

6/2021

Note e Studi

Doveri degli amministratori e sostenibilità

Rapporto Assonime

18 marzo 2021

Questo documento è stato elaborato dal gruppo di lavoro 'Doveri degli amministratori e sostenibilità', istituito nell'ambito della Giunta di Assonime, come contributo agli organi direttivi per l'elaborazione di una posizione di Assonime in materia. Il gruppo di lavoro è stato coordinato da Patrizia Grieco.

Hanno contribuito ai lavori le seguenti imprese: A2a Spa, Acea Spa, Allianz Spa, Arpinge Spa, Assicurazioni Generali Spa, Astaldi Spa, Atlantia Spa, Banca del Monte dei Paschi di Siena Spa, Banca Sella Holding Spa, Barclays Spa, Monte Titoli Spa, Buzzi Unicem Spa, Cassa Depositi e Prestiti Spa, Cementir Holding NV, Conafi Spa, Davide Campari Spa, Enel Spa, Eni Spa, Elica Spa, Esso Italiana Srl, Exor NV, Falck Renewables Spa, Fimita Srl, Fondazione Fiera Milano, Igd Siiq Spa, Intesa San Paolo Spa, Italmobiliare Spa, Italiaonline Spa, Leonardo Spa, Lunedes Spa, Lvmh Italia Spa, Nestle' Italiana Spa, Open Fiber Spa, Permasteelisa Spa, Pirelli & C. Spa, Poste Italiane Spa, Salvatore Ferragamo Spa, Save Spa, Scm Group, Sol Spa, Stella Spa, Tenova Spa, Terna Spa, Unicredit Spa, Unione Banche Italiane Spa, Unipol Gruppo Spa, Vodafone Italia Spa.

Il gruppo si è avvalso della collaborazione di esperti (Proff. Guido Ferrarini, Salvatore Providenti, Mario Stella Richter, Umberto Tombari, Andrea Zoppini), si è confrontato con rappresentanti della società civile (Prof. Enrico Giovannini, Portavoce Asvis), ha dialogato con la Commissione europea (Dott.ssa Lucrezia Busa, staff del Commissario Didier Reynders - DG Justice), ha discusso una versione preliminare del Rapporto con il Prof. Piergaetano Marchetti che ha fornito preziosi suggerimenti.

INDICE

<i>Executive Summary</i>	i
<i>Introduzione</i>	1
PARTE I	
1. L'evoluzione del quadro giuridico in materia di sostenibilità	3
1.1 La prospettiva internazionale	3
1.2 L'evoluzione del quadro europeo	5
1.3 Lo stato dell'arte nell'ordinamento italiano	10
1.4 Le recenti evoluzioni di alcuni ordinamenti europei	15
2. La sostenibilità ambientale e sociale nella prassi delle imprese italiane	17
2.1 La sostenibilità nelle strategie e nelle politiche di remunerazione	18
2.2 L'introduzione del successo sostenibile negli statuti sociali	21
2.3 L'impatto della sostenibilità sul mercato del controllo societario (Opa)	23
3. Le prospettive di riforma per un modello europeo	26
3.1 L'inclusione dei profili socio-ambientali nel diritto societario	28
3.2 La responsabilità degli amministratori e modello di <i>enforcement</i>	31
3.3 Le ulteriori proposte di intervento normativo in materia di sostenibilità	33
4. Conclusioni	36

PARTE II – SCHEDE DI APPROFONDIMENTO

Scheda I - La disciplina europea sulle informazioni non finanziarie e sulle politiche di remunerazione	41
Scheda II - Il Piano d'azione della Commissione europea per la finanza sostenibile (Azione 1, Azione 7 e Azione 9)	45
Scheda III - Il nuovo Codice italiano di Corporate Governance	47
Scheda IV - L'evoluzione dei doveri degli amministratori nel Regno Unito	54
Scheda V - L'evoluzione dello scopo sociale in Francia	63
Scheda VI - L'evoluzione del modello 'stakeholder-oriented' in Olanda	67
Scheda VII - La sostenibilità nelle strategie e nelle politiche di remunerazione	74
Scheda VIII - L'introduzione del successo sostenibile negli statuti sociali	85
Scheda IX - L'impatto della sostenibilità sul mercato del controllo societario (Opa)	90

Executive Summary

L'attenzione del mercato e dei legislatori verso la sostenibilità dell'attività d'impresa sta crescendo rapidamente e il tema dello sviluppo sostenibile è al centro dell'agenda delle istituzioni internazionali.

L'emergere di forti criticità ambientali e sociali, di natura globale e dalla forte dinamica evolutiva, spinge le imprese ad assumere una maggiore responsabilità nella riduzione degli impatti negativi della loro attività sul contesto ambientale e sociale, ma anche nell'apportare un contributo positivo al suo miglioramento.

Per le imprese europee, la Direttiva sull'informazione non finanziaria (2014/95/UE) ha rappresentato una svolta storica in questa direzione: con gli obblighi informativi sulle politiche di gestione dei rischi ambientali e sociali, la sostenibilità è diventata di fatto una componente strutturale delle strategie aziendali e parte integrante delle responsabilità degli amministratori. Nella stessa direzione si è mossa la Direttiva sui diritti degli azionisti (2017/828/UE), che richiede alle società di definire politiche di remunerazione che contribuiscano agli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società. La considerazione di interessi ulteriori rispetto a quelli degli azionisti è peraltro già da tempo richiesta dalla disciplina europea sull'Opa (2004/25/CE) in occasione di cambiamenti del controllo: alcuni casi recenti mostrano l'importanza che la sostenibilità può assumere nel determinare l'esito di tali operazioni e lo stesso funzionamento del mercato del controllo societario.

La Commissione europea ha annunciato ulteriori iniziative volte a incidere direttamente sui doveri degli amministratori, attraverso norme che chiariscano gli obblighi di agire nell'interesse a lungo termine dell'impresa e di tenere conto degli interessi diffusi. In tale direzione si sono già mossi anche i *policy maker* di alcuni paesi europei.

L'attuale ordinamento societario italiano non prevede un'esplicita considerazione nella gestione sociale degli interessi di soggetti diversi dagli azionisti. Tuttavia, il quadro normativo non appare incoerente con un'evoluzione della funzione di impresa verso la sostenibilità, che trova anzi fondamento nel principio costituzionale che coniuga la libertà d'impresa con l'utilità sociale (art. 41 Cost.). I nuovi istituti dell'ordinamento chiaramente improntati alla sostenibilità anche ambientale e sociale dell'impresa (dichiarazioni non finanziarie, politiche sulle remunerazioni, disciplina delle società *benefit*) sono stati rafforzati dall'autodisciplina delle società quotate. L'autodisciplina ha infatti progressivamente arricchito questo orientamento, fino all'introduzione, nel nuovo Codice di Corporate Governance del 2020, del successo sostenibile quale obiettivo che guida l'azione dell'organo di amministrazione al fine di creare valore nel lungo termine per gli

azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri *stakeholder* rilevanti per la società. La sostanziale apertura del quadro normativo italiano verso questi temi è testimoniata dal fatto che alcune società quotate hanno recepito i principi del successo sostenibile nel proprio statuto sociale.

