

MARIO STELLA RICHTER *jr*

I NUOVI PROTAGONISTI DEL GOVERNO
DELLA SOCIETÀ AZIONARIA:
GLI *OUTSIDE CONSULTANTS* OVVERO
OUTSOURCING CORPORATE GOVERNANCE



Isbn 9788828868439

Estratto dal volume:

**LA S.P.A. NELL'EPOCA
DELLA SOSTENIBILITÀ
E DELLA TRANSIZIONE TECNOLOGICA**

Tomo II

ATTI DEL CONVEGNO INTERNAZIONALE DI STUDI

Venezia, 10-11 novembre 2023

a cura di

PIERGAETANO MARCHETTI - SARA PIETRA ROSSI

GIOVANNI STRAMPELLI - FEDERICO URBANI - MARCO VENTORUZZO

2024

MARIO STELLA RICHTER *jr*

I NUOVI PROTAGONISTI DEL GOVERNO
DELLA SOCIETÀ AZIONARIA:
GLI *OUTSIDE CONSULTANTS*
OVVERO *OUTSOURCING CORPORATE GOVERNANCE*

SOMMARIO: 1. Le difficoltà. — 2. Nuove figure di fornitori di servizi: gli *outside experts* come protagonisti del governo della società azionaria. — 3. *Smith v. Van Gorkom*: la data di nascita della *process culture*. — 4. I *proxy advisors*, in particolare. — 5. La procedimentalizzazione nel governo della società azionaria. — 6. Congedo.

1. Una riflessione su *I nuovi protagonisti del governo della società azionaria* presenta per me difficoltà di ordine soggettivo e oggettivo. Tralascio le prime e faccio un rapido cenno alle seconde.

In primo luogo, si dovrebbe distinguere ciò che — al di là del cambiamento delle parole o delle forme esteriori — è realmente nuovo da ciò che è nuovo solo apparentemente: e in questo contesto dovrebbero almeno richiamarsi l'ammonimento di Ariberto Mignoli, secondo il quale i profili più attuali della amministrazione delle società quotate hanno almeno quattro secoli (1), e il parallelismo tracciato Guido Rossi che, ricordando la figura di John Law sepolto qui a Venezia nella chiesa di San Moisè, sottolinea le analogie tra la emissione dei titoli azionari della *Compagnie du Mississippi* e la emissione, trecento anni dopo, degli strumenti finanziari rappresentativi delle cartolarizzazioni dei *sub-prime mortgages* (alla base, come è ben noto, della crisi finanziaria del 2007-2008) (2). Voglio dire che l'aggettivo *nuovo*, contenuto nel

(1) A. MIGNOLI, *I dieci anni della "Rivista delle Società"*, in *La società per azioni oggi*, II, Milano, 2006, 545; ma cfr. già Id., *Idee e problemi nell'evoluzione della "company" inglese*, in *Riv. soc.*, 1960, 633 ss., a 670.

(2) G. ROSSI, *Il mercato d'azzardo*, Milano, 2008, 26 ss.

titolo della nostra tavola rotonda, pone più problemi di quanti a prima vista si direbbe; e per risolvere questi problemi bisognerebbe operare un inquadramento e una valutazione genuinamente storici, da condursi con gli strumenti dello storico: inquadramenti e valutazioni, quindi, per me non agevoli.

In secondo luogo, tra i fenomeni nuovi si dovrebbero individuare quelli destinati ad assumere un ruolo particolarmente significativo, trainante della evoluzione: da *protagonista*, appunto. Il che, a ben vedere, ancora una volta presuppone, non solo la capacità dello storico che riesce a leggere nelle prospettive di lungo periodo i tratti significativi e duraturi della realtà contemporanea (la capacità di gettare un ponte tra passato e presente (3)), ma forse anche le doti del poeta (doti che ho ancora meno delle capacità dello storico): posto che, secondo Aristotele, « lo storico e il poeta non differiscono per il fatto di dire l'uno in prosa e l'altro in versi (...), ma differiscono in questo, che l'uno dice le cose accadute e l'altro quelle che potrebbero accadere » (4).

In terzo luogo — ma forse questa è la meno problematica delle operazioni preliminari — bisognerebbe anche specificare quale esatto significato, ambito o portata dare alla nozione di “governo” della società per azioni; per esempio, chiedendosi se il governo e la *governance* siano la stessa cosa (e, se sì, che cosa allora intendiamo per *corporate governance*, tra i tanti diversissimi usi che del termine si danno, e anzitutto in cosa essa si distingua dal diritto societario).

Faccio questi avvertimenti preliminari non per dilungarmi in astratti inquadramenti di metodo, ma solamente per giustificare le inevitabili approssimazioni del mio discorso e il tono prettamente impressionistico e solo suggestivo di ciò che dirò.

2. Con questa premessa, indicherei tra i nuovi fenomeni connotanti il governo delle società per azioni, e in particolare delle grandi imprese azionarie (alle quali intendo d'ora in avanti essenzialmente riferirmi), quello della prepotente emersione di un numero sempre crescente e anche assai diversificato di figure che si pongono formalmente all'esterno della organizzazione societaria e della stessa struttura della impresa azionaria e che, ciò nondimeno,

(3) Su cui ora, in modo affascinante, P. COSTA, *'Dire la verità': una missione impossibile per la storiografia?*, in *Quaderni fiorentini*, 2020, 9 ss.

