



Orizzonte temporale e corporate governance sostenibile tra iniziative europee e autodisciplina interna ()*

di **GIAN DOMENICO MOSCO E RAFFAELE FELICETTI**

SOMMARIO: **1.** IL RAPPORTO 2020 ERNST & YOUNG PER LA COMMISSIONE EUROPEA SUI DOVERI DEGLI AMMINISTRATORI E UNA CORPORATE GOVERNANCE SOSTENIBILE. – **2.** IL DIBATTITO NORD-AMERICANO SULL'ORIZZONTE TEMPORALE DEGLI AMMINISTRATORI. – **3.** LO *SHORT-TERMISM* NEL RAPPORTO. – **3.1.** ACQUISTO DI AZIONI PROPRIE. – **3.2.** LIVELLO DI DIVIDENDI. – **3.3.** INVESTIMENTI IN RICERCA E SVILUPPO. – **4.** MERCATI DIVERSI, INDICI EGUALI? – **5.** I FATTORI CHE CAUSANO LO *SHORT-TERMISM* E LE PROPOSTE DEL RAPPORTO. – **5.1** DOVERI DEGLI AMMINISTRATORI E INTERESSE SOCIALE. – **5.1.1.** CRITICITÀ. – **5.2.** LA REMUNERAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI. – **6.** IL RAPPORTO E L'AZIONE DELLA COMMISSIONE. – **7.** DIRITTO SOCIETARIO ITALIANO, AUTO-DISCIPLINA E SOSTENIBILITÀ.

1. Il Rapporto 2020 Ernst & Young per la Commissione europea sui doveri degli amministratori e una corporate governance sostenibile.

Nell'ambito del Programma di lavoro per il 2021¹ la Commissione europea² ha

* Il lavoro, destinato agli Studi in onore di Paolo Montalenti, è frutto del contributo congiunto dei due Autori. Nondimeno, a Gian Domenico Mosco vanno attribuiti in particolare i paragrafi 1, 4, 6, 7; a Raffaele Felicetti i paragrafi 2, 3, 5 e relativi sottoparagrafi. Resta la responsabilità di entrambi per l'intero articolo. Dopo il completamento del lavoro è stata pubblicata la proposta di direttiva della Commissione relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità 2022/051 (COD) (v. *infra*, in particolare nt 8 e testo corrispondente nonché par. 7) alla quale gli autori hanno dedicato l'articolo *Prime riflessioni sulla proposta di direttiva UE in materia di Corporate Sustainability Due Diligence*, in AGE 1/2022, 185 ss., che riprende una parte delle considerazioni qui svolte, e due post: G. D. MOSCO, R. FELICETTI, *Fin troppa diligenza sulla sostenibilità delle società*, in *La Voce*, reperibile in internet all'indirizzo <https://www.lavoce.info/archives/96293/fin-troppa-diligenza-sulla-sostenibilita-delle-societa/> e G. D. MOSCO, R. FELICETTI, *The EU's Corporate Sustainability Due Diligence Directive: An Excessively Diligent Proposal*, in *Oxford Business Law Blog*, reperibile in internet all'indirizzo <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog>.

¹ Si veda la Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, COM(2020) 690, disponibile all'indirizzo www.eur-lex.europa.eu.

² Nell'ambito di numerose – e significative – iniziative normative in tema di sostenibilità: si pensi, oltre al c.d. *Green Deal* e ai vari interventi relativi agli obiettivi di sostenibilità nella finanza, alla *Corporate Sustainability Reporting Directive*, adottata dalla Commissione europea il 21 aprile 2021 e con cui si propone la modifica della *non-financial reporting directive* (NFRD) – la direttiva 2014/95/UE sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario – con l'obiettivo, tra i vari, di estenderne l'ambito di applicazione: se la proposta fosse approvata, gli obblighi informativi oggi imposti dalla NFRD si applicherebbero alla generalità delle imprese (a eccezione delle c.d. microimprese quotate in borsa) e non più soltanto a quelle di maggiori dimensioni (e cioè agli enti di interesse pubblico di grandi dimensioni aventi in media più di 500 dipendenti e agli enti di interesse pubblico che sono imprese madri di un gruppo di grandi dimensioni con una media di oltre 500 dipendenti su base consolidata).

commissionato a Ernst & Young uno studio relativo ai doveri degli amministratori e alla *corporate governance* sostenibile (in seguito, il “Rapporto”)³, reso pubblico nel luglio del 2020.

Il Rapporto conclude, in sintesi, che nell’Unione non si riscontra una *corporate governance* realmente sostenibile e individua il fondamento del problema nell’orizzonte temporale troppo breve degli azionisti e, soprattutto, degli amministratori (c.d. “*short-termism*”), elevandolo a primario campo di intervento della nuova regolamentazione europea⁴.

La Commissione ha aperto una consultazione pubblica terminata l’8 ottobre 2020⁵ con l’obiettivo di intercettare le opinioni di esperti e *stakeholders* su un possibile intervento normativo sul governo societario sostenibile. Nel proprio *Inception Impact Assessment*, la Commissione aveva indicato le possibili linee direttrici dell’intervento regolatorio, che potrebbe combinare una serie di

In una direzione simile va anche il Parlamento europeo che, pur non essendo dotato del potere d’iniziativa legislativa, può stimolare l’attività della Commissione europea mediante l’adozione di risoluzioni. Con una di quelle recentemente adottate, il Parlamento chiede alla Commissione di adottare una direttiva per identificare e regolamentare standard di diligenza da applicare alle imprese stabilite nella Ue per quanto riguarda gli impatti negativi potenziali o effettivi sui diritti umani, sull’ambiente e sulla buona governance che derivano dalle loro attività e operazioni. Cfr. la Risoluzione del Parlamento europeo del 10 marzo 2021 recante raccomandazioni alla Commissione concernenti la dovuta diligenza e la responsabilità delle imprese.

³ERNST & YOUNG, *Study on directors’ duties and sustainable corporate governance*, 2020. La redazione del Rapporto è stata commissionata dalla DG-JUST della Commissione europea.

⁴La Commissione europea, facendo seguito all’*Action Plan ‘Financing Sustainable Growth’*, già a inizio 2019 aveva invitato le tre autorità europee di vigilanza – ESMA, EBA e EIOPA – a redigere, ciascuna per quel che riguarda le rispettive aree di competenza, dei rapporti che presentassero evidenze empiriche e possibili suggerimenti in materia di *short-termism*. Si v. al riguardo il Rapporto ESMA “*Undue short-term pressure on corporations*” (disponibile online all’indirizzo https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma30-22-762_report_on_undue_short-term_pressure_on_corporations_from_the_financial_sector.pdf); il Rapporto EBA “*Undue short-term pressure from the financial sector on Corporations*” (disponibile online all’indirizzo https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/document_library/Final%20EBA%20report%20on%20undue%20short-term%20pressures%20from%20the%20financial%20sector%20v2_0.pdf), nonché il Rapporto EIOPA “*Potential undue short-term pressure from financial markets on corporates: Investigation on European insurance and occupational pension sectors*” (disponibile online all’indirizzo https://www.eiopa.europa.eu/sites/default/files/publications/reports/eiopa-bos-19-537_report_on_investigation_undue_short_term_pressure.pdf).

⁵I risultati della consultazione sono sintetizzati nel *Summary Report* disponibile online all’indirizzo https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/public-consultation_en.

misure per (i) introdurre un principio di “*not to do harm*” per le imprese societarie e (ii) autorizzare gli amministratori a considerare, nel contesto del processo decisionale, anche interessi ulteriori rispetto a quelli degli azionisti⁶. Secondo la Commissione queste misure, che incidono direttamente sulla conformazione dei doveri degli amministratori, potrebbero essere accompagnate anche da altri interventi, per esempio in materia di retribuzione dei componenti dell'organo amministrativo⁷.

A oggi si è ancora in attesa che la Commissione europea dia seguito al Rapporto, all'*Inception Impact Assessment* e alla consultazione con una proposta di atto normativo in materia⁸. Nel frattempo, però, il Rapporto e i possibili contenuti dell'intervento Ue hanno suscitato un ampio dibattito, con una netta prevalenza di voci critiche⁹, pur non mancando commenti favorevoli¹⁰.

Il Rapporto e la connessa iniziativa della Commissione avrebbero un

⁶ Cfr. Commissione europea, *Inception Impact Assessment* disponibile online all'indirizzo https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance_en.

⁷ *Ibidem* Per le soluzioni proposte dal Rapporto, sulle quali si basano le misure ipotizzate della Commissione, v. la nt 37.