Coerentemente con questo quadro, l'analisi condotta nel rapporto evidenzia come le grandi società quotate italiane stiano sviluppando una crescente attenzione ai rischi ambientali e sociali. Questa evoluzione, peraltro allineata anche con le grandi imprese quotate in Francia e nel Regno Unito, contribuisce a responsabilizzare i consigli di amministrazione che stanno progressivamente integrando i fattori ambientali e sociali anche nelle proprie strategie di crescita e di profittabilità dell'impresa nel lungo termine, con un impatto anche sui contenuti delle politiche di remunerazione degli amministratori.

Si può quindi ritenere che in Italia la disciplina societaria sostanziale, che risulta dalla combinazione delle norme con l'autodisciplina, si sia già progressivamente modificata, per le categorie delle società coinvolte, consentendo e in alcuni casi incoraggiando l'evoluzione verso la sostenibilità.

Il Rapporto della Giunta Assonime

Alla luce di questo contesto, si pone la questione di valutare se e come consolidare l'evoluzione in atto nel quadro normativo dei doveri fiduciari degli amministratori, al fine di supportare la transizione culturale delle imprese italiane e fornire una base solida agli amministratori nella gestione della società e nell'assunzione delle strategie sulla sostenibilità.

In particolare, i principali "nodi da sciogliere" riguardano: (i) la scelta della dimensione, nazionale o europea, dell'intervento riformatore; (ii) il suo grado di vincolatività, potendosi immaginare diverse combinazioni di *hard* e *soft law*; (iii) l'oggetto dell'intervento, se debba riguardare lo scopo dell'impresa o i doveri fiduciari degli amministratori; (iv) l'ambito di applicazione soggettiva, considerato che l'evoluzione ha finora coinvolto principalmente le grandi società quotate; (v) il modello di *enforcement* applicabile.

Per affrontare questi temi, sono stati esaminati tre aspetti determinanti:

1. l'evoluzione normativa internazionale, europea e dei principali ordinamenti nazionali europei al fine di delineare le linee di tendenza che il tema della sostenibilità sta assumendo;
2. l'esperienza pratica delle maggiori imprese italiane nell'implementare i profili di sostenibilità nella propria attività;

3. gli strumenti di *policy* con cui fornire un adeguato sostegno giuridico agli amministratori nel perseguire l'interesse a lungo termine dell'impresa e tener conto anche degli interessi degli *stakeholders* rilevanti.

Le linee guida per un modello europeo d'impresa sostenibile

Alla luce della ricognizione normativa e delle prassi delle imprese, sono state individuate alcune linee guida per la definizione di un quadro normativo coerente con l'obiettivo di favorire e sostenere l'evoluzione verso una gestione sostenibile dell'impresa.

• *Opzione per una soluzione europea*

Sui temi di sostenibilità le imprese si confrontano con le aspettative degli investitori e della società civile di natura prevalentemente globale, che spingono verso modelli di informazione e di comportamento il più possibile omogenei e rendono poco efficaci iniziative di natura meramente nazionale.

Le istituzioni europee hanno assunto un forte impegno nel guidare il processo di standardizzazione e nel definire un modello comune d'impresa aperta alla sostenibilità: tasselli importanti sono stati già posti, ma il quadro complessivo delle regole è ancora in corso di evoluzione, sia per il loro possibile contenuto sostanziale che per il loro campo di applicazione.

In questo quadro si ritiene opportuno promuovere un'adeguata partecipazione del sistema italiano alle iniziative in atto a livello europeo, con lo scopo di contribuire alla costruzione di un modello comune d'impresa sostenibile, attraverso misure graduali e proporzionate.

I principi di fondo che dovrebbero ispirare il contributo del sistema italiano sono:

- opportunità di un approccio non meramente conservativo, considerata la rilevanza delle pressioni politiche ed economiche in ambito europeo ed internazionale e l'evoluzione in atto negli altri paesi;
- favorire il consolidamento di un contesto normativo in cui l'evoluzione verso la sostenibilità trovi riscontro in un quadro coerente di principi sui doveri degli amministratori;
- salvaguardare, nel mutato contesto economico e normativo, l'attuale sistema di attribuzione delle responsabilità e di *enforcement*.

• *Interventi di soft law per stimolare l'evoluzione in atto*

L'intervento europeo dovrebbe favorire un'armonizzazione graduale dei sistemi nazionali attraverso strumenti di *soft law*. Questo obiettivo potrebbe essere raggiunto con

l’emanazione di una Raccomandazione europea, richiedendo agli Stati Membri di adottare negli ordinamenti nazionali una definizione comune dei doveri fiduciari degli amministratori e coerente con l’evoluzione verso la sostenibilità. Questo intervento consentirebbe un’armonizzazione dei principi di fondo – peraltro già avanzata nel contesto autodisciplinare dei principali ordinamenti europei – lasciando al contempo adeguata flessibilità nella loro applicazione a livello nazionale, in considerazione delle specificità dei diversi modelli di disciplina societaria.

- ***Doveri e responsabilità degli amministratori***

Il modello di impresa europeo cui tende la nuova definizione dei doveri fiduciari degli amministratori dovrebbe affermare la centralità della creazione di valore nel lungo termine, da perseguire tenendo conto degli interessi degli *stakeholder* coinvolti in misura rilevante nell’attività di impresa.

Il processo di armonizzazione dovrebbe concentrarsi prevalentemente sulle regole di comportamento degli amministratori, chiamati a tener conto anche dell’impatto esterno socio-ambientale dell’attività d’impresa, sulla base di un criterio di materialità. In quest’ottica gli amministratori dovrebbero procedere non già a un bilanciamento bensì a una ponderazione discrezionale tra i vari interessi coinvolti nella decisione, dove i doveri di diligenza si misurano nell’adeguatezza del processo decisionale seguito.

L’ampliamento dei doveri di comportamento degli amministratori dovrebbe realizzarsi nell’ambito di un quadro di responsabilità equilibrato e coerente con l’attuale sistema societario, in cui le scelte degli amministratori sono sindacabili solo nei limiti dalla *Business Judgment Rule*. Posto che la ponderazione degli interessi costituisce una responsabilità tipicamente gestoria degli amministratori, la valutazione della responsabilità degli amministratori non dovrebbe riguardare il merito delle loro scelte, bensì l’adeguatezza del processo attraverso il quale gli amministratori hanno assunto la decisione.

- ***Ambito di applicazione dei doveri sulla sostenibilità***

L’ambito di applicazione di questo intervento potrebbe essere limitato alle società di grandi dimensioni – indipendentemente dallo status di società quotata e dal settore di appartenenza – sia per ragioni di efficacia, in quanto queste imprese possono influire in misura più significativa sull’ecosistema in cui operano, sia per motivi di proporzionalità, considerata la rilevanza degli oneri organizzativi e procedurali connessi alle modifiche delineate, che sarebbero difficilmente sostenibili per le imprese di minori dimensioni.

- ***Dovere di diligenza nelle catene di fornitura***

I doveri fiduciari degli amministratori, così ridefiniti, potrebbero trovare applicazione anche con riferimento alla tutela ambientale e dei diritti umani nelle catene di fornitura. In questo ambito potrebbero essere previste misure proporzionate al potere contrattuale della società nei confronti dei soggetti coinvolti nella catena di fornitura, concentrandosi sui rapporti nei quali la società può esercitare un'efficace azione di prevenzione dei rischi ambientali e sociali, evitando comunque forme improprie di responsabilità oggettiva in capo alla società che utilizza il prodotto/servizio del fornitore.