(4) *Poetica*, IX, 5 (1451 b 2).

offrono servizi ritenuti sempre più essenziali e comunque decisivi nel governo della società stessa.

Si tratta di figure di fornitori specializzati di servizi, le quali, a propria volta e al crescere della loro importanza, rilevanza e ampiezza, tendono a strutturarsi in forma di società di capitali. Li chiameremo, per semplicità, *outside experts* o *outside consultants*.

A cosa mi riferisco, in concreto? Penso non solo alle ormai classiche figure delle società di consulenza (5), delle banche d'affari, delle *law firms* (queste ultime già approfondite nel precedente intervento del mio Maestro, Carlo Angelici). Ma mi riferisco anche: ai *proxy advisors*; alle *rating agencies* e alla loro recente variante delle *ESG rating agencies* (6); agli *ESG statutory auditors*; ai *proxy solicitation 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; e, a ben vedere, alle stesse società di *head hunters* e ad altri soggetti che variamente entrano nella selezione delle candidature per le cariche sociali (è infatti sempre meno probabile ipotizzare la formazione di una lista di candidati alla carica di amministratori senza il ricorso alla consulenza di uno o più "cacciatori di teste"). Ancora potrei menzionare: *digital consultants*; *cybersecurity consultants*; *diversity and inclusion consultants*; *ethics and integrity consultants*. E si potrebbe continuare, anche perché non sono categorie tipiche e le mode nonché la esigenza di tentare di imporre attraverso la offerta sul mercato una domanda di ulteriori servizi ne moltiplicano le etichette. Ma non mi interessa tentare un catalogo esaustivo; basterà qui segnalare la vastità e varietà del fenomeno.

Nell'elencare quelle figure ho volutamente (e provocatoriamente) utilizzato solo formule inglesi per sottolineare la dimensione non solo interna del fenomeno, che è anzi globale, e la provenienza soprattutto statunitense di tutti questi modelli, che contribuiscono a

(5) E al riguardo cfr. ora, con toni aspramente critici, M. MAZZUCATO - R. COLLINGTON, *Il grande imbroglio. Come le società di consulenza indeboliscono le imprese, infantilizzano i governi e distorcono l'economia*, Bari-Roma, 2023: in realtà la critica è costì soprattutto concentrata al ricorso degli Stati e comunque del settore pubblico alle società di consulenza.

(6) J. KÖLBEL - F. BERG - R. RIGOBON, *Rating the ESG rating agencies*, in *Financial Times*, 4 luglio 2023.

comporre quel vasto processo di americanizzazione che connota, non da oggi, la evoluzione del diritto societario e della *corporate governance*.

Così come va sottolineato un secondo tratto comune di questa vasta congerie di fenomeni: e cioè il fatto che tutti sono manifestazione della tendenza verso la progressiva procedimentalizzazione del governo societario e, in particolare, dell'azione del consiglio di amministrazione. Appena il caso di aggiungere che essi, oltre a essere espressione di quella tendenza verso la progressiva procedimentalizzazione, tale procedimentalizzazione contribuiscono a rafforzare. Così come è chiaro che tale "processo di procedimentalizzazione" (se è concesso il gioco di parole) è a sua volta un aspetto del più ampio fenomeno della amministrativizzazione del diritto societario, su cui si è molto ragionato nel precedente convegno della *Rivista* (7).

3. In un discorso che, come dicevo al principio, deve essere essenzialmente storico è, sotto certi aspetti, inevitabile cercare di trovare una data di nascita (ancorché, come è chiaro, eminentemente convenzionale) del fenomeno nuovo.

In questo senso direi che il nuovo corso legato alla prepotente emersione di questi nuovi protagonisti del governo societario può farsi risalire alla decisione della Corte Suprema del Delaware del 29 gennaio 1985, nel caso *Smith v. Van Gorkom* (o caso *Trans Union*, come pure è correntemente chiamato) (8): una decisione molto controversa (anche perché raggiunta con una strettissima maggioranza di 3 voti contro 2 e due *dissenting opinions*, una delle quali inusitatamente critica (9)), stra-commentata (anche a distanza di tanti anni) (10) e aspramente censurata (11), che ancora oggi

(7) Cfr. in particolare P. MARCHETTI, *Il crescente ruolo delle autorità di controllo nella disciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2016, 33 ss., spec. a 37 s. (e in *Regole del mercato e mercato delle regole. Il diritto societario e il ruolo del legislatore. Atti del Convegno (Venezia, 13-14 novembre 2015)*, a cura di G. Carcano - C. Mosca - M. Ventoruzzo, Milano, 2016).

(8) *Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985), in *Washington University Law Quarterly*, 1986, 655 ss.

(9) Le *dissenting opinions* sono dei giudici McNeilly e Christie; quella alla quale mi riferisco nel testo è del primo.