⁸ A dicembre 2021 il sito istituzionale della Commissione dichiara ancora che l'iniziativa legislativa in materia di *sustainable corporate governance* è in programma per il quarto trimestre del 2021: https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance_en [<https://perma.cc/X9XG-2DKP>]. Sembra a questo punto però chiaro che vi sia stato uno slittamento al 2022.

⁹ Tra le varie si vedano, per esempio, la risposta dei professori della Harvard Law School e della Harvard Business School (disponibile online all'indirizzo https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/F594640_en), quella degli European Company Law Experts (disponibile online all'indirizzo https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/F555384_en), quella della Copenhagen Business School (disponibile online all'indirizzo https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/F594593_en), quella dei professori della University of Hamburg (disponibile online all'indirizzo https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/F594615_en). Si v. anche le risposte di Assonime (disponibile online all'indirizzo https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/F594565_en), di Better Finance (disponibile online all'indirizzo https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/F594608_en) e della German Insurance Association (disponibile online all'indirizzo https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/F583720_en).

¹⁰ V., per es., M. LIBERTINI, *Sulla proposta di Direttiva UE su “Dovere di diligenza e responsabilità delle imprese”*, in *Riv. soc.*, 2021, 325 ss., spec. 329 ss.

rilevante impatto anche sul nostro diritto societario. Senza che sia qui possibile affrontare i molti e complessi temi toccati dal Rapporto, può dunque essere utile analizzarne almeno due aspetti: le basi empiriche sul quale poggia e alcuni dei fattori che secondo il Rapporto indurrebbero l'emersione dello *short-termism*. Un'analisi, pur sommaria, che può fornire spunti utili a una riflessione preliminare sulle possibili specificità del contesto italiano.

A questo fine, il contributo si sviluppa nel modo seguente: anzi tutto riferisce dei contenuti del dibattito nello scenario statunitense e dei principali elementi sui quali in quell'ambito si basano le teorie dello *short-termism*, che il Rapporto fa in sostanza proprie. Analizza poi il loro rilievo con riguardo alle società europee, focalizzandosi in particolare sul mercato italiano. Esamina inoltre alcuni fattori che secondo il Rapporto sono alla base di un orizzonte temporale insufficiente e i rimedi proposti. Formula alcune osservazioni conclusive sulle posizioni assunte dal Rapporto e sulle possibili iniziative della Commissione. Accenna infine al diritto societario italiano con una particolare attenzione alle soluzioni di auto-disciplina.

2. Il dibattito nord-americano sull'orizzonte temporale degli amministratori. Negli Stati Uniti l'orizzonte temporale degli azionisti e, soprattutto, del consiglio di amministrazione delle grandi società è da molti considerato eccessivamente a breve termine¹¹. La tesi di fondo è, in estrema sintesi, quella di un'attenzione ingiustificata verso il prezzo *corrente* delle azioni rispetto alle prospettive di crescita di lungo periodo dell'impresa, legate alla sostenibilità o indipendentemente da questa.

A sostegno della tesi si richiamano, fondamentalmente, due "fatti": da un

¹¹ V. per esempio W. W. BRATTON, M. L. WACHTER, *The Case Against Shareholder Empowerment*, in *U. Pa. L. Rev.*, 2010, 158, 653 ss.; BUSINESS & SOCIETY PROGRAM, *Overcoming Short-Termism: A Call for a More Responsible Approach to Investment and Business Management*, Aspen Institute, reperibile in internet all'indirizzo https://www.aspeninstitute.org/wp-content/uploads/files/content/docs/pubs/overcome_short_state0909_0.pdf http://www.aspeninstitute.org/sites/default/files/content/docs/bsp/overcome_short_state0909.pdf.

lato, la frequenza e l'importanza dei dividendi distribuiti agli azionisti¹² e degli acquisti di azioni proprie effettuati dalle società quotate¹³; dall'altro lato, i "modesti" livelli di investimento in attività di ricerca e sviluppo (R&D) di queste imprese¹⁴.

Gli azionisti attivisti (in particolare, gli *hedge funds*) eserciterebbero pressioni sui consigli di amministrazione per sollecitare il conseguimento di risultati

¹² W. LAZONICK *et al.*, *US Pharma's Financialized Business Model*, Inst. for New Econ. Thinking, Working Paper, 2017, 60, 3 ("US pharma companies claim that high drug prices fund investments in innovation. Yet the 18 drug companies in the S&P 500 Index in January 2016 and publicly listed from 2006 through 2015 distributed 99 percent of their profits to shareholders over the decade, 50 percent as buybacks and 49 percent as dividends."). V. però in senso contrario M.J. ROE, *Stock Market Short-Termism's Impact*, ECGI Working Paper, 2018; L.A. BEBCHUK, *The Myth that Insulating Boards Serves Long-term Value*, *Columbia Law Review*, 2013, 113, 1637 ss.

¹³ Negli Stati Uniti, specie negli ultimi anni, sembra essersi registrato un netto incremento dei livelli di *buybacks*. Cfr. M. EGAN, *Corporate America gives out a record \$1 trillion in stock buybacks*, CNN, 27 dicembre 2018, reperibile in internet all'indirizzo ("US companies, led by Lowe's (LOW) and AbbVie (ABBV), rewarded shareholders by unveiling \$34.4 billion in buybacks [...]. That lifted repurchase announcements above \$1 trillion for the first time ever [...], exceeding the prior record of \$781 billion set in 2015."). Il trend sembra aver subito un'accelerazione specie a seguito dei tagli fiscali introdotti dall'amministrazione Trump nel 2017. Questi provvedimenti hanno incrementato drasticamente la liquidità delle società, garantendo dunque ingenti somme da investire in queste operazioni. Cfr. M. EGAN, *Stock buybacks exploded after the tax cuts. Now they're slowing down*, CNN, 22 agosto 2019, reperibile in internet all'indirizzo <https://edition.cnn.com/2019/08/22/investing/stock-buybacks-drop-tax-cuts/index.html>. Per la tesi secondo la quale le specifiche preoccupazioni sui livelli di acquisto di azioni proprie da parte delle società non trovano riscontro empirico cfr. J.M. FRIED, C.C.Y. WANG, *Short-Termism and Capital Flows*, in *Rev. Corp. Fin. Stud.*, 2019, 8, 207 ss.

¹⁴ L.E. STRINE JR, *Who Bleeds When the Wolves Bite? A Flesh-and-Blood Perspective on Hedge Fund Activism and Our Strange Corporate Governance System*, in *Yale L. J.*, 2017, 126, 1870 ss., 1939 ("American public corporations seem to be spending much more of their free cash flow on stock buybacks, increasing dividends, and other tactics to guarantee immediate payoffs than on research and development and other forms of long-term investment."); W. LAZONICK, *Profits Without Prosperity*, in *Harvard Business Review*, 2014, 92, 46 ss., 47 ("Corporate profitability is not translating into widespread economic prosperity. The allocation of corporate profits to stock buybacks deserves much of the blame. Consider the 449 companies in the S&P 500 index that were publicly listed from 2003 through 2012. During that period those companies used 54% of their earnings—a total of \$2.4 trillion—to buy back their own stock, almost all through purchases on the open market. Dividends absorbed an additional 37% of their earnings. That left very little for investments in productive capabilities or higher incomes for employees."); LAZONICK *et al.*, *op. cit.*, supra, nt 12, 17 ("Major US pharmaceutical companies have the [maximizing shareholder value] disease, as evidenced by not only massive stock buybacks and exploding executive pay but also the "productivity crisis" in drug discovery, mentioned above. Companies such as Merck and Pfizer have spent the last two decades living off patented blockbuster drugs, with very little to replace them in the pipeline [...]."); v. anche S. LATHAM, M. BRAUN, *Does Short-termism Influence Firm Innovation? An Examination of S&P 500 Firms, 1990-2003*, in *Journal of Managerial Issues*, 2010, 22, 368 ss. ("The findings of this empirical analysis indicate that management's R&D spending is indeed sensitive to fluctuations of their organization's market valuation. That is, managers increase R&D investment levels in step with better market indicators of their firm and reduce R&D expenditures as their firm's market performance deteriorates").

di breve termine a discapito della crescita di lungo periodo. In risposta a queste pressioni, gli amministratori sarebbero disposti a distribuire la gran parte degli utili prodotti e a far acquistare alla società le sue stesse azioni, così “premiando” l’investimento, ma limitando significativamente il re-impiego degli avanzi di gestione per investimenti di lungo periodo in R&D¹⁵.

Nel contesto del dibattito sull’opportunità e sulle modalità con le quali contrastare lo *short-termism* si è proposto, tra l’altro, d’incentivare azionariati di medio-lungo periodo, in particolare costituendo un *long-term stock exchange* (LTSE) al cui interno sarebbe permesso l’utilizzo dei *loyalty shares*¹⁶, non diversamente da quanto già accade in alcuni ordinamenti europei¹⁷; di abolire la c.d. *quarterly earnings guidance*, che avrebbe l’effetto collaterale di costringere gli amministratori a porsi degli obiettivi di risultato a breve termine¹⁸; di tassare il c.d. *trading* ad alta frequenza¹⁹.