- ***Enforcement riservato agli strumenti societari***

La nuova definizione dei doveri fiduciari degli amministratori non dovrebbe pregiudicare l'attuale sistema di *enforcement* incentrato sul ruolo dei soci e sul loro rapporto con gli amministratori. Poiché gli amministratori, anche in un contesto in cui essi debbano considerare i profili socio/ambientali, agiscono comunque pur sempre nell'esclusivo interesse dei soci, è da ritenere che soltanto questi ultimi possano risultare titolari di azioni dirette verso amministratori. I soci potranno includere tali profili, compresa l'inadeguata considerazione degli interessi degli altri *stakeholder* rilevanti, nell'apprezzamento di eventuali violazioni dei doveri fiduciari, sempre nel rispetto del principio della *Business Judgment Rule*.

- ***Ulteriori proposte di intervento europeo***

Nell'ambito delle ultime occasioni di consultazione pubblica, la Commissione europea ha indicato ulteriori iniziative legislative, considerate funzionali all'effettiva attuazione dei principi di sostenibilità da parte delle società. Tali proposte prevedono (i) l'introduzione di vincoli alle politiche di remunerazione per ridurre il loro supposto eccessivo sbilanciamento su obiettivi finanziari di breve-termine (ii) l'introduzione di requisiti di professionalità in materia di sostenibilità nella composizione dell'organo di amministrazione, (iii) limiti alla distribuzione di dividendi o all'acquisto di azioni proprie. Si tratta di proposte non giustificate poiché riguardano fenomeni già coperti da adeguati obblighi informativi e procedurali, oltre che da pregnanti raccomandazioni dell'autodisciplina, e per i quali non sono stati dimostrati fenomeni di "fallimento" del mercato tali da giustificare una compressione della libertà organizzativa e gestionale delle società. Inoltre, un approccio legislativo rigido e formalistico su questi aspetti appare incompatibile con la visione, condivisa nel presente Rapporto, di puntare sull'evoluzione sostanziale dei doveri fiduciari degli amministratori, nell'ambito di un graduale adeguamento delle strategie di impresa verso gli obiettivi di sostenibilità.

Il Rapporto è arricchito da alcune schede di approfondimento.

Introduzione

L'attenzione del mercato e dei legislatori verso la sostenibilità dell'attività d'impresa sta crescendo rapidamente e il tema dello sviluppo sostenibile è al centro dell'agenda delle istituzioni internazionali.

Questo orientamento spinge verso un ripensamento della tradizionale impostazione dell'ordinamento giuridico – europeo e dei singoli Stati membri – che demanda la materia dei conflitti tra gli interessi dei soci e quelli degli altri *stakeholder* a norme di carattere pubblicistico, deputate a tracciare dall'esterno i vincoli all'attività d'impresa e a segnalare il perimetro delle tutele che rilevano. L'emergere di criticità ambientali e sociali, di natura globale e dalla forte dinamica evolutiva, che non appaiono affrontabili con i soli strumenti sanzionatori, circoscritti dai confini generalmente nazionali della loro validità e dai limiti dell'*enforcement*, ha messo in crisi tale impostazione.

Ne deriva l'esigenza che l'attività di indirizzo e controllo dei poteri pubblici sia integrata da una maggiore responsabilizzazione delle imprese nella riduzione dei possibili impatti negativi della loro attività sul contesto ambientale e sociale, e anche in termini di contributo positivo al suo miglioramento.

Questi mutamenti, da un lato, hanno spinto le società a sviluppare nella prassi, anche al di là delle definizioni normative e delle previsioni statutarie, una definizione più ampia dello "scopo" dell'impresa e a praticare strategie coerenti con questo scopo, dall'altro, hanno rivitalizzato il dibattito sulla definizione dell'interesse sociale nel quadro normativo. Per questa via si giunge anche a ritenere che la protezione di interessi diversi da quelli dei soci realizzata attraverso le regole societarie possa costituire una strada per risolvere i limiti delle norme pubblicistiche, assicurando un'evoluzione dell'impresa verso comportamenti virtuosi.

Per le imprese europee, la Direttiva sull'informazione non finanziaria, entrata in vigore nel 2018, ha rappresentato una svolta storica in questa direzione: gli obblighi informativi imposti riguardo alla gestione dei rischi ambientali e sociali legati all'attività dell'impresa hanno creato di fatto una forte responsabilizzazione degli amministratori nel considerare i temi di sostenibilità come componente strutturale delle strategie aziendali. Si realizza per questa via un'estensione degli interessi di cui gli amministratori devono tener conto e un possibile ampliamento dei loro doveri fiduciari. Nella stessa direzione si è mossa la Direttiva sui diritti degli azionisti, che richiede alle società di definire politiche di remunerazione che contribuiscano agli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società.

La Commissione europea ha annunciato ulteriori iniziative normative volte a incidere direttamente sui doveri degli amministratori, attraverso norme che chiariscano gli obblighi di agire nell'interesse a lungo termine dell'impresa e di tenere conto degli interessi diffusi.

In tale direzione si sono già mossi i *policy maker* di alcuni paesi europei, in particolare il Regno Unito e la Francia, che hanno introdotto nel diritto societario norme volte a estendere il perimetro degli interessi di cui devono tener conto gli amministratori nella gestione.

L'attuale ordinamento societario italiano non prevede un'esplicita considerazione di carattere generale degli interessi di soggetti diversi dagli azionisti. Vero è però che tanto la disciplina sulla responsabilità amministrativa delle persone giuridiche quanto la disciplina sulla società *benefit* hanno anticipato forme di responsabilizzazione dell'impresa verso interessi più ampi di quelli strettamente attinenti ai soci. Anche l'obbligo di pubblicare la dichiarazione non finanziaria ha imposto alle imprese una più estesa riflessione sull'impatto, anche ambientale e sociale, delle proprie attività e sulla gestione di tali aspetti. Infine, più recentemente, l'obiettivo del successo sostenibile introdotto dal nuovo Codice di Corporate Governance supporta le società quotate verso la realizzazione di un modello di impresa proiettato alla creazione di valore per gli azionisti nel lungo termine, tenendo conto degli interessi degli altri *stakeholder* rilevanti.

L'evoluzione del contesto impone una riflessione sull'opportunità di un intervento normativo, sia in ambito nazionale sia dell'Unione europea, che definisca il quadro dei doveri fiduciari degli amministratori al fine di sostenere le imprese italiane nella transizione culturale, strategica e operativa richiesta dall'accelerazione delle pressioni verso una gestione sostenibile.

Il presente documento intende dar conto, in primo luogo, dell'evoluzione normativa internazionale, europea e dei principali ordinamenti nazionali europei al fine di delineare le linee di tendenza che il tema della sostenibilità sta assumendo. Un secondo punto di osservazione è costituito dall'analisi empirica del percorso che le maggiori imprese italiane hanno intrapreso nell'implementare nella propria attività i profili di sostenibilità già presenti nell'ordinamento.

Alla luce di questa duplice ricognizione, si prospettano le possibili modifiche normative che potrebbero fornire un più solido sostegno giuridico agli amministratori nel perseguire l'interesse a lungo termine dell'impresa, tenendo conto della sostenibilità della sua attività e degli interessi degli *stakeholder* rilevanti.

