibile compromesso tra qualche forma apparente di riforma e di tutela e la impossibilità o la mancanza di volontà di utilizzare mezzi più pervasivi (95). L'esempio più emblematico di questa tendenza è forse proprio la *Corporate Sustainability Due Diligence Directive* (direttiva del 13 giugno 2024, n. 2024/1760/UE) (96), dal momento che con essa si mira a migliorare *governance* e *accountability* delle società onde fare rientrare la tutela dei diritti umani, la gestione dei rischi climatici e il perseguimento di politiche di sviluppo sostenibile, tanto sociale quanto ambientale, tra le strategie della gestione della impresa societaria.

E così, in definitiva, il rapporto tra *corporate governance* e diritto si atteggia ormai, almeno nel nostro ordinamento, in modo del tutto particolare e forse anche un po' paradossale. Per un verso, il diritto societario si appropria con norme imperative di spazi e presidi propri della autodisciplina e quindi del Codice di *corporate governance* (97). Per altro verso, come si è detto, si cercano di tutelare interessi pubblici, valori generali e beni comuni sempre più evocando meccanismi di *governance* invece che fare ricorso alla legge che

(95) Così di nuovo, ma con accenti di maggiore compromesso politico tra istanze progressiste e conservatrici, M. PARGENDLER, *op. cit.*

(96) Su cui cfr. L. CALVOSA, *Autodisciplina e diritto delle società*, in questa *Enciclopedia*, Società, 2025; ANGELICI, *Direzione e coordinamento*, cit.; P. MONTALENTI, *Responsabilità sociale dell'impresa e sostenibilità*, in questa *Enciclopedia*, Società, 2025; e TOMBARI, *Scopo sociale*, cit.

(97) Ciò per esempio è avvenuto in materia di struttura, nomina e composizione degli organi amministrativi delle società quotate: una materia a lungo rimasta sostanzialmente priva di vincoli di sorta e che oggi è tra le più complesse e articolate: a imposizione della tecnica del voto di lista per la nomina degli amministratori, oltre che dei sindaci, è stata accompagnata dalla imposizione di aliquote di amministratori da riservarsi alla lista di minoranza; la libertà nella fissazione delle regole di composizione del consiglio è stata poi ristretta imponendo per legge gli amministratori indipendenti; sono poi venute le quote di genere, originariamente e opportunamente pensate come oggetto di genuine norme transitorie, poi trasformatesi in disposizioni solo formalmente tali e comunque sempre più pervasive; da ultimo sono state aggiunti paletti e disincentivi di vario livello in caso di lista di amministratori presentata dal consiglio uscente (su cui, volendo, M. STELLA RICHTER jr., *La lista del consiglio: realtà, riti e miti*, in *Giur. comm.*, 2025, I, dove i necessari ulteriori riferimenti): il tutto in un *climax* ascendente che difficilmente potrebbe immaginarsi più penalizzante per l'autonomia statutaria e la libertà di impresa, donde anche la ormai evidentiissima fuga delle società dal mercato di quotazione italiano.

(93) È questa — in definitiva — una delle manifestazioni più evidenti di quella che viene chiamata "post-democrazia": la politica tende a non essere più nelle istituzioni democratiche. Queste continuano bensì a esistere (là dove esistevano), ma le decisioni sono prese o, quantomeno, tendono a essere prese *aliunde*.

(94) M. PARGENDLER, *The Corporate Governance Obsession*, in *Journal of Corporation Law*, 2016, n. 42, 359 ss., e poi anche ENRIQUES, *Interesse sociale e conflitti d'interessi nel nuovo scenario*, cit., 1312 ss.

pone norme imperative. Di qui una inversione di ruoli: là dove sarebbe naturale fare ampio ricorso alla autodisciplina e alle altre fonti della *corporate governance*, se ne limita l'uso; là dove, invece, il tipo di interessi in gioco dovrebbe presupporre l'uso di norme imperative si pensa di tutelarli con gli strumenti della *soft law* e della *governance*.

Infine, proprio per questa moltiplicazione degli interessi che nella gestione delle società si vorrebbe che fossero tenuti in considerazione, accanto agli *agency problems*, si prefigurano nella letteratura più recente i *principal-principal conflicts* (98). Anche essi, a loro volta, sono forieri di costi: e questo potrebbe essere un nuovo ambito problematico da includersi nella nostra nozione (stipulativa) di *corporate governance*. Ciò nasce proprio dalla ricordata concezione estremamente frammentata o, se si vuole, pluralistica di interesse e scopo della società, da una *multi-stakeholder value* (99), per cui i tanti e anzi troppi interessi che farebbero in ipotesi capo alle società (specialmente se complesse e di cospicue dimensioni) dovrebbero parimenti essere presi in considerazione, nelle dinamiche endosocietarie, in vista di una loro composizione (100). Stando così le cose il conflitto non sarebbe più tanto e solo quello tra *principals* e *agents*, ma soprattutto e ancor prima quello tra i diversi *principals* portatori di interessi e visioni opposte anche in punto di finalità della società. D'altra parte, anche il conflitto tra diversi e contrapposti *principals* non può che essere gestito, ancora una volta, con lo strumentario della *corporate governance*: e quindi, per esempio, attraverso la rappresentazione nel consiglio di ammini-

(98) Per i riferimenti v. *supra*, nt. 58.

(99) Cfr. ad esempio M. MAUGERI, "Pluralismo" e "monismo" nello scopo della s.p.a. (glosse a margine del dialogo a più voci sullo Statement della Business Roundtable), in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2019, 637 ss.

(100) In particolare, pare uscirne ulteriormente esaltata la funzione compositoria della collegialità del consiglio di amministrazione: funzione di composizione non solo tra gli interessi che possono fare capo a differenti gruppi o tipi di azionisti (come si vuole nel nostro ordinamento attraverso l'obbligo del voto di lista e la riserva di posti in consiglio per candidati della lista di minoranza: art. 147-ter commi 1 e 3 t.u. fin.) ma anche, per esempio nella prospettazione suggerita dal Codice di *corporate governance*, tra azionisti nel loro complesso e ulteriori *constituencies* portatrici di interessi "altri". Per alcune ulteriori riflessioni sulle possibili evoluzioni della *stakeholder governance* e sui suoi pericoli v. M. STELLA RICHTER jr, *Gli scopi societari della grande impresa complessa (in particolare quotata), i vincoli giuridici e gli obiettivi economici*, in *Grandi imprese, sostenibilità, compliance* a cura di CERA, cit., 1 ss., spec. 18 ss.

strazione dei diversi *stakeholders* o un sistematico ricorso all'*engagement* dei medesimi (101).

Tuttavia, come si diceva, l'impressione è che anche questo tipo di conflitti tenda largamente a confondersi, se non proprio a risolversi, con quelli *agent-principal*, dal momento che il compito di composizione dei diversi interessi è in una organizzazione corporativa esso stesso necessariamente oggetto di una delega di funzioni.

In definitiva, sembra che debba restare confermata una concezione di *corporate governance* che si traduca nello studio dei diversi *agency problems* nelle società per azioni (o in generale nelle società di capitali), perché si danno disallineamenti nelle condotte degli *agents* (i.e. i funzionari) anche al variare delle concezioni di scopo e di interesse sociali. In fondo, anche se si prende in considerazione una visione dello scopo della società in termini prettamente *stakeholderistici* o, alla Hart e Zingales, in termini di *shareholder wealth maximization* (102), non dimeno si tratta di vedere se e come gli amministratori allineeranno la loro azione a questi ulteriori composti fini. Si potrà parlare, volendosi, di *new corporate governance*, ma resterà stabilito che la *corporate governance* in generale non presuppone necessariamente il perseguimento della massimizzazione dello *shareholder value* (anche se con tale concezione di interesse e scopo sociali si agevola la riduzione dei comportamenti opportunistici).

12. *La governance nei fattori ESG*. — A causa della predetta "ossessione" per la *corporate governance* un riferimento a essa non poteva mancare, accanto alle finalità ambientali e sociali, nella mitica formula ESG (103): i.e. nei fattori od obiettivi *Enviromental*, *Social* e, appunto, *Governance*; in quella che sempre più spesso diviene la bussola per orientare scelte di gestione e di investimento. Tale riferimento alla *governance*, lungi

(101) Su questi aspetti si vedano, soprattutto, gli studi di F. DENOZZA, *Lo scopo della società: dall'organizzazione al mercato*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2019, 615 ss.; ID., *Due concetti di stakeholderism*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2022, 37 ss.; ID., *Il coinvolgimento democratico degli stakeholder: punto d'arrivo coerente e necessario del progetto europeo sul governo delle società*, in *La s.p.a. nell'epoca della sostenibilità e della transizione tecnologica*, cit., 1189 ss. Cfr. pure M. CIANI, *I comitati rappresentativi degli stakeholders e l'organizzazione societaria*, in *Banca borsa*, 2023, I, 356 ss.