Questo dibattito, tuttavia, non ha ancora portato in USA a concrete iniziative di regolamentazione.

3. Lo *short-termism* nel Rapporto. Come si è accennato, il Rapporto ripropone nella sostanza le posizioni emerse negli Stati Uniti e, a loro sostegno, le medesime basi empiriche²⁰, facendo leva su frequenza e significatività della distribuzione dei dividendi ai soci e dell’acquisto di azioni proprie e sui contemporanei bassi investimenti in R&D pure delle società europee²¹.

¹⁵ LAZONICK *et al.*, *op. cit.*, *supra*, nt 14; v. anche S. LATHAM, M. BRAUN, *Does Short-termism Influence Firm Innovation? An Examination of S&P 500 Firms, 1990-2003*, in *Journal of Managerial Issues*, 2010, 22, 368 ss.; STRINE, *op. cit.*, *supra*, nt 14.

¹⁶ M.J. ROE, F. CENZI VENEZZE, *Will Loyalty Shares Do Much for Corporate Short-Termism?*, in *The Business Lawyer*, 2021, 76, 467 ss., 479. Ciò in aggiunta alla possibilità, già ammessa oggi negli Stati Uniti, di prevedere due o più categorie di azioni con diversi diritti di voto (*dual class shares*).

¹⁷ V. tra i molti G.D. MOSCO, S. LOPREIATO, *Società quotate e disciplina speciale dei diritti dei soci*, in *Il Testo Unico Finanziario*, diretto da M. CERA, G. PRESTI, Zanichelli, vol. II, 2020, 1667 ss.

¹⁸ Cfr. ad esempio FCLT GLOBAL, *Moving Beyond Quarterly Guidance: A Relic of the Past*, reperibile in internet all’indirizzo <https://www.fcltglobal.org/wp-content/uploads/Moving-Beyond-Quarterly-Guidance-A-Relic-of-the-Past.pdf>.

¹⁹ Si v., in tal senso, la proposta legislativa negli Stati Uniti del Senatore Schatz, reperibile all’indirizzo: <https://www.schatz.senate.gov/imo/media/doc/WSTA%20Final.pdf>.

²⁰ E alcune delle proposte avanzate in USA per contrastarlo: a esempio, l’abolizione della *quarterly earnings guidance and returns* (cfr. *supra* par. 2).

²¹ V. pp. 14-22 del Rapporto.

Anche considerate le perplessità suscitate dalla presenza di imprese britanniche nel campione esaminato,²² occorre chiedersi se gli indici considerati negli Stati Uniti siano “tal quali” utilizzabili nei paesi dell’Unione per convalidare la tesi dello *short-termism* delle imprese europee.

3.1. Acquisto di azioni proprie. Quanto all’acquisto di azioni proprie, è stato osservato che, pure laddove le risorse investite in queste operazioni rappresentino una percentuale elevata dei ricavi netti, non è detto che ciò possa essere invocato a supporto della tesi sullo *short-termism*, posto che i dati sugli acquisti di azioni proprie, non tenendo conto delle risorse reperite dalla società tramite, per esempio, aumenti di capitale, non riflettono tutte le movimentazioni di risorse tra società e soci²³.

Inoltre, a differenza di quel che accade negli Stati Uniti, nella Ue l’acquisto di azioni proprie incontra numerosi limiti e condizioni, inizialmente introdotti con la seconda direttiva 77/91/CEE e oggi riprodotti nella direttiva 2017/1132, alcuni di applicazione generalizzata negli ordinamenti europei che intendano consentire, almeno in parte, le operazioni di acquisto di azioni proprie²⁴; altri lasciati alle decisioni dei singoli stati membri, che possono aggiungere ulteriori restrizioni²⁵. In Italia, per esempio, l’acquisto di azioni proprie per le società che

²² Si vedano i rilievi contenuti nella risposta inviata dagli European Company Law Experts, disponibile online all’indirizzo https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/F555384_en [<https://perma.cc/42S4-GCTB>]. V. anche Comitato Italiano Corporate Governance, *Relazione 2020 sull’evoluzione della corporate governance delle società quotate*, 26.

Le stesse imprese inserite nel campione esaminato dal Rapporto non sembrano individuabili né singolarmente, né per paesi d’appartenenza o per altri parametri rilevanti (settori economici, dimensioni, ecc.). Il Rapporto si limita a indicare il numero di imprese parte del campione (4.719; v. p. 4 del Rapporto) e, in generale, i 16 Stati membri nei quali queste sono quotate (p. 4 del Rapporto).

²³ V. la critica sul punto al Rapporto di J.M. FRIED, C.C.Y. WANG, *Short-Termism, Shareholder Payouts, and Investment in the EU*, in corso di pubblicazione su *European Financial Management* e reperibile in internet all’indirizzo https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3706499.

²⁴ Ci si riferisce alla necessità dell’autorizzazione assembleare, al divieto di procedere ad acquisti di azioni proprie nei casi in cui l’operazione comporti una diminuzione dell’attivo netto patrimoniale al di sotto del capitale sottoscritto aumentato delle riserve che la legge o lo statuto della società non permettono di distribuire nonché al divieto di acquistare azioni che non siano state interamente liberate.

²⁵ V. l’art. 60, par. 1 della direttiva.

fanno ricorso al mercato del capitale del rischio è tuttora subordinato al limite quantitativo del 20% del capitale sociale.

Ne consegue che da un canto nell'Unione europea è più difficile quel largo ricorso agli *share buybacks* che caratterizza gli Stati Uniti, dall'altro canto sussistono diversità normative tra gli Stati UE che vanno considerate nell'analisi dei dati.

3.2 Livello di dividendi. Quanto alla distribuzione dei dividendi, anche il relativo dato sembra scarsamente significativo. Per esempio, se si guarda all'esperienza italiana e se ne assume l'indicatività per quella europea, si nota come i dividendi erogati dalle società italiane oggi quotate sull'MTA di Borsa italiana indicano livelli medi che è difficile considerare eccessivamente elevati. Negli ultimi cinque anni le società oggi quotate sull'MTA hanno infatti distribuito in media dividendi per meno dell'1% dei profitti netti. E anche quando le distribuzioni hanno superato questa soglia, come è accaduto nel 2018 e nel 2020, le percentuali sono rimaste contenute, attestandosi, rispettivamente, all'1.23% e all'1.12% dei profitti netti delle società interessate²⁶.

3.3 Investimenti in ricerca e sviluppo. In relazione, infine, agli investimenti in R&D occorre interrogarsi sull'effettiva indicatività dei dati pubblicati nel Rapporto. Per esempio, si mostra il tendenziale declino degli investimenti in R&D, considerati in rapporto percentuale sia ai ricavi totali²⁷, sia agli utili netti²⁸. Tuttavia, non sono considerati altri investimenti, realizzati per esempio tramite acquisizioni²⁹. Inoltre, dallo stesso Rapporto emerge che gli

²⁶ Fonte: FactSet. Il campione di società include quelle oggi quotate sul Mercato Telematico Azionario di Borsa Italiana s.p.a.

²⁷ Cfr. Rapporto, p. 18, grafico 8.

²⁸ *Ibidem*, p. 19, grafico 9.

²⁹ Cfr. la già citata analisi di M. FRIED, C.C.Y. WANG, *op. cit.*, *supra*, nt 23., V. anche Comitato Italiano Corporate Governance, *op. cit.*, *supra*, nt 22, 26.

investimenti in R&D, là dove considerati isolatamente – e cioè non in rapporto con i ricavi o con i profitti netti – sono invece incrementati tra il 1995 e il 2018³⁰.

Il Rapporto, oltretutto, considera soltanto le società quotate, che almeno in Italia non sempre coincidono con quelle di maggiori dimensioni (basti pensare a Ferrero, Barilla, Versace). Inoltre, ferma la centralità delle imprese di grandi dimensioni non quotate ai fini della misurazione dei complessivi livelli di investimenti in R&D, la spesa delle imprese italiane di piccole e medie dimensioni per questi investimenti può determinare un effetto “compensativo” in grado di far registrare una crescita dell’R&D proveniente dal mondo imprenditoriale complessivamente inteso anche quando gli investimenti delle società di grandi dimensioni segnano tassi di decrescita rispetto agli anni precedenti³¹. Sarebbe dunque stato opportuno – se si fosse voluto fare un impiego avveduto del parametro relativo alle spese in ricerca e sviluppo – ampliare il campione delle imprese considerate, così da includere almeno tutte le grandi imprese e possibilmente anche le imprese di minori dimensioni. Ciò avrebbe consentito di individuare con più precisione l’*output* globale dell’R&D, che potrebbe indicare un saldo positivo nonostante le *performances* negative di alcune società quotate, posto anche che lo stesso Rapporto dà conto che nelle PMI l’azionista di controllo tende a considerare diversamente il lungo termine³².