1. L'evoluzione del quadro giuridico in materia di sostenibilità

1.1 La prospettiva internazionale

A partire dal Global Compact dell'anno 2000, iniziativa delle Nazioni Unite nata per incoraggiare le aziende di tutto il mondo a adottare politiche sostenibili e rendere pubblici i risultati delle azioni intraprese, il tema dello sviluppo sostenibile è al centro dell'agenda delle istituzioni internazionali. La società civile e le imprese sono chiamate a svolgere un ruolo attivo, accanto agli Stati, nella promozione di uno sviluppo sostenibile, inteso in un'accezione ampia che comprenda l'ambiente, i cambiamenti climatici, i diritti umani, la dimensione sociale, i diritti dei lavoratori, la lotta alla corruzione.

In questa prospettiva, si possono individuare quattro iniziative chiave adottate negli ultimi anni e che, seppur non vincolanti, hanno avuto un impatto significativo sull'organizzazione e sui comportamenti delle imprese.

Nel 2011 il Consiglio dei Diritti Umani delle Nazioni Unite ha adottato i Principi Guida su Impresa e Diritti Umani (GP), che costituiscono lo strumento operativo del "Quadro ONU Proteggere, Rispettare e Rimediare" per le Imprese e i Diritti Umani. Il documento definisce un insieme di regole di comportamento in materia di diritti umani, sia per le imprese sia per gli Stati che hanno il compito di controllarle, e risponde alla necessità di colmare il vuoto normativo esistente a livello internazionale riguardo ai potenziali impatti negativi dell'attività imprenditoriale sulla protezione dei diritti dell'uomo. Le Nazioni Unite hanno pubblicato, nel 2012, una Guida Interpretativa per supportare le imprese a rispettare i Principi Guida.

Nello stesso anno, gli Stati Membri dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE), insieme agli Stati che non sono Membri ma aderiscono alla Dichiarazione OCSE sugli investimenti internazionali e le imprese multinazionali, hanno aggiornato le "Linee Guida OCSE per le Imprese Multinazionali", introducendo un nuovo capitolo sui diritti umani (il Capitolo IV) con specifico riferimento al documento delle Nazioni Unite. L'OCSE ha pubblicato, nel 2018, una Guida sul dovere di diligenza (*due diligence*) per la condotta d'impresa responsabile per offrire alle imprese un supporto pratico per l'implementazione delle Linee guida OCSE destinate alle imprese multinazionali, attraverso una dettagliata illustrazione delle raccomandazioni sul dovere di diligenza e le relative disposizioni.

Nel 2015, le Nazioni Unite hanno definito l'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile, un programma di azione per le persone, il pianeta e la prosperità, sottoscritto dai governi dei 193 Paesi membri dell'ONU che ingloba 17 Obiettivi per lo Sviluppo Sostenibile – cd.

Sustainable Development Goals, SDGs – in un grande programma d'azione per un totale di 169 'target' o traguardi.

Nello stesso anno 2015, l'Accordo di Parigi, concluso tra gli Stati membri della Convenzione quadro delle Nazioni Unite sul clima del 1992, ha tentato di dare una risposta globale, efficace e progressiva alla minaccia dei cambiamenti climatici. Con questa finalità, gli Stati partecipanti hanno individuato alcuni obiettivi fondamentali di mitigazione e adattamento ai cambiamenti climatici e, negli ultimi anni, si è registrato un incremento significativo di legislazioni nazionali e regionali, e più in generale di policy che informano le attività degli Stati, che affrontano il tema del cambiamento climatico, e che hanno creato nuovi obblighi anche agli operatori del mercato. Inoltre, le stesse imprese hanno spesso assunto volontariamente l'impegno di allinearsi con gli obiettivi dell'Accordo di Parigi.

Dall'insieme di queste iniziative e dagli standard da essi declinati, in particolare dalla Guida delle Nazioni Unite del 2012 e da quella dell'OCSE del 2018, emerge un quadro di riferimento nuovo e pervasivo per le imprese. Gli strumenti citati non si limitano infatti ad enunciare principi e standard astratti, ma suggeriscono specifici comportamenti, anche organizzativi, per le imprese.

Così, ad esempio, secondo la Guida delle Nazioni Unite del 2012, l'impegno a non violare i diritti umani (o a mitigare gli eventuali impatti negativi della propria attività) e a condurre in modo responsabile l'attività di impresa deve essere declinato in politiche aziendali adottate dai vertici della società e adeguatamente comunicate all'esterno. Tali politiche devono essere condivise internamente ed esternamente alla società e devono essere integrate nei sistemi di gestione, coinvolgendo le strutture e le funzioni più idonee, predisponendo adeguate procedure per l'identificazione e la prevenzione di eventuali effetti negativi dell'attività di impresa nei sistemi di gestione, adottando strumenti e misure per porre fine, mitigare o correggere eventuali effetti negativi e implementando processi per il monitoraggio dello svolgimento di queste attività.

Anche la Guida dell'OCSE del 2018 fornisce puntuali raccomandazioni alle imprese per attuare il dovere di diligenza per la condotta responsabile dell'impresa (RBC) e indica azioni pratiche per integrare tale condotta nell'ambito delle politiche e dei sistemi di gestione dell'impresa. Si raccomanda così di esaminare e aggiornare le politiche imprenditoriali esistenti nelle tematiche RBC (ad es. occupazione, diritti umani, ambiente, divulgazione di informazioni, tutela dei consumatori, governo societario, lotta alla corruzione e alla concussione) per allinearle ai principi e agli standard delle Linee guida OCSE destinate alle imprese multinazionali e di mettere a punto politiche imprenditoriali specifiche sui rischi più significativi per la singola impresa; si raccomanda

altresì di mettere a disposizione del pubblico le politiche dell'impresa per le tematiche RBC, ad es. sul sito web dell'impresa. Le aspettative e le politiche imprenditoriali sulla RBC dovrebbero inoltre essere integrate anche nelle collaborazioni con fornitori e altre relazioni commerciali. La vigilanza e la responsabilità sul dovere di vigilanza sulle tematiche RBC dovrebbero essere affidate ai vertici aziendali e al consiglio d'amministrazione; ai vertici aziendali dovrebbe essere anche affidata la responsabilità di garantire che le attività che causano o contribuiscono impatti negativi cessino e di prevenire le attività che potrebbero in futuro causare tali impatti negativi o contribuirvi.

Per garantire l'effettività di questi principi e standard verso una piena responsabilizzazione delle imprese, sia la Guida delle Nazioni Unite che quella dell'OCSE segnalano il ruolo importante degli strumenti di *enforcement*.

1.2 L'evoluzione del quadro europeo

La considerazione dell'Unione europea verso la sostenibilità dell'attività d'impresa sta crescendo rapidamente e incisivamente in quest'ultimo decennio, con una forte accelerazione in seguito all'adozione della Direttiva sulle informazioni non finanziarie, che ha imposto alle grandi imprese europee un obbligo di rendicontazione rispetto all'impatto ambientale e sociale della loro attività.

È interessante richiamare anche un più datato intervento europeo, che risale all'adozione della Direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto nel 2004. In quel contesto, di poco successivo al sopra ricordato Global Compact delle Nazioni Unite, il legislatore europeo aveva imposto una più ampia considerazione degli interessi della società *target*, estendendoli anche all'impatto dell'offerta sull'occupazione e sulla localizzazione dei siti produttivi della società. La disciplina dell'Opa assume, dunque, un rilievo interessante proprio alla luce dell'attuale dibattito sui profili di sostenibilità dell'impresa, che potrebbero incidere, anche significativamente, sulla contendibilità delle società quotate.