(102) O. HART e L. ZINGALES, *The New Corporate Governance*, in *University of Chicago Business Law Review*, 2022, n. 1, 195 ss.

(103) Si veda E. POLLMAN, *The Making and Meaning of ESG*, in *Harvard Business Law Review*, 2024, 14, 403 ss., dove la storia del fortunato acronimo e un accurato censimento dei (troppo) diversi modi e contesti in cui è usato.

dall'essere scontato come a prima vista parrebbe, è tuttavia, a meglio riflettere, peculiare e anzitutto distonico.

Per un verso perché mette sullo stesso piano elementi disomogenei: si consideri, infatti, che mentre quelli sociali (nel senso di *social* e non di *corporate*, bene inteso) e quelli ambientali sono indubbiamente scopi idonei a caratterizzare scelte di conduzione della impresa societaria e quindi il relativo investimento essa nella stessa, la *governance* non è una finalità ma, come si è visto (e si vedrà), un sistema di strumenti, strategie o rimedi volti a minimizzare i costi dell'allontanamento dei gestori dal perseguimento delle finalità, degli scopi della società e degli interessi sociali, qualsiasi cosa con queste formule si voglia intendere. Insomma, mentre i primi due elementi del trinomio sono effettivamente fini (*purposes*), il terzo è un mezzo; con la conseguenza che, mentre sarebbe logicamente coerente parlare di *enviromental governance* o di *social governance* per segnalare la esigenza di calibrare i meccanismi di allineamento rispetto alla tutela di quei valori o interessi, non ha molto senso richiedere che un mezzo (la *governance*) sia finalizzato a conseguire lo scopo rappresentato da se stesso.

Se, viceversa, per *governance* si volesse continuare a intendere l'insieme delle tecniche volte a migliorare la posizione degli investitori, dei soci, dei *residual claimants* (in linea con una più o meno classica concezione contrattualista dell'interesse sociale), allora perseguire la *governance* nella gestione e nell'investimento in una società dovrebbe servire ad aumentare lo *shareholder value*; ma allora ciò si porrebbe in potenziale contraddizione con gli equidordinati (nella formula *ESG*) obbiettivi ambientali e sociali, che in effetti ampliano il novero degli interessi da prendersi in considerazione da parte degli organi sociali e, quindi, presuppongono il perseguimento (anche) di *shareholder values*. In questa prospettiva, in definitiva, la formula *ESG* richiamerebbe tre fattori tra loro disomogenei e incoerenti dal punto di vista della concezione di interesse e scopo sociali presupposti (104).

(104) STELLA RICHTER jr, Long-Termism, cit., spec. 32 ss. Critica rispetto agli obbiettivi *ESG* e alle formule consimili anche C. BRESCIA MORRA, *Chi salverà il pianeta: lo Stato o le grandi corporation? ESG: una formula ambigua e inutile*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, 78 ss., e ora POLLMAN, op. cit., che parla, con formula molto pertinente, del potenziale « *sustainability arbitrage* » tra i diversi fattori e profili racchiusi nella formula *ESG*. Diversamente critico nell'uso della formula A. EDMANS, *The End of ESG*, in *Financial Management*, 2023, n. 52/1, 3 ss., secondo il quale non sarebbe utile parlare di

13. Corporate governance e debt governance. — Come si accennava trattando dei singoli tipi di problemi agenzia (cfr. *supra*, sub § 6), anche i creditori possono essere interessati alla *governance* delle società loro debentrici. In molti casi essi sono in condizione e sono abituati, prima di concedere finanziamenti alla società, a negoziare la previsione di così detti *debt covenants*. Quando ciò avviene, anche il debito forma parte integrante tanto della struttura proprietaria quanto del modello di governo delle società. Infatti, tali *covenants* rappresentano normalmente una sorta di *poison pills* per la società finanziata (si pensi, per esempio, alle così dette clausole di *change of control*, che impongono un costo ulteriore nel trasferimento della partecipazione di controllo della società) o comunque assoggettano l'organo amministrativo della società a particolari vincoli ulteriori nello svolgimento della sua funzione (105).

14. Fonti della corporate governance. — Assunta, almeno ai fini della presente trattazione, una nozione ristretta di *corporate governance*, può passarsi a ricostruirsi quali ne siano le determinanti. Con determinanti ci si intende riferire alle fonti degli strumenti utilizzati o utilizzabili per incidere sui problemi intrinsecamente propri del governo societario; alle fonti delle strategie (e sulle strategie *infra*, sub § 16) che possono contribuire, negli spazi lasciati liberi dalle norme imperative di ciascun ordinamento, a realizzare una “buona” *governance* societaria: il *discrete and virtuous behaviour* e il *wise self-command*, da cui si era mosso (cfr. *supra*, sub § 1).

Nel tentare di sistemare tali varie determinanti vengono anzitutto in rilievo una serie nutrita di differenti manifestazioni di *autonomia privata*. In questa macroarea, che svolge un ruolo preminente nel modellare la *governance* delle singole società, rientrano le seguenti specie.

(i) *L'autonomia statutaria*: con essa si esprimono le regole organizzative fondamentali di ciascuna società, idonee a disciplinarne il funzionamento (106). Le norme statutarie si pongono sullo

investimenti *ESG* perché ogni investimento di lungo periodo tiene comunque conto di quei fattori, ma ciò che si deve considerare negli investimenti di lungo periodo sono anche altri fattori come la qualità del *management* e la capacità di innovare.

(105) Per una ampia disamina cfr. di recente T. STEIN, *Debt as Corporate Governance*, in *Hastings Law Journal*, 2023, n. 74, 1281 ss.

(106) Cfr. GIANNINI, *Organi (teoria generale)*, cit., spec. 43, per cui per le persone giuridiche private la funzione organizzativa, e cioè il potere di organizzarsi, « investe ad-

stesso piano delle norme di legge e vincolano nel loro funzionamento (e quindi nelle loro determinazioni) tutti gli organi della società, almeno fin tanto che non siano modificate (si veda STATUTO E MODIFICAZIONI STATUTARIE). Attraverso tali previsioni, quindi, non solo si possono porre i vincoli più stringenti per evitare comportamenti degli organi sociali disallineati rispetto al perseguimento degli interessi e finalità della società, ma si riescono anche a introdurre *ex ante* meccanismi di negoziazione e tutela di specifici interessi di *shareholders* e *stakeholders*.

(ii) *Le altre possibili forme di autonomia degli organi sociali*: l'autonomia statutaria non esaurisce le possibilità di organizzare autonomamente il funzionamento della organizzazione societaria. Su livelli gerarchicamente sotto-ordinati, e quindi con gradi minori di vincolatività, gli organi sociali possono disciplinare autonomamente il loro funzionamento attraverso propri regolamenti. Si pensi, per esempio, al regolamento dell'assemblea (approvato con deliberazione dell'assemblea ordinaria: art. 2364 comma 1 n. 6 c.c.); al regolamento di funzionamento dell'organo amministrativo; a quelli del collegio sindacale o degli altri organi di controllo; ai regolamenti dei comitati endoconsiliari; e via discorrendo.

(iii) *L'autonomia di impresa* e, in particolare, la possibilità di determinare la organizzazione e il funzionamento degli uffici in cui si risolve la specifica impresa: qui il riferimento non è agli organi sociali propriamente detti, ma agli uffici che compongono la impresa sociale e che pure possono essere idonei a generare o ridurre costi di agenzia.

(iv) *L'autonomia negoziale*, che si esprime attraverso contratti extra-sociali, ma a quello variamente collegati: e qui il pensiero corre anzitutto alle tante forme di pattuizioni parasociali che possono all'evidenza incidere in modo significativo sugli assetti di *governance* (ancorché, come è chiaro, con efficacia diversa rispetto alle pattuizioni sociali: sul punto si rinvia alla voce PATTI PARASOCIALI) (107). Ma non sono solo i patti para-

dirittura gli uffici necessari, ed è comune opinione che sia da riportare all'autonomia privata», si sostanzia nella « scelta fra possibili conformazioni organizzative » (per esempio, nel nostro caso i diversi modelli o sistemi di amministrazione e controllo), e « si manifesta nel conferimento alle persone giuridiche del cosiddetto potere statutario ». In senso contrario a quanto sostenuto nel testo, e cioè che le norme degli statuti si contrappongono alla *corporate governance*, intesa come *soft law*, e fanno parte, con la legge, dell'*hard law* del diritto societario cfr. CORAPI, *Corporate governance*, cit., 549.