Pure in questo caso, dunque, si tratta di un indice non troppo sicuro.

³⁰ Rapporto, p. 18, grafico 8. A questa conclusione arriva già l’indagine empirica di J.M. FRIED, C.C.Y. WANG, *op. cit., supra*, nt 23, che mostra un incremento dei livelli di R&D anche quando rapportati ai ricavi.

³¹ Un esempio di questo effetto “compensativo” è fornito dai dati sulla R&D in Italia per il 2018. Rispetto all’anno precedente, nel 2018 la spesa per R&D è aumentata del 15,8% nelle piccole imprese e del 9,3% nelle medie, ma è diminuita (-1,3%) quella delle grandi imprese. A fronte di questa lieve flessione proveniente dal mondo delle grandi imprese, si è assistito a un saldo positivo dei livelli di R&D delle imprese complessivamente intese, che hanno visto un incremento percentuale rispetto all’anno precedente pari al 7,4%. Cfr. Istat, Ricerca e Sviluppo in Italia, 2018-2020, reperibile in Internet all’indirizzo: https://www.istat.it/it/files/2020/09/Ricerca_e_sviluppo_2018_2020.pdf.

³² Par. 5.2.1.1 riferendo delle risposte di alcuni intervistati, i quali sottolineano altresì che, al contrario, nelle società finanziate con *private equity* l’orizzonte temporale è (necessariamente) più orientato al breve termine (v. G.D. MOSCO-A. NIGRO (a cura di), *Private equity, venture capital e crescita delle PMI*, AGE 1-2/2021).

4. Mercati diversi, indici eguali? In definitiva, sia pure guardando solo all'Italia i limiti all'acquisto di azioni proprie e le percentuali dei dividendi distribuiti rispetto agli utili prodotti e una prima verifica dei dati presi a riferimento con riguardo agli investimenti in R&D rendono incerto che i livelli di *pay-outs* siano in Europa un indice di *short-termism* di portata generale sul quale fare pieno affidamento.

Il che sembra sufficiente a suscitare il dubbio che il Rapporto, nel porre a fondamento del presunto *short-termism* delle società europee gli stessi indici dell'analisi USA, abbia trascurato le caratteristiche dei mercati dei singoli Stati membri, non sempre paragonabili a quelle del mercato nord-americano.

Utilizzare soltanto distribuzione dei dividendi, acquisto di azioni proprie e investimenti in R&D senza alcun distinguo o correttivo non era forse la strada più corretta da seguire³³.

Del resto, anche il loro porsi alla base dell'insufficiente attenzione alla sostenibilità lascia qualche dubbio, non nel senso che possa sussistere un collegamento, ma in quello di un rapporto causa-effetto che non è dimostrato, nemmeno dal Rapporto³⁴, come decisivo. Un rapporto in effetti di difficile dimostrazione, anche solo considerato che, in tesi, ricerca e sviluppo non sono necessariamente connessi alla sostenibilità³⁵.

5. I fattori che causano lo *short-termism* e le proposte del Rapporto.

Se, dunque, non sembrano solide le stesse basi empiriche sulle quali poggia il Rapporto, ne risente inevitabilmente anche l'indicazione dei fattori che causano

³³ *Supra*, parr. 3-5.

³⁴ Che sembra fare affidamento a riguardo solo su alcuni lavori presenti in letteratura: v. per es. pp. 22 ss. del Rapporto.

³⁵ Lo stesso rapporto tra *short-termism* e (difetto di) sostenibilità è stato posto in dubbio dagli *European Company Law Experts*, cit., *retro*, nt 22, come è ricordato anche da M.V. ZAMMITTI, Long-termism e short-termism *nella ricerca di strategie di sostenibilità*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 1/2021, 255 ss. E pure il *long-termism* non può essere sempre collegato a un impatto positivo sui fattori ESG: v. M. ROE, R. SHAPIRA, *The Power of the Narrative in Corporate Lawmaking*, Harvard Public Law Working Paper No. 20-21, 16 ss.; M. STELLA RICHTER JR, Long-termism, in *Riv. soc.*, 2021, 1, 16 ss., 42.

lo *short-termism* e delle soluzioni in grado di ridurre l'impatto, che rappresentano la parte più importante dello studio di E&Y.

Su alcuni di questi fattori³⁶, e sulle relative soluzioni³⁷, vale comunque la pena soffermarsi, coinvolgendo alcune delle questioni più rilevanti del dibattito sull'evoluzione del diritto societario. In particolare, sembra opportuno concentrarsi sul ruolo degli amministratori, considerato l'indubbio rilievo che assume per la realizzazione di politiche di sostenibilità da parte delle società.

5.1 Doveri degli amministratori e interesse sociale. Anzi tutto, nel Rapporto si lega l'orizzonte temporale allo scopo della pura e semplice creazione di valore per gli azionisti, che indurrebbe i *boards* ad adottare un orizzonte temporale eccessivamente a breve termine, con una gestione caratterizzata da un'attenzione eccessiva al prezzo corrente e da un impiego degli avanzi di gestione a solo beneficio degli azionisti (e, se titolari di *stock options*, degli stessi amministratori). Uno scopo che ricomprendesse invece anche la considerazione degli interessi degli *stakeholders* escluderebbe un orizzonte temporale eccessivamente a breve termine, in quanto gli interessi degli *stakeholders*

³⁶ Il Rapporto indica otto fattori di particolare rilievo che causerebbero lo *short-termism*: *a.* un'interpretazione in chiave eccessivamente di *shareholder value* dei doveri degli amministratori; *b.* le pressioni a breve termine degli investitori; *c.* la mancanza di visione strategica da parte delle società sulle questioni di sostenibilità; *d.* l'incapacità di identificare i relativi rischi e impatti; *e.* gli schemi di retribuzione degli amministratori; *f.* l'attuale composizione del c.d.a., che non rappresenterebbe adeguatamente gli interessi degli *stakeholders*; *g.* l'attuale quadro normativo di *corporate governance*; *h.* il mancato (o comunque limitato) *enforcement* del dovere degli amministratori di agire nell'interesse a lungo termine dell'impresa. V. p. 61 ss. del Rapporto.

³⁷ Il Rapporto propone le seguenti soluzioni di *policy*: *1.* chiarire che il contenuto dei doveri fiduciari degli amministratori non si limita alla sola creazione di valore per gli azionisti, ma include anche l'interesse a lungo termine dell'impresa e quelli degli *stakeholder*; *2.* promuovere un azionariato a lungo termine, incluso il divieto di pubblicare le *quarterly earnings guidance* e *returns*; *3.* integrazione, da parte dei *boards*, degli aspetti di sostenibilità (rischi, impatti, opportunità) nelle strategie di *business*; *4.* modifica degli schemi di retribuzione degli amministratori, al fine di ancorare quest'ultima alla creazione di valore sostenibile; *5.* modifica dei processi di nomina degli amministratori, in modo da assicurare che i criteri di sostenibilità siano integrati in tali processi; *6.* coinvolgimento degli *stakeholders* nella gestione dell'impresa; *7.* rafforzamento dell'*enforcement* del dovere degli amministratori di agire nell'interesse dell'impresa. Per una panoramica sulle soluzioni proposte cfr. pp. xiii e ix del Rapporto. Per i dettagli delle varie soluzioni v. pp. 61 ss. del Rapporto.

sarebbero, a differenza di quelli degli azionisti, necessariamente a lungo termine³⁸.

Più in particolare, l'interpretazione dei doveri degli amministratori avverrebbe in chiave di *shareholder primacy* e mancherebbe di una nozione chiara del concetto di "interesse sociale", elementi che contribuirebbero a far coincidere il significato di quest'ultimo con quello di massimizzazione nel breve termine del valore per gli azionisti³⁹. La prevalenza degli interessi economici a breve termine degli azionisti lascerebbe poco o nessuno spazio per l'identificazione e la mitigazione dei fattori sociali e di sostenibilità che influenzano l'esistenza e la continuazione dell'impresa nel lungo termine.