A distanza di diversi anni dalla disciplina Opa, la Commissione europea ha avviato un'intensa produzione normativa volta più direttamente a sensibilizzare le imprese europee rispetto alla loro responsabilità ambientale e sociale.

Si ripercorrono brevemente, qui di seguito, gli interventi che hanno un impatto crescente anche sui contenuti dei doveri fiduciari degli amministratori.

La Direttiva sulle informazioni non finanziarie

Una prima estensione degli interessi di cui gli amministratori devono tener conto e un possibile ampliamento del perimetro dei loro doveri fiduciari derivano dalla Direttiva

sull'informazione non finanziaria¹. Gli obblighi informativi imposti con riguardo alla gestione dei rischi ambientali e sociali legati all'attività dell'impresa comportano la necessità per gli amministratori di considerare i temi di sostenibilità come componente strutturale delle strategie aziendali, sia sotto il profilo delle opportunità di crescita, che nel contesto della gestione dei rischi.

L'effetto di questo obbligo informativo, opportunamente graduato attraverso il principio della 'materialità' dei fattori ambientali e sociali e reso flessibile dall'introduzione del principio del '*comply or explain*', ha contribuito significativamente alla responsabilizzazione dei consigli di amministrazione sull'adeguata considerazione di tali fattori².

La revisione della Direttiva sui diritti degli azionisti

Nella stessa direzione si è mossa la revisione della Direttiva sui diritti degli azionisti. Nell'ottica di rafforzare il perseguimento degli obiettivi di lungo termine, sia dal lato degli investitori sia dal lato degli emittenti, la Direttiva collega la prospettiva di lungo termine con il concetto di sostenibilità, anche ambientale e sociale dell'impresa³.

Per quanto riguarda le società quotate, questa impostazione si riflette soprattutto nella nuova disciplina delle politiche per la remunerazione degli amministratori, dove il legislatore europeo ha definito le linee guida che dovrebbero orientare le società nella definizione delle politiche retributive degli amministratori volte a "*contribuire alla strategia aziendale, agli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società*".

In tal senso, la Direttiva ha (i) delineato gli obiettivi cui dovrebbe essere legata la politica di remunerazione, (ii) disciplinato l'informazione che le società dovrebbero fornire sull'effettiva erogazione dei compensi agli amministratori e (iii) rafforzato i diritti di *voice* degli azionisti, sia sulla politica sia sul rapporto sulla remunerazione. La Direttiva ha inoltre imposto alle società quotate di rendere nota la variazione annuale degli amministratori rispetto alla *performance* della società e alla retribuzione dei suoi dipendenti.

Il Piano d'Azione per la finanza sostenibile

I principali impegni in materia di sostenibilità assunti dalla Commissione europea nascono però con il Piano d'Azione per la finanza sostenibile del 2018, che rientra tra le misure disposte nell'ambito dell'Unione dei mercati dei capitali per sostenere il ruolo della

¹ Direttiva 2014/95/UE. Per i contenuti della Direttiva si veda la **scheda di approfondimento I**.

² Si veda l'approfondimento nel paragrafo 2.1 del presente Rapporto.

³ Direttiva 2017/828/UE, art. 9-bis, comma 6. Per i contenuti della Direttiva si veda la **scheda di approfondimento I**.

finanza nella realizzazione di un'economia efficiente e che consegua anche obiettivi ambientali e sociali.

Con il Piano d'Azione vengono individuate dieci aree di intervento volte a orientare i capitali verso investimenti sostenibili, a gestire i rischi finanziari indotti dai cambiamenti climatici e da altri problemi ambientali e sociali e a promuovere la trasparenza e una visione di lungo termine nelle attività finanziarie ed economiche. Gli orientamenti sulla promozione di un governo societario sostenibile sono contenuti nell'area di intervento numero 10 e sono diretti ad attenuare la visione a breve termine nei mercati di capitali, andando ad incidere sui doveri di comportamento degli amministratori⁴.

In questi ultimi due anni la Commissione ha svolto un lavoro di analisi e di consultazione presso tutte le parti interessate per valutare la necessità di imporre ai consigli di amministrazione l'elaborazione di una strategia in materia di sostenibilità, compresa una *due diligence* lungo la catena di approvvigionamento, e il perseguimento di obiettivi di sostenibilità misurabili, nonché l'opportunità di prevedere norme che impongano agli amministratori di agire nell'interesse a lungo termine dell'impresa.

Su questi temi, la Commissione europea ha commissionato due studi a Ernst & Young: il Rapporto sullo stato dell'arte delle politiche di *due diligence* nella catena di fornitura, pubblicato nel febbraio del 2020⁵, e il Rapporto sullo *short termism* delle società europee e gli eventuali correttivi da attuare in materia di *corporate governance*, pubblicato a luglio 2020⁶.

Questo secondo studio, dedicato ai doveri fiduciari degli amministratori, è stato oggetto di significative critiche, sia per la metodologia utilizzata sia per le conclusioni di *policy* delineate⁷. I risultati dello studio sono inficiati da una notevole opacità nella definizione del perimetro di analisi⁸ e traggono conclusioni non pienamente sostenute da evidenze sulla propensione delle imprese europee a privilegiare risultati economici di breve termine⁹. L'analisi sommaria dei *trend* del mercato europeo si conclude asserendo la necessità di un intervento regolamentare, in materia di doveri fiduciari degli

⁴ Le ulteriori azioni saranno illustrate nella **scheda di approfondimento II**.

⁵ V. [Study on due diligence requirements through the supply chain](#), 2020.

⁶ V. [Study on directors' duties and sustainable corporate governance](#), 2020.

⁷ Le principali risposte critiche dal mondo accademico e dal mondo dell'impresa sono elencate nella Relazione annuale 2020 del Comitato italiano per la Corporate Governance, p. 25, nt. 51 e 52.

⁸ Il campione selezionato è incompleto (include soltanto 15 Stati membri) e non chiarisce la tipologia delle società considerate; e lo studio considera l'evoluzione del mercato britannico, assegnando un peso significativo alle società con sede legale nel Regno Unito che non saranno destinatarie delle future misure legislative dell'UE.

⁹ In particolare, nella valutazione dei flussi in uscita (pagamento dividendi, acquisto di azioni proprie) lo studio non tiene adeguatamente conto del periodo temporale in cui si è registrata la crescita del *pay-out* delle imprese europee (limitato al periodo 1992-2001, diversamente dal fenomeno statunitense) e non gli altri canali di finanziamento delle imprese.

amministratori e di *governance* in generale, individuandone i tre obiettivi principali: (i) rafforzare il ruolo degli amministratori nel perseguire l'interesse a lungo termine dell'impresa; (ii) integrare la sostenibilità nella strategia e nel processo decisionale dell'impresa; (iii) promuovere pratiche di *governance* societaria che contribuiscano alla sostenibilità dell'impresa, con interventi sulle politiche di remunerazione, sulla composizione del consiglio di amministrazione e sul coinvolgimento dei portatori di interessi. Le indicazioni dello studio hanno influenzato significativamente le successive proposte della Commissione europea¹⁰.