(10) Tra i commenti significativi ricordo, senza pretesa di completezza: D.R. FISCHER, *The Business Judgment Rule and the Trans Union Case*, in *Business*

fornisce innumerevoli spunti di riflessione e che rappresenta la data di nascita del convincimento che il ricorso ai consulenti esterni e ai loro servizi di consulenza e *due diligence* sia un passaggio ineludibile in ogni operazione di M&A (12).

La particolarità del caso e della decisione consistette, infatti, nel ritenere responsabili gli amministratori della *Trans Union* non già per avere approvato un progetto di *cash-out merger* di per sé sconveniente o a condizioni irragionevoli (le azioni venivano infatti pagate \$55 l'una, contro un prezzo di mercato di circa \$35 e quindi con un premio di circa il 60%), ma per averlo fatto con un procedimento troppo sommario e senza avere consultato gli *experts* (13). La *business judgment rule* non soccorre gli amministratori che non abbiano assunto la decisione in modo informato e non

Lawyer, 1985, 1437 ss.; C.H. KIRK, *The Trans Union case: is it business judgment rule as usual?*, in *American Business Law Journal*, 1986, 467 ss.; W.T. ALLEN - J. JACOBS - L.E. STRINE *jr*, *Realigning the standard of review of director due care with Delaware public policy: a critique of Van Gorkom and its progeny as a standard of review problem*, in *Northwestern University Law Review*, 2002, 449 ss.; C.M. ELSON - R.B. THOMPSON, *Van Gorkom's legacy: The limits of judicially enforced constraints and the promise of proprietary incentives*, in *Northwestern University Law Review*, 2002, 579 ss.; J.R. MACEY, *Smith v. Van Gorkom: Insights about C.E.O.s, corporate law rules, and the jurisdictional competition for corporate charters*, in *Northwestern University Law Review*, 2002, 607 ss.; B.S. SHARFMAN, *Being Informed Does Matter: Fine Tuning Gross Negligence Twenty Plus Years After Van Gorkom*, in *Business Lawyer*, 2006, 135 ss. e V. HARPER HO, *Commentary on Smith v. Van Gorkom*, in *Feminist Judgments: Corporate Law Rewritten*, a cura di A.M. Choike - U.R. Rodrigues - K.A. Williams, Cambridge, 2023, 221 ss.

(11) Per esempio D.R. FISCHER (nt. 10), 1455, la ha definita « one of the worst decisions in the history of corporate law ».

(12) Sempre per D.R. FISCHER (nt. 10), 1453, gli « outside consultants are the biggest winners after *Trans Union* ».

(13) Fenomeno che, peraltro, tende a ripetersi: cfr., per esempio, *Tornetta v. Musk*, 250 A.3d 793 (Del. Ch. 2019), spec. 140 ss.: « The Grant process lacked a traditional benchmarking analysis, which compares a proposed compensation plan to plans at comparable firms (...). The witnesses agreed that benchmarking is typical and critical. Defendants' expert, Professor Kevin Murphy, previously opined that "the market for similarly situated executives provides a critical benchmark" the "board must consider in deciding whether to pursue" an executive and "how much to offer." Plaintiff's expert, Professor Brian D. Dunn, opined that benchmarking is a "critical aspect and requirement of an effective compensation plan process." Brown confirmed that Compensia typically provides benchmarking consisting of an identified peer group and comparable positions at peer companies. Burg too recognized that providing such information is necessary for the Compensation Committee's advisors to "fulfill their responsibilities." (...) A benchmarking study

può dirsi informata quella decisione che prescinda dalla consultazione di esperti esterni (di qui la definitiva loro consacrazione). Anche se poi — ed è questo a mio parere il più grande limite della decisione — se si fosse seguita la procedura, se si fosse acquisito il parere degli esperti, non vi sarebbe stato neanche spazio per andare a indagare se vi fosse stato un danno ingiusto, dal momento che l'attivazione della *business judgment rule* avrebbe precluso un sindacato del giudice sulla operazione. Sicché, in definitiva, questo è il risultato di *Smith v. Van Gorkom*: una operazione senza i costi delle consulenze (e quindi più conveniente per i soci) viene considerata almeno potenzialmente dannosa per i soci medesimi, esponendo gli amministratori a responsabilità; la stessa operazione a condizioni peggiori (perché gravata dei costi di consulenze che in ipotesi ne confermano la *fairness*) non può dar luogo ad alcun risarcimento perché, attivandosi la *business judgment rule*, è precluso al giudice ogni sindacato sulla stessa.

In realtà, *Smith v. Van Gorkom* è più che la data di nascita della *due diligence* e del necessitato ricorso alle consulenze esterne; essa è la data di nascita del più vasto fenomeno che abbiamo detto della procedimentalizzazione dell'azione del *board*, della *process culture* nel governo delle società (14).

would have shown the committee what other companies paid for executives to perform that same task. Moreover, the extraordinary nature of the Grant should have made benchmarking *more* critical, not less. Benchmarking would have informed the decision makers of the magnitude of difference between the Grant and market comparables ».

(14) Cfr., per esempio, J.R. MACEY, *Corporate Governance: promises kept, promises broken*, Princeton and Oxford, 2008, 30 s.: « The Landmark decision of Delaware Supreme Court in *Smith v. Van Gorkom* is the starting point for any discussion of the role played by process in the production on 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 ».