(107) Cfr. A. GUACCERO, *Patti parasociali e regole statutarie: una prospettiva comparata*, in *Regole del mercato e*

sociali tra soci, componenti degli organi sociali e società in tutte le possibili combinazioni che rientrano in questa sottospecie. Ad essa appartengono anche i *debt covenants*, dei quali si è detto parlando della *debt governance* (cfr. *supra*, sub § 12).

In secondo luogo, viene in rilievo l'*autodisciplina* (in merito alla quale si rinvia, per apposito e più ampio discorso, alla voce AUTODISCIPLINA E DIRITTO DELLE SOCIETÀ), la quale è fonte relevantissima e fattore determinante della *corporate governance* (108). In realtà, anch'essa è espressione di autonomia; e lo è sotto un duplice riguardo. Da un lato, lo è quale manifestazione di *autonomia di coloro che elaborano* e convengono i codici di *autodisciplina* e che, cioè, formulano le raccomandazioni sulla *corporate governance*. Essi sono, nella più parte dei casi, soggetti privati: normalmente associazioni di categorie di imprese o rappresentative di altri gruppi o interessi, autorità private o altri corpi intermedi. Dall'altro, lo è come espressione della autonomia delle singole società che in tutto o in parte volontariamente vi aderiscono (109). Questi atti di adesione, a loro volta, possono assumere diverse delle forme di autonomia privata precedentemente menzionate (autonomia statutaria, autonomia societaria non statutaria, autonomia di impresa, ecc.).

Tra le fonti della *governance* societaria non vi

mercato delle regole a cura di CARCANO, MOSCA e VENTURUZZO, cit., 283 ss., spec. 287 ss., dove correlazione tra modelli proprietari della società e più o meno largo ricorso alle pattuizioni parasociali con differente loro incidenza anche sulla *governance* societaria.

(108) Cfr. meglio *infra*, sub § 15; e comunque sin da ora M. MAUGERI, *Regole autodisciplinari e governo societario*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 88 ss.; G. PRESTI, *Tutela del risparmio e Codice di Autodisciplina delle società quotate*, in *An. giur. econ.*, 2006, n. 1, 49 ss.; M. STELLA RICHTER jr, *Il nuovo codice di autodisciplina delle società quotate e le novità legislative in materia di autoregolamentazione*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, II, 149 ss.; i contributi di R. ROSAPEPE, *Corretta amministrazione, codici di comportamento ed informazione*, di P.M. SANFILIPPO, *I codici di autodisciplina societaria: nuovi profili di enforcement*, e D. REGOLI, *Gli amministratori indipendenti tra fonti private e fonti pubbliche e statuali*, in *Le fonti private del diritto commerciale* a cura di V. DI CATALDO e P.M. SANFILIPPO, Milano, Giuffrè, 2008, rispettivamente a 297 ss., 327 ss. e 399 ss.; P. MARCHETTI, *Codici di condotta*, corporate governance, *diritto commerciale*, in *Riv. dir. comm.*, 2019, I, 23 ss.; P. MONTALENTI, *Società quotate, mercati finanziari e tecniche di regolazione*, in *Id.*, *Società per azioni, corporate governance e mercati finanziari*, cit., 1 ss., spec. 18 ss.; M. GARGANTINI e M. SIRI, *Corporate Governance Codes*, in *Bocconi Legal Studies Research Paper*, 2023, n. 4328588 (disponibile su <https://ssrn.com/abstract=4328588>); D. CORAPI, *Corporate governance*, cit., 552 ss.; e soprattutto GINEVRA, *Il Codice di Corporate Governance*, cit., 1018 ss.

(109) Come, peraltro, è pure espressione di autonomia la stessa scelta di non aderirvi (se del caso spiegandone le ragioni).

sono, tuttavia, solo atti, ma anche *fatti*, posto che un qualche ruolo è svolto dagli usi, dalle consuetudini e dalle stesse prassi che si instaurano attraverso la costante o reiterata applicazione di modi di procedere nella conduzione dei lavori degli organi sociali, nel funzionamento degli uffici, nello svolgimento di attività di impresa. All'evidenza si tratta di fonti sotto-ordinate rispetto a quelle precedentemente menzionate e, quindi, dotate di minor grado di vincolatività e cogenza; ma non per questo si devono considerare prive di significatività, come apparirà evidente sol che si consideri che è soprattutto su questo piano che, in fin dei conti, trovano o possono trovare espressione tutti quegli accorgimenti suggeriti dal buonsenso o, se si vuole, dalla saggia conoscenza della natura e della psicologia dell'uomo (110), in cui per la più parte si risolvono le raccomandazioni di *corporate governance* di culture più pratiche, pragmatiche ed empiriche della nostra (111).

Inoltre, è soprattutto sul piano del fatto che si collocano, nella prospettiva della *governance* della singola società, quei meccanismi di mercato che si possono riassumere nella formula del *market for corporate control* e che pure rappresentano una delle principali determinanti della *corporate governance* (112), almeno quando si abbia a che fare con società quotate o comunque aperte al mercato del capitale di rischio (113). Il mercato del con-

trollo come determinante della *corporate governance* della singola società dipende, a sua volta, da due ordini di fattori presupposti e dati rispetto a essa: da un lato, dal suo assetto proprietario (che, come si è visto, influenza in modo decisivo il tipo di problemi e costi di agenzia che vorrebbero essere evitati con gli strumenti della *corporate governance*); e, dall'altro lato, dal tipo di disciplina che l'ordinamento giuridico dà alla materia (e dunque, esemplificando: disciplina delle difese da parte della società i cui titoli sono oggetto di una offerta pubblica e, quindi, eventualmente regola di neutralità o passività per gli amministratori; eventuale regola di neutralizzazione per i meccanismi di difesa *ex ante*; per previsione o meno di ipotesi di o.p.a. obbligatoria; fissazione dell'esatto presupposto al ricorrere del quale far scattare l'eventuale obbligo; condizioni dell'o.p.a. obbligatoria e quindi relativi costi; ecc.) (114).

Sempre sul piano dei meccanismi di mercato, e in qualche modo in collegamento con quello dei controlli societari, si pone ancora il ruolo che possono giocare sulle strategie e soluzioni di *corporate governance* gli investitori istituzionali (115).

Il complesso di queste ultime determinanti giustifica la tradizionale distinzione, peraltro semplicemente descrittiva, tra *internal* ed *external* (*aspects of*) *corporate governance*: i primi relativi

(110) Cfr. J. WINTER, *A Behavioral Perspective on Corporate Law and Corporate Governance*, in *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance* a cura di GORDON e RINGE, cit., 159 ss.

(111) In questo senso si veda per tutti la tanto emblematica quanto autorevole trattazione di A. CADBURY, *Corporate Governance and Chairmanship*, Oxford, Oxford University Press, 2002, 81, dove, per esempio, ci si sofferma estesamente anche sulla inopportunità che il consiglio si riunisca « *in inadequate places under unsuitable conditions* » o attorno a « *rectangular board tables, where those on the wings of the same side of the table could never see each other* », etc.

(112) Cfr., per tutti, l'antesignano lavoro di H. MANNE, *Mergers and the Market for Corporate Control*, in *Journal of Political Economy*, 1965, n. 73, 110 ss., e poi R. GILSON, *A Structural Approach to Corporation; The Case against Defensive Tactics in Tender Offers*, in *Stanford Law Review*, 1981, n. 33, 819 ss.; J. COFFEE, *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, in *Columbia Law Review*, 1984, n. 84, 1145 ss.; L. BEBCHUK, *The Case for Facilitating Competing Tender Offers*, in *Harvard Law Review*, 1982, n. 95, 1028 ss.; F. EASTERBROOK e D. FISCHEL, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge-London, Harvard University Press, 1991, 171 ss.; da noi ANGELICI, *La società per azioni*, cit., 398 ss. (anche per gli ulteriori riferimenti).

(113) In questi casi se il prezzo di mercato delle azioni rispecchia la cattiva *governance* della società: quindi, se il mercato delle azioni è in qualche misura efficiente, quello dei

controlli societari può tendenzialmente rappresentare un rimedio, e, prima ancora, un incentivo a fare in modo che il comportamento degli *agents* sia allineato con gli interessi degli azionisti. Tuttavia, quando si tratti di ricondurre a valori "reali" i prezzi di mercato di azioni sopravvalutate, magari proprio a causa di comportamenti infedeli di amministratori o dirigenti della società, manca qualsiasi incentivo ad attivare il mercato dei controlli: cfr. M. JENSEN, *The Agency Costs of Overvalued Equity and the Current State of Corporate Finance*, in *European Financial Management*, 2004, n. 10, 449 ss., e ANGELICI, *op. ult. cit.*, nt. 113 a 399.

(114) Per un efficace e aggiornato quadro comparatistico v. M.L. PASSADOR, *Le OPA in una prospettiva comparata: confronto tra alcuni modelli stranieri*, in *Riv. soc.*, 2024, 348 ss.