Dall'Action Plan del 2018 a una strategia rinnovata per la finanza sostenibile

Per raggiungere gli obiettivi climatici del 2030 e del 2050, la Commissione ha inteso irrobustire la propria azione annunciando il progetto dello *European Green Deal* e il Piano di Investimenti per un'Europa sostenibile, con l'obiettivo di raggiungere la neutralità climatica nel 2050 e finanziare la transizione *Green* in ambito europeo. Il *Green Deal* diventa parte integrante della strategia della Commissione per attuare l'Agenda 2030 e per condurre l'evoluzione dell'economia europea verso il raggiungimento degli obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite¹¹.

Le prospettive della regolamentazione europea sulla "governance societaria sostenibile"

La valutazione delle prospettive di riforma dei doveri fiduciari degli amministratori è stata posta al centro dei principali obiettivi del Piano d'azione sulla finanza sostenibile e della comunicazione sul *Green Deal* europeo.

Su questi aspetti – non ancora oggetto di interventi normativi – la Commissione europea è intervenuta (i) con la *Roadmap* dei futuri interventi normativi¹², nella quale è stata espressamente considerata una possibile revisione della Direttiva europea sul diritto societario (2017/1132/UE) e della Direttiva sui diritti degli azionisti (2007/36/CE, come recentemente modificata dalla 2017/828/UE) e, più recentemente, (ii) con la consultazione pubblica¹³, conclusa nel mese di febbraio 2021, dedicata specificatamente alle ipotesi di riforma per realizzare una "*governance societaria sostenibile*". Entrambi i documenti pubblicati dalla Commissione partono dal presupposto che le imprese europee tendano a privilegiare gli interessi a breve termine degli azionisti e che gli attuali ordinamenti nazionali non siano efficaci nel prevenire tale fenomeno. Le proposte della

¹⁰ V. *infra*, pp. 8-9.

¹¹ Un obiettivo funzionale al fine più ampio di "*porre la sostenibilità e il benessere dei cittadini al centro della politica economica e rendere gli obiettivi di sviluppo sostenibile il fulcro della definizione delle politiche e degli interventi dell'UE*".

¹² Commissione europea, *Inception Impact Assessment, Legislative and possible guidance Q1 2021*.

¹³ La Consultazione è stata avviata nel mese di ottobre 2020 e si è chiusa l'8 febbraio 2021.

Commissione europea sono dunque profondamente influenzate dai risultati dello studio realizzato da Ernst & Young¹⁴, nonostante le sue evidenti criticità¹⁵.

Nell'ultimo documento di consultazione la Commissione propone di superare l'asserita propensione delle imprese europee a perseguire risultati di breve termine, ipotizzando una possibile ridefinizione dei doveri fiduciari degli amministratori. La proposta è volta a esplicitare un dovere degli amministratori di perseguire gli interessi dell'impresa nel lungo termine e, a tal fine, di considerare non solo gli interessi dei soci ma anche quelli di una platea più ampia di *stakeholder*. Al riguardo, le proposte della Commissione mirano anche a definire le modalità attraverso le quali tener conto degli interessi degli *stakeholder*, sino a ipotizzarne un necessario bilanciamento con gli interessi dei soci.

Per favorire un *enforcement* dei 'nuovi' doveri fiduciari degli amministratori, la Commissione ha avviato una riflessione sull'opportunità di estendere la legittimazione ad agire anche ai portatori di questi altri interessi, come ad esempio i dipendenti, o le persone interessate dalle attività dell'impresa rappresentate da organizzazioni della società civile, consentendo loro di promuovere azioni di responsabilità nei confronti della società e degli amministratori.

Nel medesimo documento di consultazione la Commissione ha considerato ulteriori proposte di riforma.

Tra queste, il documento pone particolare attenzione alle prospettive di intervento legislativo volto a imporre alle imprese un obbligo di diligenza rispetto ai potenziali impatti ambientali e sociali della propria catena di fornitura e ad accompagnare tale obbligo da uno specifico sistema di *enforcement*.

Sono inoltre menzionate anche le proposte volte a introdurre vincoli specifici alle politiche di remunerazione degli amministratori, requisiti di professionalità degli amministratori in materia di sostenibilità ambientale e sociale e, infine, limiti alla distribuzione di dividendi e all'acquisto di azioni proprie.

¹⁴ Secondo questo studio, negli ultimi trent'anni le società quotate in borsa nell'UE hanno privilegiato la creazione di valore a breve termine per gli azionisti tramite la distribuzione di dividendi e le operazioni di *buy back*, complessivamente aumentati dal 20% al 60% degli utili, a scapito degli investimenti in conto capitale e in ricerca e sviluppo, il cui peso rispetto agli utili è diminuito, rispettivamente, del 45% e del 38%. A fronte di questi risultati, lo studio sostiene la necessità di un intervento politico dell'UE per estendere l'orizzonte temporale del processo decisionale delle imprese e promuovere una *governance* societaria più favorevole alla sostenibilità, definendo tre obiettivi specifici: rafforzare il ruolo degli amministratori nel perseguire l'interesse a lungo termine dell'impresa; integrare la sostenibilità nella strategia e nel processo decisionale dell'impresa; promuovere pratiche di *governance* societaria che contribuiscano alla sostenibilità dell'impresa, con interventi sulle politiche di remunerazione, sulla composizione del consiglio di amministrazione e sul coinvolgimento dei portatori di interessi.

¹⁵ V. *supra*, note 7, 8 e 9.

1.3 Lo stato dell'arte nell'ordinamento italiano

L'analisi del quadro normativo nazionale è diretta a verificare in quale misura l'evoluzione del diritto societario italiano, sulla spinta della disciplina europea e con riguardo all'emergere di nuovi interessi da tutelare nell'esercizio dell'attività d'impresa, non consenta già di ritenere ampliata la sfera degli interessi cui si indirizza il potere-dovere di gestione degli amministratori¹⁶. La ricognizione riguarda sia le norme primarie sia i principi del codice di autodisciplina delle società quotate.

La disciplina legislativa

Il tema della sostenibilità nell'attività d'impresa e nel diritto societario è in corso di evoluzione anche nell'ordinamento italiano, ove, pur mancando una norma generale che imponga espressamente agli amministratori di tener conto di interessi diversi da quelli dei soci, la disciplina dell'impresa manifesta una graduale e crescente attenzione verso gli interessi degli *stakeholder* della società.

L'impostazione del Codice civile orienta il potere di gestione degli amministratori a perseguire gli interessi lucrativi dei soci. In questo senso si esprime l'art. 2247 c.c., secondo cui il contratto di società è volto all'esercizio in comune di un'attività economica allo scopo di dividerne gli utili, e nello stesso senso si deve leggere l'art. 2497 c.c., in materia di direzione e coordinamento, il quale determina la responsabilità della capogruppo per la violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale, identificando il pregiudizio dei soci in termini di redditività e di valore della partecipazione sociale. In quest'ottica gli interessi lucrativi che guidano le scelte gestionali degli amministratori, in una prospettiva di medio-lungo termine, sono la produzione e la distribuzione di utili e anche la valorizzazione patrimoniale della partecipazione¹⁷.

Non sussiste una norma di carattere generale che ponga in capo agli amministratori la soddisfazione degli interessi di altre categorie di soggetti comunque interessate o coinvolte dall'attività d'impresa. Tuttavia, il diritto societario prevede, da un lato, alcune disposizioni a tutela di determinate categorie di *stakeholder*, quali ad esempio creditori e lavoratori, e, dall'altro, consente di ampliare la categoria degli interessi che devono essere considerati dagli amministratori utilizzando gli spazi riconosciuti all'autonomia statutaria.