4. Stabilita la data di nascita, seppure convenzionale, di questo nuovo corso, si potrebbe poi valutare quali tra gli *outside experts* siano destinati a influenzare in maniera più significativa la evoluzione del governo delle società azionarie: in tal modo divenendo “più protagonisti” degli altri.

Credo si possa convenire sul fatto che quelli sicuramente più influenti siano i *proxy advisors*, cioè i consulenti di voto, spesso definiti come i nuovi legislatori globali.

In un mondo 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 migliaia e anzi 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 mondo è ovvio che nessun investitore professionale potrebbe votare nelle assemblee delle società in cui investe autonomamente determinandosi, ma si deve, quantomeno nella stragrande maggioranza dei casi, affidare a consulenti specializzati che analizzino gli ordini del giorno e le proposte deliberative e che diano, sulla base di loro *standard* o *guidelines* (15), raccomandazioni di voto.

Così come è chiaro che, in tanto ciò si può fare, in quanto ci siano delle economie di scala; il che poi spiega perché quello della *proxy advisory* è un oligopolio o, meglio, un duopolio (16).

5. Tuttavia, non mi interessa in questa sede (né d'altronde riuscirei a) delineare i problemi che pone questo oligopolio di *proxy advisors* e le ulteriori questioni loro proprie (17). Vorrei, viceversa,

(15) Cfr., esemplificativamente, per l'Italia, le *Glass Lewis Italy 2024 Benchmark Policy Guidelines*, nonché tutte le altre politiche di voto in <https://www.glasslewis.com/voting-policies-current/>.

(16) Infatti, i *proxy advisors* rilevanti sono di fatto solo due: Glass Lewis e ISS. Questa situazione di oligopolio è, d'altronde, comune ad altre industrie del macrosettore degli *outside experts*: si pensi a quello delle società di revisione (*big four*) o di consulenza (talora definite *big three* o *Top Management Consulting Firms*, riferendosi a McKinsey & Company, Boston Consulting Group e Bain & Company).

(17) Cfr., anzitutto, M. MAUGERI, *Proxy Advisors, esercizio del voto e doveri “fiduciari” del gestore*, in *Rivista ODC*, 2016, 1 ss.; G. BALP, *I consulenti di voto*, Milano, 2017; F. MURINO, *Impegno, monitoraggio e consulenza di voto nella s.p.a.*

chiedermi cosa abbia determinato questo fenomeno complessivo di esplosione degli *outside experts*; quali ne siano le cause. Da un lato, è evidente, l'interesse di questi stessi soggetti ad allargare il mercato delle loro prestazioni di servizi. Probabilmente, è uno di quei casi in cui è anche l'offerta a creare la domanda: i consulenti devono convincere le società che sono indispensabili e nel farlo finiscono per ciò stesso per riuscirvi (come è evidente in particolare per gli *ESG consultants* (18)). Emblematico è quanto successo dopo il caso *Trans Union*: in teoria, a causa di quella decisione, i consulenti avrebbero dovuto indurre le società a non incorporarsi nel Delaware o comunque a trasferire la loro sede da quella giurisdizione; non lo hanno fatto perché la decisione operava ad esclusivo vantaggio degli *advisors* (*law firms* e *investment bankers*, *in primis*) (19). In luogo di attivare un meccanismo concorrenziale tra ordinamenti, gli avvocati delle società hanno istruito i loro clienti amministratori a ingaggiare costosi consulenti finanziari, a commissionare lunghi pareri e a moltiplicare in altri modi la documentazione cartacea alla base dei loro processi decisionali (20). Dall'altro lato, ed è ciò che mi pare ancora più decisivo, vi è, di fronte alla giurisprudenza inaugurata nel caso *Trans Union*, la esigenza di ridurre la responsabilità degli amministratori e di attivare l'usbergo (se si vuole la *safe harbour*) della *business judgment rule* (21). Questo vale per

“sostenibile”, Pisa, 2023. E poi, in prospettiva comparatistica, v. G. BALP, *Proxy Advisors Through Transparency: Pros and Cons of the EU Approach*, in *ECFR*, 2017, 1 ss.; A.F. VERDAM, *Concerns About the Quality and Influence of Proxy Advisors, and Its Implications for the Preparations of the Shareholders Meeting*, in *ECFR*, 2021, 794 ss.; C. HAYNE - 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.F. TUCH, *Proxy Advisor Influence*, in *Boston University Law Review*, 2019, 1459 ss.; I. BRANNON - J. WHITLEY, *Corporate Governance Oversight and Proxy Advisory Firms: Do proxy advisors have too much power?*, in *Regulation*, 2018, 18.

(18) A. DAMODARAN, *ESG is beyond redemption: may it RIP*, in *Financial Times*, 23 ottobre 2003.

(19) J.R. MACEY (nt. 10), 629.

(20) COSÌ R. HAMILTON, *Reliance and Liability Standards for Outside Directors*, in *Wake Forest Law Review*, 1989, 5 ss., a 28: « to hire expensive financial advisers, commission extensive studies and otherwise improve their paper record of their decisional process ».