(115) Cfr., nell'ambito di una letteratura ricchissima, G. STAPLEDON, *Institutional Investors and Corporate Governance*, Oxford, Clarendon, 1996; M. MAUGERI, *Sostenibilità ed Engagement degli azionisti istituzionali*, in *Riv. soc.*, 2021, 1350 ss.; Id., *Soci istituzionali e capitalismo "responsabile"*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2023, 836 ss.; S. ALVARO, M. MAUGERI e G. STRAMPELLI, *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship. Problemi e prospettive*, in *Quaderni giuridici Consob*, gennaio 2019, n. 19; DENOZZA, *Lo scopo della società: dall'organizzazione al mercato*, cit.; Id., *Lo scopo della società, tra short-termism e stakeholders empowerment*, cit., 29 ss.; G. STRAMPELLI, *Can BlackRock Save the Planet? The Institutional Investors' role in Stakeholder Capitalism*, in *Harvard Business Law Review*, 2021, n. 11, 1 ss.; Id., *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell'ultima lettera annuale di BlackRock*, in *Riv. soc.*, 2020, 51 ss.

alla organizzazione della società; i secondi basati su meccanismi di mercato e sugli altri fattori estranei alla organizzazione societaria e d'impresa (116).

15. (Segue): *in particolare i codici di corporate governance*. — Tra le fonti delle *corporate governance* un rilievo del tutto particolare hanno ormai assunto i codici di autodisciplina a livello internazionale, transnazionale e nazionale (117). E, d'altra parte, tra i tanti possibili oggetti dei codici etici o di autodisciplina, anche se considerati limitatamente al campo delle attività di impresa (118), la materia della *corporate governance* è di gran lunga la più elaborata, seguita e dibattuta. Così da noi è significativo lo stesso cambio di nome del Codice, il quale, nato nel 1999 come *Codice di autodisciplina delle società quotate*, è diventato nel 2021 *Codice di corporate governance*, assumendo nella stessa intitolazione l'espreso riferimento all'oggetto di questa voce.

Non è questo il luogo per addentrarsi nell'articolato e vivace dibattito che si è sviluppato su quello che dovrebbe essere il ruolo e lo spazio riservati ai codici nella materia della *corporate governance* (119). Ciò implicherebbe meditare, per

(116) *Ex multis*: P. MARCHETTI e M. VENTORUZZO, *Corporate Law*, in *International Encyclopedia of Social & Behavioral Sciences*, cit., 2803 ss., a 2807 ss.; A. NACIRI, *Internal and External Aspects of Corporate Governance*, New York-London, Routledge, 2010; AA.VV., *Corporate Governance nach der Finanz- Wirtschaftskrise* a cura di ALLMENDIGER, DORN, LANG, LUMPP e STEFFECK, cit., 81 ss. e 163 ss.; e criticamente A. LIPTON, *Corporate Purpose and the Blurred Boundaries of Internal and External Governance*, in *Corporate Purpose, CSR, and ESG. A Trans-Atlantic Perspective* a cura di BINDER, HOPT e KUNZ, cit., 195 ss.

(117) Per una raccolta ormai straordinariamente ampia di codici di *corporate governance* di quasi tutti i Paesi del mondo nonché di molte organizzazioni internazionali e sovranazionali, si veda la veramente cospicua banca dati meritariamente organizzata e pubblicata a cura dell'*European Corporate Governance Institute (ECGI)*, consultabile sul sito <https://www.ecgi.global/publications/codes>. Per un articolato panorama cfr. MALLIN, *Corporate Governance*, cit., 21 ss. Sulla ultima versione del nostro Codice di *corporate governance* si veda, anche per ulteriori riferimenti, AA.VV., *Codice di Corporate Governance. Commentario* a cura di A. ABU AWWAD e F. BORDIGA, Torino, Giappichelli, 2024.

(118) Su cui in generale J. WIELAND, *Ethical Codes, Professional: Business Codes*, in *International Encyclopedia of Social & Behavioral Sciences*, cit., 4753 ss.

(119) Cfr., anche per gli ulteriori riferimenti, con diversità di accenti: G. ROSSI, *Il conflitto endemico*, Milano, Adelphi, 2003, 71 ss.; D. KERSHAW, *Corporate Law and Self-Regulation*, in *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance* a cura di GORDON e RINGE, cit., 869 ss.; MARCHETTI, *Codici di condotta*, *corporate governance, diritto commerciale*, cit.; B. CHEFFINS e B. REDDY, *Thirty Years and Done – Time to Abolish the UK Corporate Governance Code*,

un verso, sul desiderabile rapporto tra eteroregolazione e autoregolamentazione delle società e, per altro verso, sul rapporto tra autodisciplina e autonomia statutaria: due profili che chiaramente esulano dall'ambito di questa voce.

Al riguardo, ci si limita a notare il fenomeno, per certi versi paradossale, per cui la *corporate governance* viene esaltata e di essa viene fatto un uso abnorme per risolvere problemi esterni alla società e per tutelare interessi generali, mentre la legge, che di quelli essenzialmente dovrebbe occuparsi, comprime gli spazi della autodisciplina e della autonomia statutaria per risolvere i problemi interni alla società (120). Ai problemi che pone la prima tendenza, che si traduce appunto in una *corporate governance obsession*, si è fatto cenno (*supra*, *sub* § 11); quanto alla seconda e opposta tendenza, si deve qui invece sottolineare quanto sia opportuno che, quantomeno in Italia, l'autodisciplina si riappropri di quel ruolo di punta nella sperimentazione dei presidi di buon governo societario, anche per tentare di arginare la (etero-) regolazione che proprio in materia di amministrazione e controllo delle società quotate appare oggi eccessivamente particolareggiata, rigida e penalizzante (121).

Comunque, abbandonando valutazioni di opportunità e su di un piano di stretta teoria del diritto, i codici di *corporate governance* possono essere utilmente distinti in base al loro diverso grado di vincolatività e cogenza (il che naturalmente è anzitutto il portato di opzioni dell'ordinamento in cui sono destinati a operare) (122). In particolare, vi sono:

(i) codici che si risolvono in semplici raccomandazioni, dalle quali non si intende far

in *Journal of Corporate Law Studies*, 2022, n. 22, 709 ss.; M.L. PASSADOR, *Le funzioni del presidente del consiglio di amministrazione nelle società per azioni tra disciplina di settore e autodisciplina*, Milano, Egea, 2022, 203 ss.; P. MARCHETTI e M.L. PASSADOR, *From London to the Continent: Rethinking Governance Codes in Europe's Corporate Landscape*, in *European Company and Financial Law Review*, 2024; V. CARIELLO, *Il Codice di Corporate Governance. Da soluzione a problema*, Torino, Giappichelli, 2024.

(120) Come si è provato a documentare in M. STELLA RICHTER jr, *Tendenze e problemi attuali dell'autonomia statutaria*, in *Studi in onore di Paolo Montalenti*, Torino, Giappichelli, 2022, 427 ss.

(121) Cfr. già STELLA RICHTER jr, *op. ult. cit.*; ma la situazione si è nel frattempo aggravata: si veda ad esempio la vicenda della cosiddetta lista del consiglio di amministrazione per come disciplinata dall'art. 12 della l. n. 21 del 2024.

(122) E. WYMEERSCH, *The Enforcement of Corporate Governance Codes*, in *Journal of Corporate Law Studies*, 2006, n. 6, 113 ss.; STELLA RICHTER jr, *Il nuovo codice di autodisciplina delle società quotate*, cit., 155 ss.

discendere obblighi; limitandosi a consigliare, la loro forza è essenzialmente persuasiva; il che li pone nel pieno dominio della *soft law* e del diritto mite, che illustra, spiega, consiglia;

(ii) codici accompagnati dalla legge con il principio del *comply or explain* e cioè da un *obbligo di informazione*. Il quale obbligo, a sua volta, può avere fonte in una norma di legge o regolamento (e quindi di natura pubblica) (123) o in una norma negoziale (per esempio, in uno statuto o in un regolamento privato);

(iii) codici le cui raccomandazioni divengono oggetto di un *onere*, che deve essere soddisfatto per consentire alla società di godere di un certo vantaggio (come, ad esempio, la quotazione in un certo mercato o in un qualificato segmento di mercato);

(iv) codici le cui raccomandazioni possono diventare oggetto di un obbligo per alcuni organi sociali; qui il vincolo nasce tipicamente dal recepimento nello statuto della società del principio del codice (vincolando quindi gli organi sociali a rispettarlo, quanto meno fino alla modificazione della norma statutaria); ma è possibile anche ipotizzare che la disposizione autodisciplinare divenga uno *standard* rilevante per l'applicazione di una norma di legge, come per esempio ai fini della interpretazione del requisito di indipendenza in ipotesi di imposizioni in norme di legge che, tuttavia, senza dettare di quello stesso requisito una precisa definizione, lascino la possibilità che, per riempirlo di contenuti precettivi, si faccia ricorso agli indici sintomatici di mancanza di indipendenza previsti dall'autodisciplina.