La prima categoria di interessi diversi dai soci considerata dal diritto societario è quella dei creditori della società, quale categoria rappresentativa di un fattore produttivo

¹⁶ L'autore che ha avviato di recente un vivace dibattito su questi profili nell'ordinamento italiano è U. Tombari, *Poteri e interessi nella grande impresa azionaria*, Milano, 2019.

¹⁷ In questo senso v. U. Tombari, *Poteri e interessi nella grande impresa azionaria*, cit in nota 16, p. 94.

essenziale dell'impresa, cui è garantita protezione tramite l'art. 2394 c.c., che stabilisce la responsabilità diretta degli amministratori verso i creditori sociali per l'inosservanza degli obblighi di conservazione dell'integrità del patrimonio sociale, quando il patrimonio sociale risulti insufficiente alla soddisfazione dei loro crediti.

Si tratta di una responsabilità limitata ai soli fatti inerenti alla conservazione della garanzia patrimoniale, diversamente da quanto stabilito nel principio generale di responsabilità degli amministratori dell'art. 2392 c.c., che si estende ad ogni atto di *mala gestio* degli amministratori. L'interesse dei creditori assume inoltre rilevanza anche nella disciplina della crisi di impresa, dove è precisato che, nell'esecuzione degli accordi e delle procedure di regolazione della crisi o dell'insolvenza, il debitore ha il dovere di gestire il patrimonio o l'impresa nell'interesse prioritario dei creditori¹⁸.

La seconda categoria di *stakeholder* espressamente considerata dall'ordinamento nel diritto societario è quella dei lavoratori, sia per effetto di norme proprie della disciplina nazionale¹⁹, sia per effetto dell'implementazione di direttive europee.

La tutela e il coinvolgimento dei lavoratori si realizza essenzialmente sul piano dell'informazione. Il d.lgs. n. 113/2012, adottato in attuazione della Direttiva n. 2009/38/CE, prevede l'istituzione di un comitato aziendale o di una procedura per l'informazione e la consultazione dei lavoratori nelle imprese e nei gruppi di dimensione comunitaria, senza però istituzionalizzare forme di partecipazione dei lavoratori alla gestione dell'impresa, come avviene in altri ordinamenti.

Sempre sul piano dell'informazione, nel contesto del procedimento delle offerte pubbliche di acquisto, l'art. 103, comma 3-*bis*, TUF impone all'emittente di predisporre un comunicato che contiene informazioni per la valutazione dell'offerta ivi compresa una valutazione degli effetti del successo dell'offerta sugli interessi dell'impresa, l'occupazione e la localizzazione dei siti produttivi. Questa disposizione, attuativa della Direttiva 2004/25/CE in materia di Opa, è particolarmente rilevante in quanto: comprende tra gli interessi dell'impresa, anche l'occupazione e la localizzazione dei siti produttivi; considera necessaria la valutazione di tali aspetti ai fini della decisione informata del socio rispetto all'adesione all'offerta, implicitamente riconoscendo come l'impatto sugli interessi degli *stakeholder* rilevanti per l'attività di impresa nel lungo termine sia di

¹⁸ V. art. 4 d. lgs. n. 14/2019.

¹⁹ Le norme nazionali volte a favorire l'azionariato dei dipendenti non derivano dalla legislazione europea, ma sono il frutto della disciplina nazionale a favore dei lavoratori (v. art. 2349 c.c. sulle azioni e strumenti finanziari a favore dei lavoratori). Anche con riguardo all'impatto delle operazioni societarie straordinarie sui lavoratori è riconosciuta una specifica considerazione degli interessi dei lavoratori, le cui posizioni contrattuali proseguono in caso di cessione dell'azienda (artt. 2558 e 2112 c.c.) con il cessionario della stessa.

immediata utilità al socio per tutelare il proprio investimento e, dunque, la redditività della partecipazione sociale²⁰.

In questo quadro tradizionale va considerato l'emergere di interessi ulteriori di cui anche le imprese devono farsi carico, e che incidono sulla discrezionalità gestionale degli amministratori. I temi della legalità, delle tutele ambientali e sociali hanno avuto ingresso nell'ordinamento in virtù di discipline speciali nazionali o di derivazione europea, che hanno ampliato il novero delle scelte poste in capo agli amministratori.

Il d.lgs. 231/2001 – che ha introdotto la disciplina sulla responsabilità amministrativa delle persone giuridiche in occasione di reati commessi dai propri vertici – ha responsabilizzato le imprese in merito alle attività e all'organizzazione attuate per contrastare l'illegalità e garantire la tutela ambientale e sociale nell'esercizio dell'impresa²¹. Pur non prevedendo espressamente un obbligo di *due diligence*, il d.lgs. 231/2001 impone all'ente che voglia andare esente da responsabilità di adottare ed efficacemente attuare un modello di organizzazione e gestione idoneo a prevenire i reati indicati. In tal modo, l'ente ha l'obbligo di sviluppare procedure e protocolli idonei a identificare, prevenire e mitigare il rischio di commissione dei reati.

Una disciplina molto innovativa dell'ordinamento italiano, per quanto riguarda i profili della sostenibilità nell'esercizio dell'impresa, è quella della società *benefit*, che ha anticipato, in ambito europeo²², un modello specifico di società lucrativa che persegue anche interessi di altri *stakeholder* in virtù di una espressa scelta statutaria²³. Introdotta con la legge di stabilità 2016²⁴, la nuova disciplina ha consentito a tutte le società di assumere la forma di società *benefit* e in questo modo perseguire, oltre allo scopo di lucro, una o più finalità di beneficio comune e operare in modo responsabile, sostenibile e trasparente verso persone, comunità, territori, ambiente, beni e attività culturali, sociali

²⁰ L'importanza di questa norma nelle Opa, unita al rafforzamento degli obiettivi di sostenibilità dell'impresa, potrebbe avere un impatto significativo sulla contendibilità delle società quotate. Uno specifico approfondimento empirico su questo punto segue nel paragrafo 2.3. di questo Rapporto.

²¹ Per i diritti sociali, sono posti i reati presupposto di riduzione in schiavitù (art. 600 c.p.), tratta di esseri umani (artt. 601, 602 c.p.); prostituzione e pornografia minorile (artt. 600-bis, 600-ter, 600-quater, 600-quater1, 609-undecies c.p.); mutilazione degli organi genitali femminili (art. 583-bis c.p.). A tutela dei lavoratori lo sfruttamento del lavoro irregolare (art. 603-bis c.p.); omicidio colposo (art. 589 c.p.) e lesioni colpose gravi e gravissime (art. 590 c.p.) cagionati dalla violazione degli obblighi inerenti alla salute e alla sicurezza sul lavoro. Per i reati ambientali, si veda l'art. 25-undecies del d.lgs. 231/2001.

²² L'ordinamento italiano è stato il primo a livello europeo a consentire l'istituzione della società *benefit*. Solo più recentemente, tale disciplina è stata introdotta anche in Francia (*société à mission*). V. *infra*, par. 1.4. del presente Rapporto e la relativa **scheda di approfondimento V**.