(21) Per un esempio di applicazione nel nostro ordinamento, cfr. Trib. Venezia, 19 aprile 2023, in www.giurisprudenzadelleimprese.it (« il sindacato

tutti i tipi di consulenze esterne: anche il ricorso ai consulenti di voto serve, infatti, a ridurre la responsabilità degli amministratori degli investitori istituzionali (e dei gestori di attivi (22)) al pari di quanto accade in generale per il ricorso agli *outside experts* (23).

Vi è chi ha parlato, a questo proposito, di una forma di assicurazione (24); ma, al di là del limitato tecnicismo, in realtà non mi pare che vi sia una vera e propria traslazione del rischio da un soggetto, gli amministratori, ad un altro, i consulenti esterni, i quali non rispondono quasi mai delle loro raccomandazioni.

Comunque sia, è chiaro che questo sempre più accentuato ricorso agli *outside experts*, ossia ai professionisti della procedimentalizzazione, ai *process entrepreneurs*, ha un costo per la società e ci si potrebbe chiedere quanto tale onere sia sempre giustificato (25). Qui ovviamente un discorso a un livello tanto generale non ha molto senso. Però si può osservare che si tratta di un costo non solo in senso stretto, dal momento che si spendono cifre considerevoli per esternalizzare funzioni del consiglio di amministrazione, ma anche

giudiziale sulla condotta degli amministratori della società, quale fonte di responsabilità, non può avere ad oggetto il merito delle scelte imprenditoriali, non potendosi addebitare gli esiti economici negativi di dette scelte che dipendano dal rischio economico a cui è soggetta l'impresa, secondo il principio della *business judgment rule*. Tuttavia, la regola di insindacabilità in discussione trova precisi limiti che, se travalicati, impongono un giudizio di responsabilità gestoria in capo agli amministratori. La regola di insindacabilità gestoria incontra un primo limite che concerne il grado di diligenza dell'amministratore nel processo decisionale seguito, che deve essere preceduto dalle verifiche e dall'acquisizione di informazioni preventive normalmente richieste per una scelta di quel tipo. Un secondo limite concerne la razionalità della scelta, dovendo sussistere coerenza tra le informazioni assunte, le verifiche effettuate e la decisione assunta »).

(22) Per esempio, A. SACCO GINEVRI, *Proxy advisors, attività riservate e conflitto d'interessi*, in *Contr. e imp.*, 2017, 115 ss., a 117.

(23) Cfr. *Brehm v. Eisner*, 746 A.2d 244 (Del. 2000): « it helps directors to avoid liability ».

(24) Così, per esempio, D.R. FISCHER (nt. 10), a 1448 e 1453.

(25) Con il che — occorre chiarirlo per tentare di evitare fraintendimenti — non voglio affatto intendere che esso sia sempre ingiustificato e che la procedimentalizzazione del processo decisionale e la migliore informazione e ponderazione delle decisioni del consiglio, anche per il mezzo del ricorso alle consulenze, sia di per sé negativa. È infatti chiaro che, in linea di principio, sia il contrario. Ciò su cui desidero portare l'attenzione sono: per un verso, i costi (o comunque le conseguenze) di questa sempre più accentuata tendenza; per altro verso, i suoi eccessi; e, per altro verso ancora, le conseguenze strettamente giuridiche che ciò comporta.

nel senso che si finisce per non incentivare le professionalità presenti nel consiglio e quindi, sotto certi aspetti per contraddire e andare in controtendenza rispetto a tutti i discorsi che si fanno sulla necessaria diversificazione delle competenze dell'organo amministrativo (26): insomma, si finisce di rischiare di fare del consiglio un "organo di teatro" (come è già da tempo avvenuto per quello assembleare), ove si ratificano scelte prese altrove (27). In questo caso, ciò che si sacrifica è la funzione della collegialità, nel senso che la decisione non è di fatto più il risultato di effettiva ponderazione (e, se vuoi, anche composizione) all'interno dell'organo pluripersonale, ma è quella conseguente all'esito della consulenza, la quale è, a sua volta, nella più parte dei casi largamente influenzata dall'*input* dell'amministratore delegato.

E così il discorso in qualche misura si interseca con il ricco dibattito sviluppatosi nella letteratura nord-americana (perlopiù di sapore aziendalistico o sociologico) che da un lato fotografa i vari *boards* (1.0, 2.0, 3.0 e così via) (28) e dall'altro lato propone modelli più o meno efficienti, come quello dell'*outsourcing the board* (29) (ivi compreso allora l'*AI Director*).

Da un punto di vista più strettamente giuridico questo nuovo corso pone anzitutto le seguenti questioni: quella delle modalità di scelta del consulente; quella del rilievo dell'autonomia statutaria su questo fenomeno; e, soprattutto, quella della misura in cui gli amministratori possano fare un ragionevole affidamento sul parere tecnico degli *outside experts*.

(26) Cfr. di recente C. HILL - Y. NILI, *Independence Reconceived*, in *Columbia Business Law Review*, 2023, 589 ss., spec. 670 s., per una rivalutazione del ruolo delle componenti indipendenti e della diversità all'interno del consiglio in luogo del sistematico ricorso agli esperti esterni.