16. Strategie della corporate governance: cenni. — In base alle fonti di cui si è detto possono ipotizzarsi e sono state all'atto pratico sperimentate molteplici strategie per incidere sui problemi della *corporate governance*. Una diffusa classificazione delle stesse distingue tra strategie *ex ante* e quelle *ex post*: le prime producono i loro effetti prima dell'azione dell'*agent*; mentre le seconde incidono successivamente a tale azione (124).

Tali strategie sono poi suddivise — pur senza pretese di proporre una tassonomia esaustiva e rigorosa (125) — in tre settori chiave: (i) quello degli incentivi agli *agents* affinché la loro azione sia allineata agli interessi del o dei *principals* (cosiddetti *agent incentives*); (ii) quello delle tecniche di

preposizione degli *agents* nell'ufficio (cosiddetti *appointment rights*); e (iii) quello delle modalità di assunzione delle loro decisioni (cosiddetti *decision rights*).

Quanto alle prime, e cioè agli *agent incentives*, le strategie *ex ante* si sostanziano in incentivi rappresentati da valori personali o sociali come la coscienza, l'orgoglio, il riconoscimento, la reputazione, etc. Tali incentivi, benché esplicitamente riconosciuti come deboli ("*low-powered*"), potrebbero sortire effetti concreti se, naturalmente, accompagnati da un assetto per cui il singolo *agent*, stimolato da codesti incentivi, non sia comunque posto in condizione di partecipare ai risultati del comportamento opportunistico da contrastare. Tipico e fortunato esempio di questa sottospecie di presidi di *corporate governance* è quello degli amministratori indipendenti, i quali sarebbero essenzialmente motivati nel loro agire da preoccupazioni reputazionali. Assai più concrete possono essere le possibilità di ottenere risultati utili attraverso le strategie *ex post* che sono quelle premiali; con esse si prevedono, infatti, incentivi di ordine monetario per l'*agent* che ottenga risultati in linea con gli interessi del *principal*. È questo il vasto settore in cui si sviluppano le strategie sulle politiche di remunerazione di amministratori e dirigenti, quello dei *managerial incentives schemes* (126). Naturalmente, gli *agent incentives ex ante* ed *ex post* si devono nel concreto tra loro coordinare; e così solo per fare due esempi: da un lato, la determinazione dei piani di remunerazione (strumento *ex post*) presuppone il coinvolgimento di figure disinteressate come gli amministratori indipendenti o un comitato endoconsiliare da loro prevalentemente composto (strumenti *ex ante*); dall'altro lato, il reclutamento di amministratori non esecutivi o controllori con idonee caratteristiche personali ed elette doti morali, che è — come detto — strategia *ex ante*, difficilmente può realizzarsi in assenza di adeguati incentivi monetari (*i.e.* remunerazione), e dunque della tipica strategia *ex post* (127).

Assai più concrete appaiono comunque le

(126) Nell'ambito di una letteratura assai estesa, cfr. per tutti L. BEBCHUK e J. FRIED, *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge (MA), Harvard University Press, 2004 (trad. it. *Pagare senza risultati. La remunerazione dei manager: una promessa mancata*, Torino, Giappichelli, 2010), e l'aggiornatissimo G. FERRARINI e M.C. UNGUREANU, *Executive Remuneration: A Comparative Overview II*, in *ECGI Law Working Paper*, 2024, n. 814, in <https://ssrn.com>.

(127) Come notano gli stessi ARMOUR, HANSMANN e KRAAKMAN, *op. cit.*, 36 e 38.

(123) Come, ad esempio, era l'art. 124-bis t.u. fin.

(124) ARMOUR, HANSMANN e KRAAKMAN, *Agency Problems and Legal Strategies*, cit., 37.

(125) ARMOUR, HANSMANN e KRAAKMAN, *op. cit.*, 32.

strategie relative alla preposizione dell'*agent* nell'ufficio, che infatti svolgono un ruolo del tutto centrale tra gli strumenti di *governance* (128): *ex ante* si sostanziano nelle regole che la singola società si dà in punto di composizione dei suoi organi professionali (e poi di uffici dell'impresa) e di selezione dei loro componenti (e preposti) (129); *ex post* nel regime di rimozione degli stessi dall'ufficio.

Infine, come si accennava, vi sono le strategie che incidono sull'ambito e sulle modalità di assunzione delle decisioni degli *agents*: *ex ante* si può, per esempio, prevedere che sia il *principal* ad autorizzare l'assunzione di certe decisioni; *ex post* si può richiedere una sua ratifica (130). Nondimeno è intuitivo che questa terza classe di strategie, per quanto utile per calibrare la distribuzione di funzioni all'interno dell'organizzazione sociale, sconti il limite di fondo di porsi in qualche modo in contraddizione con la stessa ragione del grande successo del modello organizzativo della società azionaria, che consiste, come è noto, proprio sulla attribuzione esclusiva di tutte le funzioni gestorie agli *agents* (131).

17. Outsourcing corporate governance, corporate governance consultants e proxy advisors. — Infine, è da accennarsi a quel rilevante fenomeno che di recente si è proposto di descrivere in termini di *outsourcing corporate governance* (132). Infatti, negli ultimi quarant'anni (133), si è

(128) ARMOUR, HANSMANN e KRAAKMAN, *op. cit.*, 37.

(129) Cfr. anche P. DAVIES, *Introduction to Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2002, 127 ss. e 226 ss.

(130) ARMOUR, HANSMANN e KRAAKMAN, *loc. cit.*

(131) Cfr. per tutti ANGELICI, *La società per azioni*, cit., spec. 160 e 345 ss.

(132) S. BAINBRIDGE e M.T. HENDERSON, *Outsourcing the Board; How Board Service Providers Can Improve Corporate Governance*, Cambridge, Cambridge University Press, 2018; M.T. HENDERSON, *Outsourcing the Board: A Rebuttal*, in *Business Lawyer*, 2019, 373 ss.; M. STELLA RICHTER jr, *I nuovi protagonisti del governo della società azionaria: gli outside consultants ovvero outsourcing corporate governance*, in *La s.p.a. nell'epoca della sostenibilità e della transizione tecnologica*, cit., t. II, 1223 ss. Interessanti indicazioni in L.A. BIANCHI, *La gestione dell'impresa. I consigli di amministrazione tra regole e modelli organizzativi*, Bologna, Il Mulino, 2021, 224 ss., ma soprattutto è ora da vedersi M.L. PASSADOR, *Exploring Governance Gambits and Business Judgment in In/Out-Sourcing Tactics*, in *American Business Law Journal*, 2025 (e in <https://papers.ssrn.com>).

(133) L'origine di questa tendenza può farsi risalire alla decisione della Corte Suprema del Delaware del 29 gennaio 1985, nel caso « *Smith v. Van Gorkom* », 488 A.2d 858 (Del. 1985), che può leggersi in *Washington University Law Quarterly*, 1986, 655 ss. Cfr., per esempio, MACEY, *Corporate Governance*, cit., 30 s. (« *The Landmark decision of Delaware*

progressivamente accentuato il convincimento in base al quale in tanto una scelta gestoria degli amministratori può essere coperta dalla *business judgement rule*, in quanto la stessa sia stata presa in modo informato e, in sostanza, difficilmente può dirsi informata quella decisione che prescinda dalla consultazione e dal parere preventivo di esperti in materia, ai quali è richiesta una istruttoria da sottoporre al consiglio. Ciò comporta una accentuata procedimentalizzazione delle decisioni e un sempre più sistematico e puntuale ricorso a consulenze esterne da parte delle società, dei loro amministratori, dei loro controllori, di singole articolazioni (134) e componenti (135) degli organi sociali, etc. Di qui, quindi, la tendenza verso lo stabile coinvolgimento di *outside consultants* e di sviluppo di quella che è stata detta la *process culture* nel governo delle società (136).