Il Rapporto, muovendo dall'idea che occorre riconoscere all'organo amministrativo maggiore discrezionalità per consentirgli di bilanciare l'interesse degli azionisti con quelli dei vari *stakeholders*, propone pertanto di chiarire – tramite una campagna di sensibilizzazione condotta dalla Commissione europea, una raccomandazione o una nuova direttiva – che nell'esercizio del potere gestorio gli amministratori debbano bilanciare gli interessi degli azionisti con quelli a lungo termine (almeno 5-10 anni) della società, dei lavoratori, dei clienti, dell'ambiente e delle comunità in cui l'impresa opera,⁴⁰ secondo un approccio che sembra ispirarsi

³⁸ Si pone in evidenza, per esempio, che “[t]he short-term payback periods of financial markets take precedence over the long-term time horizons of ecological and social systems”. Cfr. A. HOFFMAN, M.H. BASERMAN, *Changing Practice on Sustainability: Understanding and Overcoming the Organizational and Psychological Barriers*, in S. SHARMA et al., *Organizations and The Sustainability Mosaic: Crafting Long-Term Ecological and Societal Solutions*, 2007, 92.

³⁹ Rapporto, p. 33. Anche in Italia il dibattito si è fatto da ultimo serrato: v., per esempio, S. ROSSI, *Il diritto della Corporate Social Responsibility*, in *Rivista ODC*, 2021, 1, 99 ss.; F. DENOZZA, *Lo scopo della società, tra short-termism e stakeholder empowerment*, in *Rivista ODC*, 2021, 1, 29 ss.; M.V. ZAMMITTI, *Long-termism e short-termism nella ricerca di strategie di sostenibilità*, in *Rivista ODC*, 2021, 1, 255 ss.; M. STELLA RICHTER JR, *supra*, nt 35; C. ANGELICI, *Divagazioni sulla “responsabilità sociale” d’impresa*, in *Riv. soc.*, 2018, 3 ss.; U. TOMBARI, *“Potere” e “interessi” nella grande impresa azionaria*, Milano, 2019; H. FLEISCHER, *La definizione normativa dello scopo dell’impresa azionaria: un inventario comparato*, in *Riv. soc.*, 2018, 803 ss.; F. DENOZZA, *Lo scopo della società: dall’organizzazione al mercato*, in *Rivista ODC*, 2019, 3, 615 ss.; P. MARCHETTI, *Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2020, 268 ss.; M. VENTORUZZO, *Il nuovo Codice di Corporate Governance 2020*, in *Società*, 2020, 439 ss.; A. PERRONE, *Lo statement della Business Roundtable. Sugli scopi della società. Un dialogo a più voci*, in *Rivista ODC*, 2019, 3, 589 ss.; M. LIBERTINI, *Un commento al manifesto sulla responsabilità sociale d’impresa della Business Roundtable*, in *Rivista ODC*, 2019, 3, 627 ss.; M. MAUGERI, *«Pluralismo» e «monismo» nello scopo della s.p.a. (glosse a margine del dialogo a più voci sullo Statement della Business Roundtable)*, in *Rivista ODC*, 2019, 3, 637 ss.

⁴⁰ V. pp. 62 ss. del Rapporto.

alla versione pura dello *stakeholderism*⁴¹, che considera il perseguimento degli interessi degli *stakeholders* quale finalità meritevole a prescindere dalla circostanza che questo sia strumentale a un incremento del valore per gli azionisti⁴².

5.1.1 Criticità. La soluzione di affidare all'organo amministrativo il compito di tutelare gli interessi degli *stakeholders* è stata oggetto di osservazioni critiche, anche in Italia⁴³.

Tra le osservazioni più significative va ricordata quella secondo la quale il bilanciamento comporterebbe inevitabilmente un incremento della discrezionalità degli amministratori, senza alcuna garanzia che venga utilizzata a favore degli *stakeholders*. Non a caso, nei paesi nord-americani che hanno adottato i *multi-constituency statutes*⁴⁴, nel negoziare i termini di alcune acquisizioni i *boards*

⁴¹ Sulla *stakeholder theory* v., tra i tanti, R.E. FREEMAN., J.S. HARRISON, A.C. WICKS, *Managing for stakeholders: Survival, reputation, and success*, New Haven, 2007; M.M. BLAIR, L.A. STOUT, *A Team Production Theory of Corporate Law*, in *Va. L. Rev.*, 1999, 85, 247 ss.; E. ELHAUGE, *Sacrificing Corporate Profits in the Public Interest*, in *N.y.u. L. Rev.*, 2005, 80, 733 ss.; C.M. BRUNER, *Corporate Governance in a Time of Crisis*, in *J. Corp. L.*, 2011, 36, 309 ss.; L. JOHNSON, *Unsettledness in Delaware Corporate Law: Business Judgment Rule, Corporate Purpose*, in *Del. J. Corp. L.*, 2013, 38, 405 ss.; M. LIPTON, *Purpose, Stakeholders, ESG and Sustainable Long-Term Investment*, in *Harv. L. Sch. F. On Corp. Governance*, **24 dicembre 2019**, reperibile in internet all'indirizzo <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/12/24/purpose-stakeholders-esg-and-sustainable-long-term-investment/>; K. SCHWAB, P. VANHAM, *Stakeholder Capitalism: A Global Economy that Works for Progress, People and Planet*, 2021.

⁴² Il c.d. *enlightened shareholder value* enfatizza invece il nesso di reciprocità tra gli interessi degli azionisti e quelli degli *stakeholders* e la protezione degli interessi degli *stakeholders* è vista come strumentale al perseguimento dell'obiettivo di creazione di valore per gli azionisti. Si pensi, per esempio, a un'impresa che paghi un salario più vantaggioso ai propri lavoratori: da questa decisione potrebbe derivare un incremento dell'efficienza di questi ultimi: v. R.E. FREEMAN *et. al.*, *op. cit.*, *supra*, nt 41, 28; J.S. HARRISON, A.C. WICKS, *Stakeholder Theory, Value, and Firm Performance*, in *Bus. Ethics Q.*, 23, 2013, 97 ss., spec. 105; J.S. HARRISON, D.A. BOSSE, R.A. PHILLIPS, *Managing for stakeholders, stakeholder utility functions, and competitive advantage*, in *Strategic Mgmt.*, 2010, 31, 58 ss.; R. SISODIA, D. WOLFE, J.N. SHETH, *Firms of Endearment: How Worldclass Companies Profit From Passion and Purpose*, 2007. Sui punti di divergenza tra le due visioni dello *stakeholderism* cfr., da ultimo, L.A. BEBCHUK e R. TALLARITA, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, 2020, *Cornell Law Review*, Vol. 106, 91 ss. 108-121.

⁴³ Cfr. S. ROSSI, *op. cit.*, *supra*, nt 39, 125-126, che pone in evidenza come questa soluzione rischierebbe di mettere in discussione la funzione, tipica dell'impresa societaria e, in particolare, della s.p.a., di collettore di risorse finanziarie. Preoccupazioni sono sollevate anche da F. DENOZZA, *Lo scopo della società: dall'organizzazione al mercato*, cit., 617; M. LIBERTINI, *op. cit.*, 630, secondo il quale "[l]'afferinarsi della CSR costituisce, tendenzialmente, un freno ad un'applicazione incisiva delle norme antitrust [...]".

⁴⁴ Cfr., per esempio, la § 607.0830 (6) del *Florida Business Corporation Act* ("in discharging board or board committee duties, a director may consider such factors as the director deems relevant,

non sembrano aver utilizzato la discrezionalità loro riconosciuta per proteggere gli interessi dei vari *stakeholders*, ma per estrarre vantaggi per loro stessi e per gli azionisti⁴⁵.

La questione più delicata tra quelle segnalate, in ogni caso, è quella delle possibili forme di *enforcement* e in particolare sulla possibilità di far valere la responsabilità civile del *management* che non effettui il bilanciamento tra i vari interessi. La questione appare complessa già con riguardo all'individuazione dei legittimati: la legittimazione spetterebbe ai soli soci nell'interesse della società – che peraltro potrebbero non avere sufficienti incentivi per promuovere l'azione⁴⁶ – o a tutti gli *stakeholders*, come ipotizza la Commissione sulla scorta del Rapporto? Quest'ultima opzione può portare a conflitti tra gli interessi delle varie categorie di *stakeholders* – e tra queste e i soci – ed è vista da molti come un fattore di disturbo della “linearità” del rapporto fiduciario tra amministratori e azionisti nonché di esposizione degli amministratori a un surplus inaccettabile di

*including the long-term prospects and interests of the corporation and its shareholders, and the social, economic, legal, or other effects of any action on the employees, suppliers, customers of the corporation or its subsidiaries, the communities and society in which the corporation or its subsidiaries operate, and the economy of the state and the nation.”). Sui multi-constituency statutes cfr. M. BARZUZA, *The State of State Antitakeover Law*, in *Virginia Law Review*, 2009, 95, 1973 ss.*

⁴⁵ L.A. BEBCHUK, R. TALLARITA, *op. cit., supra*, nt 42, 91 ss. Del resto, la maggiore discrezionalità degli amministratori potrebbe, secondo alcuni (L.A. BEBCHUK, *supra*, nt 12), incrementare di fatto la loro protezione dalle pressioni degli azionisti con conseguenze negative quali la riduzione dell'incisività del monitoraggio che gli azionisti esercitano sui *boards*. Inoltre, in presenza di un numero elevato di interessi da bilanciare si aprirebbero spazi significativi per consentire ai *boards* di giustificare più facilmente l'assunzione di comportamenti opportunistici adducendo a sostegno delle proprie decisioni, a seconda dei casi, talvolta la protezione di un qualsiasi interesse degli *stakeholders* (se a essere sacrificato è l'interesse degli azionisti), talaltra quello degli *shareholders* (se a essere sacrificato è invece quello di uno o più portatori d'interesse).