(27) Per una diversa causa che spinge a fare del consiglio un "organo di teatro", cfr. L. ENRIQUES - D.A. ZETZSCHE, *Quack Corporate Governance, Round III? Bank Board Regulation Under the New European Capital Requirement Directive*, in *Theoretical Inquiries in Law*, 2015, 211 ss., spec. a 230 ss.

(28) R.J. GILSON - J.N. GORDON, *Board 3.0: an Introduction*, in *Business Lawyer*, 2019, 351 ss.

(29) S.M. BAINBRIDGE - M. TODD HENDERSON, *Outsourcing the Board; How Board Service Providers Can Improve Corporate Governance*, Cambridge, 2018; M. TODD HENDERSON, *Outsourcing the Board: A Rebuttal*, in *Business Lawyer*, 2019, 373 ss.

5.1. Una volta che la prassi si è allineata ai rigorosi *standard* della dottrina *Smith v. Van Gorkom*, sorge il problema di valutare le modalità di scelta del consulente esterno. Più si percorre la strada di esternalizzare le valutazioni del *board* (*outsourcing corporate governance*), più diventa significativo scegliere gli *outside experts*. In altri termini, una volta che la loro decisione è *de facto* esternalizzata (seppure molte volte solo apparentemente) è naturale tentare di sindacare — come nel caso *Brehm v. Eisner* — se l'esperto sia stato scelto « with reasonable care » (30). È una delle tante espressioni della ricorrente tentazione a perseguire in via amministrativa o giurisdizionale una qualche forma di valutazione del *business judgment* (31). Si arriva così al procedimento per la scelta del consulente e magari... alla consulenza esterna per la scelta del consulente esterno. Così come si arriva, almeno nell'esperienza italiana, non solo a richiedere uno o più pareri da parte della società, ma a richiedere pareri da parte dei vari organi e sotto-organi della stessa e da parte di singoli gruppi di amministratori: si avranno quindi i pareri richiesti dal consiglio, quelli richiesti dal collegio sindacale, quelli per il comitato endoconsiliare competente, quelli degli amministratori indipendenti, quelli degli amministratori di minoranza e via discorrendo.

Un punto al quale qui posso solo accennare, ma che tuttavia è di stringente attualità e si profila di crescente rilevanza, consiste nel chiedersi se cambi qualcosa in punto di accortezze nella scelta del consulente esterno quando questo non sia una persona fisica (o una organizzazione di persone fisiche) bensì una intelligenza artificiale

(30) Cfr. anche *In re Caremark International Inc. Derivative Litigation*, 698 A.2d 959 (Del. Ch. 1996), secondo la quale « directors had to ensure that the outside experts were competent, independent, and accountable »; *In re Walt Disney Co Derivative Litigation*, 906 A.2d 27 (Del. 2006), per cui l'affidamento del *board* sugli *outside experts* può considerarsi operante « as long as the board exercised due care, diligence, and oversight, engaging and supervising them »; *In re Oracle Corp. Derivative Litigation*, 824 A.2d 917 (Del. Ch. 2003), dove pure enfasi sulla responsabilità del consiglio nel selezionare (oltre che monitorare e valutare) i consulenti. Anche nei seguenti due casi (inglese il primo e canadese il secondo) *Eclairs Group Ltd v. Jkx Oil & Gas plc* [2015] UKSC 71 e *Peoples Department Stores Inc. v. Wise*, 2004 SCC 68, viene sottolineata la necessità che il consiglio di amministrazione eserciti « due care, diligence, and oversight in selecting, engaging, and supervising outside experts ».

(31) Cfr. P. MARCHETTI (nt. 7), 2015.

(o, ancora, una organizzazione che si avvalga di un sistema di intelligenza artificiale per rendere la richiesta consulenza).

Comunque sia il punto giuridicamente centrale resta, in sostanza, se nella scelta operata dal consiglio di amministrazione del consulente esterno si applichi o meno la *business judgment rule*. Ed io penserei che si debba applicare, così come ritengo che essa si applichi, in generale, alle scelte sull'assetto organizzativo della società (32).

5.2. La seconda questione è se l'autonomia statutaria possa incidere sul grado di procedimentalizzazione. Direi ovviamente di sì nel senso di imporre modalità procedimentalizzate nel funzionamento del consiglio; e invece ovviamente no nel senso di potere esonerare il consiglio dagli *standard* di attivazione della *business judgment rule* per come, a torto o ragione, affermatosi in giurisprudenza (33). Sempre che non si preveda espressamente da parte del legislatore — come è in effetti avvenuto nel Delaware dopo il caso *Smith v. Van Gorkom* (34) — la possibilità di prevedere statutaria-

(32) In senso contrario il breve editoriale di S.M. BAINBRIDGE, *Does the business judgment rule apply to a board's choice of expert?*, 30 settembre 2023, consultabile all'indirizzo <https://www.professorbainbridge.com/professorbainbridge.com/2023/09/does-the-business-judgment-rule-apply-to-a-boards-choice-of-expert.html>.

(33) Per cui si veda S. ALVARO e altri, *Business judgment rule e mercati finanziari*, Quaderno giuridico della Consob n. 11/2016.