Ne risulta, quantomeno di fatto, un ruolo decisivo nel governo e nella gestione della società da parte di soggetti esterni agli organi sociali, tanto che gli stessi possono a ragione essere considerati tra i nuovi protagonisti della *governance* (intesa in senso lato) delle grandi imprese azionarie. E ne discende, altresì, un notevolissimo sviluppo e una straordinaria specializzazione di professionisti della consulenza. Ci si riferisce, per qualche esempio non esaustivo, anzitutto e ovviamente a *lawyers*, *accountants* e *investment bankers*, ma poi anche: ai *proxy advisors*; alle *rating agencies* (e alla loro recente variante delle *ESG rating agencies*); agli *ESG statutory auditors*; ai *proxy solicitation*

Supreme Court in Smith v. Van Gorkom is the starting point for any discussion of the role played by process in the production of non-contractual rules of corporate governance [...]. The concern is that board meetings [...] have turned into festivals of process that are little more than kabuki-like rituals at which lawyers and investment bankers choreograph ersatz discussion designed to protect foregone conclusions from being attacked by judges as being the result of a defective process. [...] there is unanimity about one aspect of the watershed opinion in Smith v. Van Gorkom. Everyone agrees that the decision led either to the creation or to the perpetuation of a "process culture" and, in doing so, the role of "process entrepreneurs" such as lawyers, accountants, and investment bankers who stricter and facilitate the process that judges consider so important. In doing so, the increased focus on process has diminished the role that managers, entrepreneurs, and other people whose job is running the business has to play in corporate governance»).

(134) In sostanza i comitati con funzioni istruttorie o consultive: il comitato per il controllo interno, il comitato per le operazioni con parti correlate o quello nomine e remunerazioni, solo per fare qualche esempio.

(135) Per esempio, gli amministratori indipendenti o quelli di minoranza.

(136) Cfr. P. MARCHETTI, *Il crescente ruolo delle autorità di controllo nella disciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2016, 33 ss., spec. 37 s.

providers; agli *stewardship service providers*, che intervengono nelle attività di *engagement* di emittenti e investitori professionali; ai *risk management and compliance providers*; ai *data protection officers* esternalizzati; alle stesse società di *recruiting* o *head hunters* e ad altri soggetti che variamente entrano nella selezione delle candidature per le cariche sociali; ai *digital consultants*; *cybersecurity consultants*; *diversity and inclusion consultants*; *ethics and integrity consultants*; etc. Tra questi un ruolo particolare svolgono, nella prospettiva che qui interessa, coloro i quali si dedicano specificamente a fornire servizi di consulenza proprio nella materia della *corporate governance* o su suoi singoli aspetti: per esempio, per valutare l'adeguatezza della composizione del consiglio di amministrazione; per verificare la sussistenza dei requisiti personali dei componenti degli organi di amministrazione e controllo; per costruire un corretto sistema di remunerazione dei vertici societari; per controllare la conformità della società a tutte le altre raccomandazioni dei codici di *corporate governance*, cui si sia deciso di aderire; per agevolare l'*engagement* con gli investitori istituzionali o i "dialoghi" con gli *stakeholders*; per perseguire le ragioni della *sustainable corporate governance* o i fattori *ESG*; e via discorrendo. Tutta questa vasta e varia schiera di *corporate governance consultants* finisce per incidere in modo duplice sul governo della società: non tanto e solo sul piano del merito (137), istruendo e influenzando scelte di *corporate governance*; ma anche e soprattutto sul piano del metodo, e cioè portando in sostanza al di fuori dell'organo amministrativo buona parte se non la intera istruttoria, discussione e soprattutto decisione sui punti oggetto della consulenza, dal momento che risulta difficile se non impossibile per gli amministratori distaccarsi dalle risultanze del parere dell'esperto, che allora saranno più o meno inevitabilmente ratificate dall'organo competente. In questo senso, dopo le assemblee dei soci, anche i consigli di amministrazione tendono a divenire "organi di teatro", secondo la nota formula di Massimo Severo Giannini, cioè luoghi dove in sostanza vengono ratificate scelte prese altrove.

Infine, è a dirsi che un ruolo decisivo, questa

(137) Sotto questo riguardo, infatti, la influenza degli *outside consultants* può rivelarsi più apparente che reale, stante la naturale propensione del consulente a indirizzare la istruttoria e il proprio consiglio nel senso atteso dalla società committente (e quindi, in sostanza, dal suo vertice: il CEO o amministratore delegato) o dalla componente o articolazione che ne abbia richiesto il parere.

volta anche all'esterno delle dinamiche dell'organo amministrativo dell'emittente (ma all'interno della organizzazione dell'investitore qualificato, professionale o istituzionale che sia), giocano, sempre in materia di *corporate governance* delle società quotate, i *proxy advisors*, e dunque i consulenti di voto, spesso suggestivamente definiti come i nuovi legislatori globali (138). Su di un mercato anch'esso globale dei capitali in cui gli investitori istituzionali e i gestori di attivi rappresentano il socio normale delle grandi imprese azionarie; in un mondo in cui ciascuno di loro investe contemporaneamente in molte migliaia di società (regolate dai più diversi diritti e quotate su tanti distinti mercati); in un mondo in cui questa imponente massa di partecipazioni è per la più larga parte investita in modo passivo o replicando un indice; ebbene, in questo contesto è ovvio che nessun investitore professionale o istituzionale possa votare nelle assemblee delle società in cui investe autonomamente determinandosi, ma si deve, quantomeno nella stragrande maggioranza dei casi, affidare a consulenti specializzati che analizzano ordini del giorno e proposte deliberative e che diano, sulla base di loro *standard* o linee guida, raccomandazioni di voto.

Da tutto ciò discende appunto uno spostamento di concreto potere decisionale e un ruolo predominante di questi tanto nuovi quanto potenti attori della *corporate governance* (139).

(138) Si veda C. TEDESCHI, *Investitori istituzionali*, cit.; e si cfr. poi, anche per gli ulteriori opportuni riferimenti, M. MAUGERI, *Proxy Advisors, esercizio del voto e doveri "fiduciari" del gestore*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2016, 1 ss.; G. BALP, *I consulenti di voto*, Milano, Giuffrè, 2017; I. BRANNON e J. WHITLEY, *Corporate Governance Oversight and Proxy Advisory Firms: Do proxy advisors have too much power?*, in *Regulation*, 2018, 18 ss.; C. HAYNE e M. VANCE, *Information Intermediary or De Facto Standard Setter? Field Evidence on the Indirect and Direct Influence of Proxy Advisors*, in *Journal of Accounting Research*, 2019, 969 ss.; A. TUCH, *Proxy Advisor Influence*, in *Boston University Law Review*, 2019, 1459 ss.; A. VERDAM, *Concerns About the Quality and Influence of Proxy Advisors, and Its Implications for the Preparations of the Shareholders Meeting*, in *European Company and Financial Law Review*, 2021, 794 ss.; F. MURINO, *Impegno, monitoraggio e consulenza di voto nella s.p.a. "sostenibile"*, Pisa, Pacini, 2023.

(139) Potrebbe parlarsi di un « potere di orientamento » (per riprendere una terminologia talora utilizzata con riferimento agli investitori istituzionali: cfr. C. TEDESCHI, *"Potere di orientamento" dei soci nella società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2005): potere di orientamento non solo nei confronti dei processi decisionali e deliberativi della società, ma anche nei confronti del mercato; chiarendo però che delle diverse accezioni di "potere" qui si fa uso di quella in senso pre-giuridico o anche in senso di potere di fatto, ma non anche di potere che attiva i meccanismi di produzione societaria o di potere in senso stretto, e cioè strumentale al

18. *Considerazioni conclusive.* — Per concludere pare che allo stato possano essere fissati i seguenti punti.

(i) *Corporate governance* è attualmente una delle espressioni allo stesso tempo più frequentemente utilizzate nei discorsi di diritto societario — ma anche di molte altre discipline economiche e sociali (140) — e meno precisamente definite.

(ii) Come spesso accade, la fortuna della locuzione, certamente legata anche all'essere composta da parole inglesi (141), ne ha moltiplicato le possibili accezioni fino a farle perdere quasi qualsiasi utilità in un discorso tecnico. Si può, per esempio, constatare che spesso ci si riferisce a un "problema di *governance*" di questa o quella società o istituzione per alludere (elegantemente?) alla esigenza di sostituire uno o più amministratori: dove è abbastanza chiaro che le aspirazioni a restare su di una poltrona o a farci sedere un'altra persona possono bensì avere, all'atto pratico, conseguenze sulla *governance* della società, ma difficilmente si prestano a tentativi di formalizzazione utili a integrare ragionamenti teorici sulla stessa.

(iii) Di fronte a questo uso incontrollato — e incontrollato a tal punto da ricondurre alla *governance* anche questioni che si ricollegano a quello che dovrebbe essere, in qualche modo, il suo esatto opposto (e cioè al *government*) (142) — lo sforzo maggiore dovrebbe essere (soprattutto in una "voce" di enciclopedia) la ricostruzione, anche nella loro origine storica e nei profili linguistici, delle condizioni d'uso tecniche o scientifiche del lemma e la scelta di quella assunta come più funzionale alla descrizione di un tema o problema meritevole di essere studiato, trattato, discusso, se non anche risolto.