⁴⁶ Nel caso in cui l'azione venisse attribuita agli azionisti sembrano configurabili due opzioni legislative. Una che subordinerebbe l'azionabilità del meccanismo di *enforcement* all'esistenza di un danno subito dalla società. La soluzione, però, avrebbe l'evidente limite di consentire una tutela degli interessi degli *stakeholders* soltanto se il loro danneggiamento arreca pregiudizio anche al patrimonio sociale. L'altra che consentirebbe l'azione indipendentemente dalla circostanza che la società abbia subito un danno. In questo caso non si vede però perché la società dovrebbe essere risarcita e quale sarebbe l'incentivo per gli azionisti – nelle nostre s.p.a., che rappresentino almeno un quarantesimo (in quelle chiuse, un quinto) del capitale sociale o la minore misura prevista dello statuto – a far valere la responsabilità degli amministratori. Anzi, i rischi reputazionali che deriverebbero da questa azione, con il conseguente possibile contraccolpo che la società e, di riflesso, i soci potrebbero subire sul piano finanziario rappresenterebbero probabilmente un ostacolo insormontabile.

responsabilità⁴⁷.

5.2. La remunerazione degli amministratori. Nell'ambito di varie indicazioni relative ai compensi degli amministratori, visti come elementi che contribuiscono in modo determinante a una gestione eccessivamente pro-azionisti e che pertanto incentivano un orizzonte temporale a breve termine⁴⁸, il Rapporto dà inoltre particolare rilievo alla circostanza che le strutture remunerative degli amministratori non sono necessariamente ancorate anche a *Key Performance Indicators* (KPIs) non finanziari, quali per esempio la *performance* dell'impresa in materia di sostenibilità⁴⁹.

Il Rapporto apporta così elementi utili ai fini del dibattito⁵⁰ sull'eventuale necessità di allungare i periodi di *vesting* e imporre legislativamente alle società il collegamento tra livelli di retribuzione del *board* e metriche non finanziarie⁵¹, quali per l'appunto il raggiungimento di obiettivi di sostenibilità (c.d. "*ESG-related remuneration*"). Con particolare riferimento a quest'ultimo profilo, come per le altre proposte, il Rapporto contiene un ventaglio di soluzioni dall'intensità variabile, partendo da opzioni di policy più *soft* – una campagna di sensibilizzazione della Commissione europea per incoraggiare le società a

⁴⁷ In argomento v. anche il par. 7.

⁴⁸ Rapporto, pp. 35-36.

⁴⁹ V. pp. 114 ss.

⁵⁰ Al quale hanno anche contribuito alcune iniziative spontaneamente intraprese da società di rilievo globale: si vedano, per esempio, i casi di Apple (M. SEGAL, *Apple Introduces ESG Modifier to Executive Compensation*, in *ESG Today*, 7 gennaio 2021, reperibile in internet all'indirizzo <https://www.esgtoday.com/apple-introduces-esg-modifier-to-executive-compensation/>), Volkswagen (C. RAUWALD, *Volkswagen to Link Top Executives' Bonuses to ESG Targets*, in *Bloomberg*, 20 dicembre 2020, reperibile in internet all'indirizzo <https://www.bloombergquint.com/business/volkswagen-plans-to-link-top-executives-bonuses-to-esg-targets>) e Deutsche Bank (REUTERS, *Deutsche Bank to link management pay to sustainability targets*, 8 dicembre 2020, reperibile in internet all'indirizzo <https://www.reuters.com/article/deutsche-bank-esg-change-suite-idUSKBN28108N>).

⁵¹ V. PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTMENTS, *Integrating ESG Issues Into Executive Pay*, 2016, reperibile in internet all'indirizzo <https://www.unpri.org/download?ac=1798>. In Germania già esiste un obbligo di collegare la retribuzione del *board* agli obiettivi di sviluppo sostenibile dell'impresa (cfr. §87 I 2 dell'*Aktiengesetz*) e lo stesso Codice di Corporate Governance italiano prevede che "la politica per la remunerazione degli amministratori, dei componenti dell'organo di controllo e del *top management* [debba essere] funzionale al perseguimento del successo sostenibile della società [...]" (v. art. 5, XV).

collegare la retribuzione degli amministratori alla creazione di valore sostenibile per l'impresa⁵² – ad altre più pervasive. Con riferimento a queste ultime, il Rapporto propone di andare oltre l'impostazione attuale della normativa europea che, com'è noto, si limita a richiedere che la politica di remunerazione contribuisca, tra l'altro, agli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società⁵³, per rendere l'utilizzo di metriche ESG legate agli obiettivi di sostenibilità dell'impresa obbligatorio in fase di *design* dei pacchetti di retribuzione degli amministratori⁵⁴.

Specie qualora si procedesse con queste opzioni più drastiche, non è però facile comprendere, nel silenzio sul punto del Rapporto, come la soluzione possa essere effettivamente implementata. Il primo problema sembra riguardare l'identificazione degli obiettivi non finanziari ai quali ancorare i livelli retributivi. Gli *stakeholders* sono molti e con diversi interessi: quali di questi dovrebbe rilevare ai fini della determinazione della retribuzione degli amministratori?

Un secondo problema attiene alla possibilità di quantificare le metriche ESG. Si pensi al concetto di *diversity*, sempre più frequentemente invocato con riferimento alla composizione degli organi amministrativi e di controllo. A quale concetto di diversità dovrebbe guardarsi? A quello di genere, di etnia, di *background*? E anche una volta definito questo profilo, come andrebbe quantificato l'impatto sulla retribuzione della *performance* effettiva (nell'esempio, il tasso di diversità) sulla metrica non finanziaria?

Anche a voler assumere che risulti possibile sia la chiara individuazione degli interessi da far rilevare ai fini retributivi, sia la quantificazione delle metriche non finanziarie, un ultimo profilo problematico attiene all'efficacia della soluzione. Gli schermi remunerativi (e non potrebbe essere altrimenti) non solo continuerebbero a prevedere la presenza di una sostanziosa componente fissa,

⁵² Rapporto, pp. 109 ss.

⁵³ Art. 9-*bis*, comma 6, direttiva 2007/36, come modificata dalla c.d. *Shareholder Rights Directive II* (direttiva (UE) 2017/828).

⁵⁴ Il Rapporto propone due approcci per raggiungere l'obiettivo: quello meno stringente richiederebbe una raccomandazione della Commissione europea, che non avrebbe effetti vincolanti. Quello più drastico comporterebbe invece una modifica della *Shareholder Rights Directive II* al fine d'introdurre un obbligo in tal senso. Cfr. pp. 114-122 Rapporto.

ma soltanto una parte della componente variabile della retribuzione sarebbe ancorata a metriche non finanziarie.

Ne inferisce che permarrebbero in capo al *board* incentivi a perseguire gli interessi degli azionisti anche a discapito di quelli degli *stakeholders*, se tutelare questi ultimi potesse avere effetti negativi sui primi: in fondo, è meglio perdere una parte della remunerazione che tutta, come succederebbe se gli amministratori non fossero rieletti dagli azionisti insoddisfatti della redditività del proprio investimento.

6. Il Rapporto e l'azione della Commissione. Innovazioni così radicali come molte di quelle proposte dal Rapporto richiedono un'attenta considerazione degli elementi strutturali e delle dinamiche che caratterizzano il mercato di ciascun Stato membro, in grado di alterare significato e significatività dei dati empirici⁵⁵.

Non appare pertanto condivisibile la scelta del Rapporto di una riproposizione sostanzialmente acritica sia delle fondamenta empiriche, sia delle soluzioni di *policy* emerse nel dibattito nord-americano con riguardo a società e mercato anche molto diversi da quelli europei. Del resto, anche negli USA dati e proposte non sono da tutti condivisi, con le seconde comunque ancora lontane da tradursi in interventi concreti.