(34) Cfr. il §102(b)7 del *Delaware General Corporation Act*. In risposta a *Smith v. Van Gorkom*, fu introdotta nel 1986 la citata disposizione nel *Delaware General Corporation Act*: essa, in particolare, consentiva di introdurre nello statuto una previsione che limitasse o eliminasse la responsabilità degli amministratori per la violazione del *duty of care* (ma non anche per le violazioni dei *duty of loyalty* e per *intentional misconduct, bad faith* o *violations of law*). La previsione normativa mirava a ripristinare un certo equilibrio tra poteri e responsabilità degli amministratori, anche per non dissuadere eccessivamente soggetti qualificati ad assumere la funzione di amministratore indipendente. Naturalmente, la opzione statutaria dischiusa dalla novella è stata ampiamente colta e quasi tutte le società del Delaware hanno fatto ricorso alla stessa modificando i loro statuti e così di fatto di molto riducendo la portata concreta (nel Delaware, ben si intende) di *Smith v. Van Gorkom*. Cfr., tra gli altri, M.R. BERRY, *Does Delaware's Section 102(b)(7) protect reckless directors from personal liability? Only if Delaware courts act in good faith*, in *Washington Law Review*, 2004, 1125 ss., e J.L. REED - M. NEIDERMAN, "Good faith" and the ability of directors to assert Section 102(b)(7) of the Delaware General Corporation Law as a defense to claims alleging abdication, lack of

mente una clausola che esima da responsabilità gli amministratori per violazione del loro *duty of care*.

5.3. Per quanto riguarda la terza questione, e cioè fino a che punto gli amministratori possano fare affidamento sui pareri degli *outside experts* anzitutto al fine di potere invocare la *business judgment rule*, può essere interessante passare in rassegna alcune delle più significative decisioni giurisprudenziali (tutte — e anche questo non mi pare un caso — di sistemi di *common law*).

Anzitutto quella della Corte Suprema del Regno Unito, in *Eclairs Group Ltd v. JKX Oil & Gas plc* (35), dove si trattava di decidere se il consiglio di amministrazione di una società quotata avesse potuto o meno fondarsi sul parere di un *outside expert* per una decisione prettamente giuridica come quella di imporre una restrizione di voto per due azionisti che avrebbero agito di concerto per acquisire il controllo della società senza promuovere l'offerta pubblica di acquisto obbligatoria. Nel difendere la decisione contestata, il consiglio di amministrazione sostenne di averla assunta sulla base del parere di una *reputable law firm* ma la *Supreme Court* ritenne che l'affidamento sul parere dell'*outside expert* non bastava per giustificare la decisione del consiglio dal momento che il *board* non aveva esercitato « its own independent judgment ».

Analogamente, nel caso canadese *Peoples Department Stores Inc. v. Wise* (36) si decise che l'affidamento sugli *outside experts* doveva essere ragionevole e informato e, quindi, che amministratori e dirigenti avrebbero dovuto verificare criticamente le assunzioni, i metodi e le conclusioni degli esperti e non accettarle ciecamente. Mentre, in un'altra decisione canadese — *BCE Inc. v. 1976 Debentureholders* (37) — la Corte ha ritenuto che gli amministratori avevano fatto ragionevole affidamento su esperti esterni (in particolare consulenti finanziari e legali) e che gli amministratori avevano il potere di demandare loro alcuni compiti e fondarsi sulle opinioni degli stessi « as long as they exercised due care, diligence, and oversight, engaging and supervising them ».

oversight, and similar breaches of fiduciary duty, in *Delaware Journal of Corporate Law*, 2004, 111 ss.

(35) *Eclairs Group Ltd v. JKX Oil & Gas plc* [2015] UKSC 71.

(36) *Peoples Department Stores Inc. v. Wise*, 2004 SCC 68.

(37) *BCE Inc. v. 1976 Debentureholder*, 2008 SCC 69.

E così anche in un caso australiano, *ASIC v. Healey* (38), dove una Corte federale ha stabilito che gli amministratori non avevano violato il loro *duty of care* nell'affidarsi al parere dei revisori esterni della società e su quello dei loro consulenti legali. In particolare, la Corte ha ritenuto che gli amministratori non avevano ragione di dubitare della competenza e indipendenza dei consulenti, dal momento che si trattava di organizzazioni reputate ed esperte, legate da un duraturo rapporto con la società e prive di conflitti di interessi o incentivi a fuorviare gli amministratori. La Corte ha inoltre sottolineato che gli amministratori e i dirigenti avevano svolto indagini e valutazioni adeguate sulla consulenza ricevuta, avendo posto domande pertinenti, chiesto chiarimenti e esaminato i rendiconti finanziari e le relazioni di revisione con la dovuta cura e attenzione.