(iv) Pur nella miriade di definizioni che sono state proposte, si può registrare che la locuzione è prevalentemente utilizzata in due modi: in un senso più lato, per descrivere l'insieme delle regole

perseguimento di una funzione (la funzione, appunto, di orientamento dell'emittente o del mercato, che riteniamo che non esista come funzione).

(140) Per la natura necessariamente interdisciplinare del tema cfr. *supra*, sub § 4.

(141) Così anche ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, cit., 2, che definisce quella della *corporate governance* « una formula la quale ben si presta ad essere assunta quale *slogan*: sia per la utilizzazione della lingua straniera più diffusa e di moda, sia poiché dai significati generici e letteralmente indefiniti, dotata perciò dei profili di vaghezza necessari per svolgere un ruolo suggestivo ».

(142) Per un esempio di questo equivoco PONTANI, *Corporate Governance*, cit., 229, secondo il quale la *corporate governance* « origina da un'analogia tra il governo delle città, delle nazioni o degli Stati ed il governo delle imprese ».

che disciplinano la gestione e il controllo di una impresa (organizzata in forma societaria) e quindi tanto le norme imperative, quanto quelle poste in base a scelte autonome, vuoi le norme vere e proprie, vuoi le prassi e le raccomandazioni, e via discorrendo; in senso più ristretto, per evocare le soluzioni che sono adottate nel medesimo settore non perché imposte, ma perché raccomandate, volute e ritenute opportune dalla singola società (anche in ragione, quindi, delle sue specificità).

(v) Di fronte a questo panorama, si è qui proposta una nozione di *corporate governance* anzitutto in termini di problema. Tale problema è quello della declinazione nella prospettiva delle società e delle imprese dei costi di agenzia (*agency costs*); cioè del *principal-agent problem*. In altre prospettazioni, quello delle condizioni di negoziazione *ex post* delle *quasi rents*, o ancora del mancato (integrale) rispetto delle "promesse" fatte ai soci, agli investitori, al mercato (cfr. *supra*, sub § 5).

(vi) Alla soluzione di tale problema concorre anzitutto il diritto (societario) attraverso la posizione di norme imperative, ma lo fa in modo inevitabilmente imperfetto e comunque non lo può mai fare in ogni dettaglio dovendo in ogni caso rimanere una certa discrezionalità in capo agli *agents*. Di qui lo spazio per tentare di ulteriormente minimizzare i suddetti costi attraverso il ricorso ad altri presidi, strutture, e strategie che si sviluppino nell'ambito degli spazi, e grazie agli spazi, lasciati liberi dalle disposizioni inderogabili della legge. È questa, secondo la proposta qui avanzata, la sfera propria della *corporate governance* nella sua accezione, per così dire, *construens*, e dunque di complesso di strumenti, strategie e meccanismi atti appunto a mitigare se non proprio a superare il problema che con la stessa espressione *corporate governance* è evocato. In questa accezione, la locuzione *corporate governance* si alleggerisce di tutte quelle parti che, pur riferendosi genericamente « al sistema attraverso il quale le società sono amministrare e controllate », non sono altro che il portato di regole inderogabili del diritto societario (applicabile a quella singola impresa collettiva). La *corporate governance* è in costante dialogo con il diritto societario, ma non è tutto il diritto societario e, al contempo, non è solo diritto societario.

(vii) Ovviamente, la precedente opzione di significato non comporta necessariamente che in altri contesti e ad altri fini non possa essere legittimo e utile fissare e assumere una diversa nozione di *corporate governance*. Si tratta pur sempre di definizioni stipulative; non di definizioni di realtà

che si ritrovano *in rerum natura*. E così in trattazioni o analisi prettamente sociologiche o aziendalistiche può avere senso recuperare una più ampia e diversa accezione di *corporate governance*, come « *the system by which companies are directed or controlled* » (143), come « l'insieme delle regole relative alla direzione dell'impresa azionaria » (144), o come altre ancora. Tuttavia, non dal punto di vista giuridico dove effettivamente è preminente la esigenza di distinguere ciò che è oggetto di imposizione da parte di fonti del diritto vigenti in un certo ordinamento e ciò che, invece, è frutto di un comportamento volontario o di meccanismi di mercato, che cioè convincano o inducano a quel *virtuous behaviour* o *wise self-command* di una delle originarie accezioni del termine (cfr. *supra*, sub § 1).

(viii) Le predette premesse spiegano e giustificano perché gli ambiti di elezione e i terreni di coltura per lo sviluppo delle buone pratiche di *corporate governance* siano essenzialmente quello dell'autodisciplina, dell'autonomia statutaria, dell'autonomia organizzativa della impresa, delle consuetudini e prassi delle singole società, nonché dei meccanismi di mercato (cfr. *supra*, sub § 16).

(ix) Così come definita, la *corporate governance* sembrerebbe poi, da un punto di vista strettamente logico, presupporre la fissazione *ex ante* di scopi e interessi della società. Questo antecedente seppur perfettamente logico non è tuttavia completamente integrabile nella realtà concreta, perché sono gli stessi *agents* — gli amministratori, i *managers*, i funzionari — che in certa misura (e come si è visto in misura sempre più cospicua) devono necessariamente contribuire a determinare e integrare scelte che declinino lo scopo e l'interesse della singola realtà societaria (cfr. *supra*, sub § 16).

(x) Resta il fatto che più scopi e interessi sono fissati con precisione *ex ante* più sarà possibile evitare o contingentare le deviazioni (le così dette *corporate deviances*) rispetto al loro raggiungimento o, detto in altri termini, ridurre i costi di agenzia e tenere sotto controllo i *principal-agent problems*. Per questa ragione è assai pericoloso, proprio nella prospettiva della *corporate governance*, allargare a dismisura l'ambito dei poteri funzionali degli amministratori affidando loro, in

nome di uno scopo allargato della società, sia il perseguimento di finalità egoistiche dei soci (e quindi essenzialmente lo scopo di lucro della intrapresa economica oggetto della società) sia finalità di ordine generale come quelle ambientali e sociali; donde l'equivoco e le contraddizioni della *sustainable governance* o della *stakeholder governance*, che dire si vogliono (cfr. *supra*, sub § 11). D'altra parte, pure disomogenea, oltre che contraddittoria, appare la equiparazione della *governance*, da un lato, all'*environment* e al *social*, dall'altro lato, nella diffusa e fortunata (ma non priva di ambiguità) formula degli obbiettivi *ESG* (cfr. *supra*, sub § 12).

(xi) Ancora è a dirsi come la appena richiamata moltiplicazione dei pretesi scopi della società potrebbe suggerire la esistenza di un problema ulteriore rispetto a quelli di agenzia: e cioè i conflitti tra una pluralità disomogenea di *principals* (a iniziare dalla contrapposizione tra *shareholders* e altri *stakeholders*, ma senza trascurare che anche gli altri *stakeholders* esprimono interessi tra loro molto diversi). Questi *principal-principal problems* (da intendersi in una accezione più larga di quella tradizionalmente usata nella letteratura di *law and economics*) sono anche essi forieri di costi, che tuttavia sono da gestirsi, ancora una volta, con gli strumenti e le strategie della *governance* (per esempio, attraverso la rappresentazione nel consiglio di amministrazione dei diversi *stakeholders* o un sistematico ricorso all'*engagement* dei medesimi). Sicché, a ben vedere, anche questo tipo di conflitti tende largamente a replicare il problema del confronto tra *agents* e *principals*, perché la composizione dei diversi interessi dà essa stessa vita a una delega di funzioni. Pare quindi che l'*agency theory* non possa essere considerata marginale, non sia al crepuscolo e viceversa rappresenti ancora un valido paradigma ordinatore dei problemi e costi che la buona *corporate governance* ambirebbe a contrastare.

(xii) Appare poi abbastanza evidente come, quantomeno in Italia, il rapporto tra *corporate governance* e diritto si atteggi ormai in modo del tutto particolare, se non anche paradossale. Da un lato, il diritto societario si appropria con norme imperative di spazi e presidi propri della autodisciplina in tema di *corporate governance*; ma, dall'altro lato, si cercano di tutelare interessi pubblici, valori generali e beni collettivi non attraverso il tradizionale strumento della norma imperativa che vieta, limita e impone obblighi, ma sempre più richiamando meccanismi di *governance* e, in particolare, attraverso il paradigma della *sustainable*

(143) CADBURY, *Corporate Governance and Chairmanship*, cit., 1.

(144) Per esempio, MONTALENTI, *Assetti adeguati e Corporate Governance*, cit., 383; ID., *La corporate governance nella società per azioni*, cit., 1182; ID., *I problemi della governance*, cit., 305 s.

corporate governance (e quindi della *corporate sustainability due diligence*) e l'insistito rinvio al perseguimento degli obiettivi ESG. In virtù di questa ultima, imponente tendenza si è, giustamente, parlato di *corporate governance obsession* ovvero, secondo la formula qui proposta, di *hantise de la gouvernance de l'entreprise* (cfr. *supra*, sub § 11).