È certo, però, che una sempre maggiore considerazione dei fattori ambientali e sociali nelle strategie e nella *governance* delle società non solo è auspicabile, ma sembra ormai inevitabile per una serie di ragioni, non ultima le convinzioni degli investitori con le conseguenti strategie dei gestori del risparmio⁵⁶.

⁵⁵ A seconda di come si inquadra il tema variano le misure da proporre, come osservano per es. M.J. ROE *et al.*, *Law and Business Professors' Submission to the EU on EY's "Study on directors' duties and sustainable corporate governance"*, reperibile al seguente indirizzo: https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/F594640_en.

⁵⁶ Secondo il 7° Osservatorio nazionale sullo stile di vita sostenibile 2021, scaricabile su www.lifegate.it, il 91% della popolazione privilegerebbe un investimento sostenibile a parità di rendimento con uno non sostenibile, il 63% anche se il rendimento fosse inferiore; tuttavia, solo il 37% degli intervistati conosce gli investimenti ESG e solo il 12% li ha già effettuati. Di una vera

Forse non è azzardato affermare che è già in atto un'evoluzione delle società con finalità lucrative verso un benigno *doppelgänger* della sostenibilità, con l'obiettivo lucrativo e quello sociale destinati prima o poi a fondersi in una concezione nuova dell'impresa⁵⁷ che dia vita a un quarto settore che abbinati profitto e benefici comuni, impresa pubblica e privata⁵⁸.

7. Diritto societario italiano, auto-disciplina e sostenibilità. Non è possibile sapere se e in che misura la Commissione europea condividerà analisi e proposte del Rapporto e dunque non si può nemmeno indicarne l'impatto sul diritto societario italiano. La Commissione sembra però decisa a contrastare lo *short-termism* e a integrare gli obiettivi di sostenibilità nella regolamentazione societaria europea, preferendo un intervento nell'area della *corporate governance* e in particolare dei doveri degli amministratori⁵⁹, come si è fatto in Gran Bretagna⁶⁰, piuttosto che in quella dello stesso scopo della società⁶¹, come

e propria svolta culturale parla M. LIBERTINI, *supra*, nt- 10, 334. Per un'analisi empirica sulle modalità con cui i grandi *asset managers* declinano le questioni ambientali e sociali nelle loro attività di *stewardship* in UE cfr. R. FELICETTI, *Institutional Investors' Non-Financial Reporting: Should the EU Regulatory Framework Be Updated?*, *Columbia Journal Of European Law*, 2022, 28 (in corso di pubblicazione).

⁵⁷ Peraltro, far crescere la torta e non mangiarne di più è quanto possono fare già oggi le imprese secondo A. EDMANS, *Grow the Pie: How Great Companies Deliver Both Purpose and Profit*, Cambridge University Press, 2020.

⁵⁸ V. G.D. MOSCO, *Scopo e oggetto nell'impresa sociale e nella società benefit*, in *AGE* 1/2018, 81 ss., spec. 92 ss.; e già in precedenza G.D. MOSCO, *L'impresa non speculativa*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 216 ss. Un obiettivo al quale può contribuire anche il recente Piano d'azione europeo per l'economia sociale presentato nel dicembre 2021 dalla Commissione europea e rinvenibile all'indirizzo

<https://ec.europa.eu/social/main.jsp?langId=en&catId=89&newsId=10117&furtherNews=yes#navItem-1>.

⁵⁹ Commissione europea, *Inception Impact Assessment*, cit. *supra*, nt 6, p. 3.

⁶⁰ V. più avanti nel testo e nella nt 70.

⁶¹ Anche la Risoluzione del Parlamento europeo del 10 marzo 2021 (*retro*, nt 2) va in questa direzione proponendo che siano imposti doveri di "dovuta diligenza" alle imprese – e dunque nelle società in particolare agli amministratori – per il rispetto dei diritti umani, dell'ambiente e di una buona *governance*. È stato osservato (da P. MARCHETTI, *Il bicchiere mezzo pieno*, in *Riv. soc.*, 2021, 336 ss., 348) che il rispetto dei fattori ESG sarebbe per ciò solo assunto nello scopo delle società, diverrebbe un a-priori, una "regola del gioco comune". Diversamente, prima della risoluzione del marzo 2021, v. per tutti U. TOMBARI, *Corporate Purpose e diritto societario: dalla "supremazia dell'interesse dei soci" alla libertà di scelta dello "scopo sociale"?*, in *Riv. soc.*, 2021, 1, 1 ss.

invece si è fatto di recente in Francia⁶², nonché soluzioni vincolanti per le società, o almeno per una parte di loro, rispetto a quelle di *soft law*⁶³.

In ogni caso, il nostro diritto delle società ha già specifiche regole sulla sostenibilità societaria⁶⁴, come riconosciuto anche dalla Commissione⁶⁵. Anzitutto, per via dell'impatto di vari provvedimenti dell'Unione, molti relativi alle società quotate, altri riguardanti quelle di grandi dimensioni. Ci si riferisce, in particolare, al recepimento delle direttive sull'informazione non societaria (d.lgs. n. 254/2016); sulle politiche di remunerazione degli amministratori, che devono contribuire al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società e illustrare le modalità con le quali lo fanno (art. 123-ter, co. 3-bis, d.lgs. n. 58/1998); sugli obblighi di informazione nel caso di OPA riguardanti "la valutazione degli effetti che l'eventuale successo dell'offerta avrà sugli interessi dell'impresa, nonché sull'occupazione e la localizzazione dei siti produttivi" (art. 103, co. 3-bis, d.lgs. n. 58/1998); sulla istituzione di un comitato aziendale o sull'obbligo di consultazione dei lavoratori (d.lgs. n. 113/2012). In via mediata, sulla politica di impegno degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi che include (andando comunicata) le modalità di monitoraggio delle società partecipate anche con riguardo ai risultati non finanziari e all'impatto sociale e ambientale (artt. 124-*quinquies* e *sexies* d.lgs. n. 58/1998)⁶⁶.

Inoltre, con riguardo a tutte le società, in ragione della legislazione sulle imprese sociali (d.lgs. n. 112/2017) e sulle società benefit (l. n. 208/2015, co. 376-384), che consentono alle società (in origine lucrative o mutualistiche) di abbinare, in modo molto diverso con riguardo alle une e alle altre⁶⁷, finalità di lucro e sociali.

⁶² È noto che in Francia la c.d. *Loi Pacte* ha modificato l'art. 1833 del codice civile francese, il quale ora prevede che la società sia gestita nell'interesse sociale e prendendo in considerazione anche le questioni sociali e ambientali ("*La société est gérée dans son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité.*").

⁶³ Commissione europea, *Inception Impact Assessment*, cit. *supra*, nt 6, p. 2. La necessità di interventi imperativi è sostenuta anche da una parte degli interpreti: v. per es. R. SACCHI, *La capacità propulsiva della s.p.a. quotate è andata esaurendosi*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2/2021, 581 ss.

⁶⁴ Lo ricorda ASSONIME, *Rapporto su Doveri degli amministratori e sostenibilità*, 2021, 10 ss.

⁶⁵ Commissione europea, *Inception Impact Assessment*, cit., *supra*, nt 6, ancora p. 2.

⁶⁶ Su quest'ultimo profilo cfr. anche FELICETTI, *supra*, nt 56.

⁶⁷ G.D. MOSCO, *Scopo e oggetto, retro*, nt 58, 81 ss.

E che (non possono come le altre società, ma) devono farsi carico di una “super” responsabilità sociale.

A quest’ultimo riguardo, le imprese sociali (diverse da cooperative sociali ed enti religiosi) devono adottare modalità di gestione responsabili e trasparenti e favorire il coinvolgimento di lavoratori, utenti e altri *stakeholders*. Il principio va attuato nello statuto e nel regolamento aziendale rispettando varie disposizioni del d.lgs. n. 112 che si spingono fino a prevedere vere e proprie forme di cogestione con riguardo ai lavoratori, lungo la stessa strada ora ventilata dalla proposta di direttiva sulla *due diligence*⁶⁸. Le società benefit devono più genericamente operare in modo responsabile, trasparente e sostenibile.

Infine, anche sul piano dell’autodisciplina si riscontrano regole significative sulla sostenibilità⁶⁹. Il Codice di *Corporate Governance* 2020 chiede infatti all’organo di amministrazione di guidare la società perseguendone il “successo sostenibile”, riecheggiando la notissima formula dello “sviluppo sostenibile” diffusa nel 1987 dal Rapporto Brundtland con il sostantivo mutato in “successo”, termine peraltro estraneo al nostro linguaggio societario e ripreso dall’art. 172 del *Companies Act* britannico modificato nel 2006⁷⁰. Nel complesso si vuole indicare un obiettivo che “si sostanzia nella creazione di valore a lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri *stakeholders* rilevanti per la società”, così riprendendo ancora l’art. 172 del *Companies Act*, ma diversamente da questo senza indicare nel dettaglio le categorie dei portatori di interesse da considerare.