Per quanto riguarda la ancora più significativa giurisprudenza statunitense ricordo, anzitutto, *In re Caremark International Inc. Derivative Litigation* (39). In questo caso veniva contestato agli amministratori di avere violato i loro *fiduciary duties* per non avere realizzato e supervisionato un adeguato sistema di controlli interni. La Corte ha ritenuto che gli amministratori non avevano violato tali doveri e ha riconosciuto che gli amministratori si erano affidati a esperti esterni, quali revisori dei conti, avvocati e consulenti, per consigliarli sui rischi e presupposti legali e per progettare e monitorare il sistema di controlli interni. Si è così osservato che il consiglio aveva il diritto e il dovere di delegare alcune delle sue funzioni a esperti esterni, purché esercitasse ragionevole cura, diligenza e supervisione nella selezione, assunzione e supervisione degli stessi; la Corte, tuttavia, ha anche avvertito che gli amministratori non potevano abdicare al proprio dovere fiduciario affidandosi ciecamente a esperti esterni e che dovevano esercitare il loro giudizio indipendente e il loro *business judgment* nel valutare le informazioni e le raccomandazioni fornite dagli esperti. Analogamente, nel caso *In re Citigroup Inc. Shareholder Derivative Litigation* (40), la *Delaware Court of Chancery* ha stabilito che gli amministratori non abdicano alle proprie responsabilità affidandosi a esperti esterni

(38) *ASIC v. Healey* [2011] FCA 717.

(39) *In re Caremark International Inc. Derivative Litigation*, 698 A.2d 959 (Del. Ch. 1996).

(40) *In re Citigroup Inc. Shareholder Derivative Litigation*, 964 A.2d 106 (Del. Ch. 2009).

(nella circostanza: consulenti finanziari, revisori e agenzie di *rating*), purché esercitino la dovuta cura e diligenza nello sceglierli, coinvolgerli e supervisionarli. E altrettanto *In re Walt Disney Co Derivative Litigation* (41), dove la Corte ha ritenuto il ricorso da parte del consiglio ad esperti esterni (come avvocati, consulenti e contabili) ragionevole e in buona fede, a condizione che gli amministratori esercitassero la dovuta cura, diligenza e supervisione, coinvolgendoli e supervisionandoli. In particolare, si è stabilito che: « the board of directors is not expected to have the expertise to make every decision by itself, and may delegate authority and rely upon the advice of experts, such as lawyers and accountants, so long as the board does so in good faith and with due care ». Applicando i medesimi principi in *In re Oracle Corp. Derivative Litigation* (42), la medesima *Delaware Court of Chancery* ha valutato che il ricorso a esperti esterni non fosse sufficiente per dimostrare la buona fede o la dovuta diligenza degli amministratori, in assenza di una adeguata supervisione sugli esperti e di una adeguata valutazione critica e verifica dei loro assunti, metodi o conclusioni, donde l'impossibilità di avvalersi della *business judgment rule*. Anche *In re Royal Dutch/Shell Transport Securities Litigation* (43) si è ribadito che « the business judgment rule allows directors to rely on outside experts, such as auditors, consultants, or lawyers, in making business decisions, as long as they do so in good faith, with due care, diligence, and oversight », ma si è anche stabilito che questi criteri non possono ritenersi (ovviamente) soddisfatti se gli amministratori ignorano, nascondono o manipolano informazioni fornite o da fornire ai consulenti esterni o se essi non sono stati adeguatamente coinvolti o supervisionati.

6. Il discorso finisce qui; senza, dunque, delle vere e proprie conclusioni; come del resto è naturale per un intervento di questo tipo che aspira solo a segnalare la emersione di un fenomeno rilevante: di un nuovo protagonista del governo societario, appunto.

Chiudo perciò facendo due cose che per solito si fanno al principio di una relazione. Ringrazio sentitamente chi ha reso pos-

(41) *In re Walt Disney Co Derivative Litigation*, 906 A.2d 27 (Del. 2006).

(42) *In re Oracle Corp. Derivative Litigation*, 824 A.2d 917 (Del. Ch. 2003).

(43) *In re Royal Dutch/Shell Transport Securities Litigation*, D.N.J. Apr. 17, 2008.

sibile o migliorato questo mio intervento (44); e propongo una formula riassuntiva dello stesso in guisa di suo sottotitolo: gli *outside consultants* ovvero *outsourcing corporate governance* (45).

(44) E in particolare: Piergaetano Marchetti per il costante coinvolgimento e incoraggiamento; Maria Lucia Passador, per l'aiuto nella ricerca e per una preventiva discussione su questi temi; nonché Luca Enriques e Sabrina Bruno per alcune puntuali osservazioni critiche.

(45) Nel momento in cui licenzio la versione scritta di questa relazione ho modo di leggere l'interessante studio di M.L. PASSADOR, *Exploring Governance Gambits and Business Judgment in In/Out-Sourcing Tactics* (in corso di pubblicazione), ove si trovano più approfondite analisi, anche sulla base della giurisprudenza statunitense, di diversi aspetti toccati nella relazione: quello degli effetti della "proceduralizzazione" dell'azione del consiglio; come l'*outsourcing* incida sui *fiduciary duties* degli amministratori; quali siano le sue implicazioni in punto di *business judgment rule*, *risk management* e *corporate accountability*. In particolare, merita qui rinviare il lettore interessato alle parti in cui ci si sofferma sui principi che devono seguire gli amministratori quando scelgono e si affidano a esperti esterni, quale protezione offra loro la regola del *business judgment* se seguono questi principi, e quale sia la rilevanza della documentazione e del controllo da parte del *board* quando si coinvolgono gli esperti esterni.