(xiii) In ogni caso, in virtù dei due fenomeni testé richiamati si assiste nel nostro ordinamento a una sorta di inversione: là dove sarebbe naturale fare ampio ricorso alla autodisciplina e alle altre fonti della *corporate governance*, se ne limita l'uso; là dove, invece, il tipo di interessi in gioco dovrebbe presupporre l'uso di norme imperative si pensa di tutelarli con gli strumenti della *soft law* e della *governance*.

(xiv) L'ultima osservazione non è tanto di sostanza, ma piuttosto di forma. Nella voce si è fatto un ricorso particolarmente insistito a parole straniere, in particolare a formule e *slogan* in inglese; questo è avvenuto intenzionalmente, seppure non risponda all'usuale stile e al personale gusto di chi scrive: volutamente non solo e tanto perché lo stesso *definiendum* è una espressione inglese, ma per quella esigenza, fortemente avvertita come prioritaria, di partire dai termini chiave (quasi delle parole d'ordine) del dibattito internazionale — e dunque ancora una volta quasi tutto in inglese — in materia. Ora, tale dibattito ruota attorno ad alcune formule (spesso magiche) le quali necessitano per quanto possibile di essere spogliate della loro valenza puramente suggestiva, per tentare di essere ricondotte, anche attraverso la ricostruzione della loro etimologia e del loro significato semantico (145), a un senso possibilmente tecnico o comunque utile, in un discorso che aspira a essere, data anche la sede, quanto meno possibile affabulatorio e quanto più possibile rigoroso (146).

Mario Stella Richter jr

FONTI. – Art. 124-ter t.u. fin.

LETTERATURA. – Oltre agli articoli e alle voci enciclopediche citate nelle note, nell'ambito di una letteratura pres-

(145) Un richiamo alla esigenza di rifarsi al valore semantico del lemma *corporate governance* « in vista dell'utilizzazione di esso nel linguaggio giuridico-economico » è già in MARCHETTI e JAEGER, *Corporate governance*, cit., 625.

(146) Per la stessa istanza metodologica, sul piano del diritto delle società in generale, si veda ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, cit., 3, e per altre declinazioni, *si parva licet*, M. STELLA RICHTER jr, *Corporate social responsibility, social enterprise, benefit corporation: magia delle parole?*, in *Le parole del diritto commerciale* a cura di U. MORERA e M. SCIUTO, Torino, Giappichelli, 2018, 77 ss., e Id., *Long-Termism*, cit., spec. 48 ss.

soché sconfinata, possono anzitutto vedersi le seguenti opere trattatistiche, monografiche e collettanee: AA.VV., *Governance without Government: Order and Change in World Politics* a cura di J. ROSENAU e E.O. CZEMPIEL, Cambridge, Cambridge University Press, 1992; AA.VV., *Corporate Governance & Corporate Control* a cura di S. SHEIKH e W. REES, London, Cavendish, 1995; AA.VV., *Corporate Governance. Optimierung der Unternehmensführung und der Unternehmenskontrolle im deutschen und amerikanischen Aktienrecht* a cura di D. FEDDERSEN, P. HOMMELHOFF e U. SCHNEIDER, Köln, Dr. Otto Schmidt, 1996; AA.VV., *Corporate Governance. Responsibilities, Risks and Remuneration* a cura di K. KEASY e M. WRIGHT, Chichester, Wiley, 1997; AA.VV., *Governance* a cura di G. BORRELLI, Napoli, Dante & Descartes, 2004; AA.VV., *Theories of Corporate Governance. The philosophical foundations of corporate governance* a cura di T. CLARKE, London-New York, Routledge, 2004; AA.VV., *Corporate Governance. A Synthesis of Theory, Research, and Practice* a cura di K. BAKER e R. ANDERSON, Hoboken (NJ), Wiley, 2010; AA.VV., *Corporate Governance nach der Finanzwirtschaftskrise* a cura di C. ALLMENDIGER, F. DORN, T. LANG, S. LUMPP e F. STEFFECK, Tübingen, Mohr Siebeck, 2011; AA.VV., *Corporate Governance after the Financial Crisis* a cura di P.M. VASUDEV e S. WATSON, Cheltenham-Northampton, Elgar, 2012; AA.VV., *The Oxford Handbook of Corporate Governance* a cura di M. WRIGHT, D. SIEGEL, K. KEASEY e I. FILATOTCHEV, Oxford, Oxford University Press, 2013; AA.VV., *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance* a cura di J. GORDON e W.-G. RINGE, Oxford, Oxford University Press, 2018; AA.VV., *Corporate Purpose, CSR, and ESG. A Trans-Atlantic Perspective* a cura di J.-H. BINDER, K. HOPT e T. KUNZ, Oxford, Oxford University Press, 2024; AA.VV., *Grandi imprese, sostenibilità, compliance* a cura di M. CERA, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2024; AA.VV., *La Rivista del diritto commerciale e la cultura giuridica. 120 anni, Padova, Piccin, 2024; AA.VV., La s.p.a. nell'epoca della sostenibilità e della transizione tecnologica*, Atti del convegno internazionale di studi a cura di P. MARCHETTI e altri (Venezia, 10-11 novembre 2023), Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2024; AA.VV., *Sostenibilità e corporate governance nel nuovo contesto geopolitico* a cura di U. TOMBARI, Bologna, Il Mulino, 2024; AA.VV., *Codice di Corporate Governance. Commentario* a cura di A. ABU AWWAD e F. BORDIGA, Torino, Giappichelli, 2024; C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, Padova, Cedam, 2006; C. ANGELICI, *La società per azioni, I. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale* già diretto da A. CICU, F. MESSINEO e L. MENGONI e continuato da P. SCHLESINGER, Milano, Giuffrè, 2012; A. ARIENZO, *La governance*, Roma, Ediesse, 2013; S. BAINBRIDGE, *The New Corporate Governance in Theory and Practice*, Oxford, Oxford University Press, 2008; Id., *Corporate Governance after the Financial Crisis*, Oxford, Oxford University Press, 2012; S. BAINBRIDGE e M.T. HENDERSON, *Outsourcing the Board; How Board Service Providers Can Improve Corporate Governance*, Cambridge, Cambridge University Press, 2018; A. BERLE e G. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, New York, Macmillan, 1932 (trad. it. *Società per azioni e proprietà privata*, Torino, Einaudi, 1966); M. BLAIR, *Ownership and Control. Rethinking Corporate governance for the Twenty-first Century*, Washington, The Brookings Institution, 1995; A. CADBURY, *Corporate Governance and Chairmanship*, Oxford, Oxford University Press, 2002; F. CHIAPPETTA, *Diritto del governo societario*⁶, s.l., Wolters Kluwer, 2024; P. DAVIES, *Introduction to Company Law*, Oxford, Oxford University Press, 2002; R. KRAAKMAN, J. ARMOUR, P. DAVIES, L. ENRIQUES, H. HANSMANN, G. HERTIG, K. HOPT, H. KANDA, M. PARGENDLER, W.-G. RINGE e E. ROCK, *The Anatomy of Corporate Law*⁷, Oxford, Oxford University Press, 2017; J. MACEY, *Corporate Gover-*

nance. *Promises kept, promises broken*, Princeton-Oxford, Princeton University Press, 2008; C. MALLIN, *Corporate Governance*², Oxford, Oxford University Press, 2007; R. MONKS e N. MINOW, *Corporate Governance*³, Chichester, Wiley & Sons, 2011; P. MONTALENTI, *Persona giuridica, gruppi di società, corporate governance*, Padova, Cedam, 1999; ID., *Società per azioni, corporate governance e mercati finanziari*, Milano, Giuffrè, 2011; P. MOREAU DEFARGES, *La gouvernance*, Paris, PUF, 2003; M. ROE, *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton, Princeton University Press, 1994; A. SHLEIFER, *I fondamenti giuridici della corporate governance e della regolamentazione del mercato*, Roma, Banca d'Italia, 2008; A. ZATTONI, *Corporate governance*, Milano, Egea, 2015.

COMITATO SCIENTIFICO

STEFANIA BARIATTI - MARTA CARTABIA - CLAUDIO CONSOLO

GIOVANNI D'AMICO - RICCARDO DEL PUNTA - FABRIZIO DI MARZIO

MASSIMO DONINI - BERNARDO GIORGIO MATTARELLA - LAURA MOSCATI

FRANCESCO RICCOBONO - ROBERTO ROMEI

pubblicazione fuori commercio

Isbn 9788828831983