Inoltre, per il Codice di autodisciplina il piano industriale che definisce gli obiettivi strategici dell’impresa e le azioni da compiere deve essere redatto “nell’ottica di promuovere il successo sostenibile della società”; la politica di remunerazione di amministratori, *top management* e sindaci deve essere a

⁶⁸ V. *retro*, nt 2. In argomento F. DENOZZA, *Incertezza, azione collettiva, esternalità, problemi distributivi: come si forma lo short-termism e come se ne può uscire con l’aiuto degli stakeholders*, in *Riv. soc.*, 2021, 297 ss.

⁶⁹ Ne lamenta la vaghezza riconoscendo loro un valore soprattutto “simbolico”, F. CUCCU, *La (in)sostenibilità del nuovo codice di Corporate governance*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, 2, 235 ss.

⁷⁰ V. l’art. 172 del *Companies Act* (“A director of a company must act in the way he considers, in good faith, would be most likely to promote the success of the company for the benefit of its members as a whole [...]”).

questo funzionale (art. 5, principio XV) e per gestori e vertici aziendali deve legare le componenti variabili a obiettivi di *performance* finalizzati a promuovere il successo sostenibile della società (art. 5, racc. 27, lett. c); il sistema di controllo interno e di gestione dei rischi deve “contribuire al successo sostenibile delle società” (art. 6, principio XVIII).

Non si tratta di indicazioni di agevole traduzione in regole di condotta (anzi tutto) per gli amministratori, fermo restando che un successo per essere sostenibile deve al tempo stesso (i) perseguire la creazione di valore per i soci in un orizzonte temporale di lungo periodo e (ii) “tener conto” degli interessi degli altri *stakeholders* rilevanti per la società⁷¹, con i quali occorre “dialogare” (art. 1, principio IV).

Se, intuitivamente, è soprattutto la locuzione “tener conto” a risultare di difficile interpretazione, come è testimoniato dal dibattito britannico sul punto⁷², non sembra esserci altra strada se non quella di lasciare alle stesse società il compito di chiarirne la portata⁷³.

Si può certamente pensare che il dovere di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato⁷⁴ già ricomprenda quello di considerare i fattori ESG e gli interessi di chi è toccato dall’attività della società; del resto, una parte di questi fattori va con sicurezza inclusa nel modello di organizzazione e gestione da adottare ai sensi del d.lgs. n. 231/2001, che gli assetti societari necessariamente integra.

L’adesione al *Codice di Corporate Governance* e alle sue previsioni sul successo sostenibile dà comunque forza a questo orientamento interpretativo: gli assetti devono essere curati, valutati e vigilati anche “in funzione” (secondo la

⁷¹ V. P. MONTALENTI, *Il nuovo Codice di Corporate Governance*, in *Riv. Corporate Governance*, 2021, 1, 30 ss.

⁷² V. per es. C. MAYER, *Prosperity. Better business makes the greater good*, Oxford, 2020, cit. anche da ASSONIME, cit., *supra*, nt 64, 54.

⁷³ Valutando, anzitutto, gli assetti statuari (v. per es. N. ABRIANI, *Successo sostenibile e regole statuarie: il ruolo del board nel Codice di Corporate Governance*, in *Riv. Corporate Governance*, 2021, 1, 7 ss.), senza peraltro che appaia indispensabile modificarli considerato quanto osservato di seguito nel testo e le stesse scelte del Codice di autodisciplina, che non lo richiedono.

⁷⁴ Sul quale v. G.D. MOSCO, S. LOPREIATO, *Doveri e responsabilità di amministratori e sindaci nelle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2019, 117 ss., spec. 133 ss., dove anche ulteriori riferimenti.

terminologia dell'art. 2086 c.c.) della sostenibilità, sia indicando la *governance* amministrativa, operativa e dei controlli relativa ai profili ESG, sia definendo le politiche e le procedure volte a individuare fattori e interessi rilevanti e a come “tener(ne) conto”⁷⁵. Dunque, anche se, in che limiti e con quali modalità (per esempio, di motivazione) una decisione di gestione può avere su di essi un impatto negativo qualora vi siano interessi – di altri *stakeholders* o degli stessi azionisti – che si considerano più importanti ai fini della decisione, senza che occorra in ogni caso effettuare un bilanciamento che salvaguardi tutti gli interessi rilevanti⁷⁶.

È, insomma, sul piano complessivo degli assetti, prima ancora di quello delle singole operazioni o del solo piano industriale (come indica il Codice 2020⁷⁷), che sembra necessario e possibile dare concretezza alle indicazioni di auto-disciplina, anche se non può che trovare applicazione la *business judgment rule* sia alla loro definizione⁷⁸ (anche sotto il profilo della sostenibilità), sia alle singole scelte gestionali⁷⁹.

Per quanto la Commissione appaia orientata diversamente, la strada dell'auto-regolamentazione – se non lasciata a mere indicazioni programmatiche – sembra al momento preferibile rispetto a quella di un intervento normativo vincolante, al di là del rafforzamento appena ricordato del *reporting* sociale, già solo per via della delicatezza dei temi e dell'ancora insufficiente analisi empirica e teorica, che ovviamente pesano di più nel caso di soluzioni imperative⁸⁰.

⁷⁵ Come del resto previsto nella sostanza, ponendo un obbligo informativo, dalla proposta di direttiva sul *Corporate Sustainability Reporting* (retro, nt 2). Per P. MONTALENTI, *supra*, nt 71, l'espressione “tenendo conto” “dovrà essere coordinata con le procedure di *assessment* interno, funzionali all'elaborazione della DNF”.

⁷⁶ Come accade invece nelle società benefit e, secondo le formulazioni più estreme della tesi, nella teoria dello *stakeholderism* (*supra*, par. 5.1).

⁷⁷ V. sul piano industriale e sostenibilità P. CUOMO, *Il consiglio di amministrazione e la gestione dell'impresa nel Codice di Corporate Governance*, in *Riv. soc.*, 2021, 75 ss.

⁷⁸ V. Trib. Roma, 8 aprile 2020, in *Le Società*, 2020, 1339 ss.

⁷⁹ La chiara e ben definita inclusione della sostenibilità negli assetti societari potrebbe consentire una più agevole e mirata azione individuale ex art. 2395 c.c. di uno o più *stakeholders* che siano stati direttamente danneggiati da atti colposi o dolosi degli amministratori assunti in violazione delle politiche e delle procedure adottate dalla stessa società, riducendo al tempo stesso i rischi indicati nel par. 5.1.1.

⁸⁰ Favorevole a soluzioni di *soft law* con riguardo al diritto societario è, per es., F. MÖSLEIN, *Sustainable Corporate Governance: A Way Forward*, *European Company Law Journal*, 2021, 18, 7 ss.

Forse, come da più parti è stato notato⁸¹, non è il diritto societario l'area più importante nella quale intervenire autoritativamente per salvaguardare l'ambiente, contrastare le crescenti diseguaglianze e farsi carico delle esigenze sociali, ma quella di soluzioni sistemiche a problemi sistemici.

In altre parole, l'Unione dovrebbe piuttosto assumersi la responsabilità di decisioni coraggiose che ostacolino le esternalità negative, specialmente ambientali⁸², rivedendo i tempi e integrando le proposte del *Green Deal*. Certo sono decisioni non prive di rischi e costi e dunque da ben valutare e sostenere adeguatamente. Si deve però essere consapevoli che questa è forse la sfida più grande che capitalismo e regolatori abbiano mai affrontato, considerato che ormai già si intravede quel confine estremo varcato il quale, per dirla con Amleto, nessun viaggiatore ritorna.

⁸¹ L.A. BEBCHUK, R. TALLARITA, *op. cit., supra*, nt 42, 168 ss. Si v. anche la risposta alla consultazione della Commissione europea della Copenhagen Business School, Center for Corporate Governance, p. 2 (disponibile online all'indirizzo https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/F584003_en); v. altresì F. MÖSLEIN, *op. cit.* nella nt 80.

⁸² Per fare un unico esempio, la c.d. *carbon tax*. Secondo il *Carbon Pricing Dashboard* della World Bank vi sono in tutto il mondo soltanto 35 casi di *carbon tax* già implementate. Queste iniziative riguardano 2.93 GtCO₂e (o il 5,4% delle emissioni globali di gas serra) per un totale di 27 giurisdizioni nazionali interessate. Si è quindi molto distanti dall'obiettivo di raggiungere una tassazione su larga scala delle emissioni di gas inquinanti.