²³ Spazi di autonomia statutaria che si intendono comunque preesistenti. Come osserva M. Stella Richter jr, *Società benefit e società non benefit*, in "Riv. Dir. Comm.", 2, 2017, p. 274: "in base ad autonome scelte imprenditoriali le società possono ritenere economicamente conveniente programmare la propria attività tenendo in considerazione interessi, benefici o altri elementi di carattere ideale che possono anche essere fissate nello statuto senza tradire la finalità lucrativa".

²⁴ V. legge 28 dicembre 2015, n. 208.

e altri portatori di interessi. Con riferimento agli obblighi degli amministratori, la società *benefit* deve essere gestita in modo da bilanciare l'interesse dei soci, le finalità di beneficio comune e gli interessi delle categorie indicate quali destinatari, realizzando un vero e proprio obbligo di contemperare gli interessi lucrativi con le finalità di beneficio comune.

Tuttavia, la novità di fonte europea più rilevante in questa prospettiva è sicuramente la previsione dell'obbligo per le società di grandi dimensioni di pubblicare una dichiarazione sulle informazioni a carattere non finanziario (cd. DNF). Se già la disciplina delle informazioni finanziarie attribuiva rilevanza anche alle informazioni attinenti all'ambiente e al personale²⁵, il d.lgs. 254/2016, di trasposizione della Direttiva 2014/95/UE, ha imposto alle società che rientrano tra gli enti di interesse pubblico²⁶ di grande dimensione l'obbligo di pubblicare una dichiarazione di carattere non finanziario, funzionale ad assicurare la piena comprensione dell'attività dell'impresa, del suo andamento, dei suoi risultati e dell'impatto della sua attività. A tal fine, la dichiarazione deve fornire le informazioni relative ai temi ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva, che si intendono rilevanti, tenuto conto delle attività e delle caratteristiche dell'impresa²⁷. Una ricognizione che intende dunque focalizzare l'attenzione del consiglio di amministrazione sulle opportunità e sui rischi che tali fattori possono avere sull'attività di impresa²⁸.

Tra i più recenti interventi normativi guidati dalle direttive europee rileva, ai fini di questa breve ricognizione, il d.lgs. n. 49/2019 che ha trasposto la Revisione della Direttiva sui diritti degli azionisti (2017/828/UE, cd. SHRD II). Il decreto ha modificato, in parte, la disciplina nazionale delle politiche di remunerazione, in realtà già molto avanzata rispetto al contesto europeo, richiedendo alle società quotate di illustrare come la politica di remunerazione degli amministratori contribuisca al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società. Questa indicazione, unitamente ad altri aspetti di maggiore dettaglio delle politiche e del rapporto sulla remunerazione²⁹, ha aggiunto un ulteriore tassello che favorisce l'allineamento degli interessi degli amministratori con gli obiettivi strategici, anche non finanziari, inclusi quelli ambientali e sociali, dell'impresa.

²⁵ L'art. 2428 c.c. richiede che la relazione di gestione al bilancio d'esercizio e al bilancio consolidato contengano, se del caso, gli indicatori di risultato non finanziari pertinenti all'attività specifica della società, comprese le informazioni attinenti all'ambiente e al personale.

²⁶ Società quotate, banche e assicurazioni.

²⁷ V. *supra*, par. 1.2., l'analisi della Direttiva europea e la relativa **scheda di approfondimento I**.

²⁸ È interessante notare come tale obbligo informativo già anticipi il legame tra fattori non finanziari e le strategie dell'impresa, che si potrebbe desumere dalla richiesta di descrivere nella DNF anche il modello di *business* adottato. Per un approfondimento sia normativo che empirico dell'obbligo delle imprese soggette a pubblicare la DNF di descrivere il modello di business, si veda *infra*, par. 2.1. del presente Rapporto.

²⁹ V. *supra*, par. 1.2., l'analisi della Direttiva europea e la relativa **scheda di approfondimento I**.

L'autodisciplina

Un ruolo centrale in questa evoluzione in chiave di sostenibilità e ampliamento degli interessi considerati nella gestione è svolto dall'autodisciplina. Pur muovendo da un approccio tradizionalmente teso alla massimizzazione del valore per gli azionisti³⁰, sin dal principio il Codice di autodisciplina ha chiarito come una buona *governance* dovesse perseguire la creazione di valore nel medio e lungo termine, tale da *“ripercuotersi positivamente sugli altri stakeholder”*³¹; progressivamente, questo approccio è stato rafforzato, sia attraverso l'estensione di tali principi al gruppo³², sia con la definizione delle più specifiche raccomandazioni sulle politiche di remunerazione³³ e sulla gestione dei rischi nell'attività di impresa³⁴. In occasione di quest'ultima modifica, il Codice ha dato rilevanza alla sostenibilità in chiave di gestione dei rischi, suggerendo alle società di maggiori dimensioni di valutare la costituzione di comitati dedicati alla supervisione di *“questioni di sostenibilità connesse all'esercizio dell'attività dell'impresa e alle sue dinamiche di interazione con tutti gli stakeholder”*³⁵.

Con la nuova edizione del Codice nel 2020³⁶, considerato il generale contesto internazionale ed europeo³⁷, il Comitato per la Corporate Governance è intervenuto sulla definizione degli obiettivi e degli interessi che il consiglio di amministrazione è chiamato a perseguire, identificando l'obiettivo prioritario dell'organo di amministrazione nel *“successo sostenibile”*³⁸, *“che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri stakeholder rilevanti per la società”*³⁹. Quest'obiettivo si declina lungo tutto il modello di *governance* elaborato dal nuovo Codice che attribuisce all'organo di amministrazione la responsabilità di integrare

³⁰ Codice 1999, p. 20, che raccomanda al consiglio di amministrazione di assicurare *“il primato dell'interesse sociale e della massimizzazione del valore per gli azionisti”*.

³¹ Codice 1999, p. 19, che prosegue nella loro identificazione *“quali i clienti, i creditori, i consumatori, i fornitori, i dipendenti, le comunità e l'ambiente”* – i cui interessi sono stati comunque considerati *“tutelati dall'ordinamento giuridico”*.

³² Codice 2006, 1.P.2.

³³ Codice 2010, 7.P.2. in base al quale: *“La remunerazione degli amministratori esecutivi e dei dirigenti con responsabilità strategiche è definita in modo tale da allineare i loro interessi con il perseguimento dell'obiettivo prioritario della creazione di valore per gli azionisti in un orizzonte di medio-lungo periodo”*.

³⁴ Codice 2015, 1.C.1., lett. b), che raccomanda ai consigli di amministrazione di includere nelle proprie valutazioni – funzionali alla definizione della natura e del livello di rischio compatibile con gli obiettivi strategici (di medio-lungo termine) dell'emittente – *“tutti i rischi che possono assumere rilievo nell'ottica della sostenibilità nel medio-lungo periodo dell'attività dell'emittente”*.

³⁵ Codice 2015, commento all'art. 4.

³⁶ Un'analisi più estesa del successo sostenibile nel Codice di Corporate Governance è contenuta nella **scheda di approfondimento III**.

³⁷ Sia per effetto delle evoluzioni di alcuni ordinamenti, in particolare quello anglosassone improntato al *“enlightened shareholder value”*, analizzato con maggiore dettaglio nella **scheda di approfondimento IV**, sia per iniziativa congiunta dei comitati nazionali, responsabili della redazione dei principali codici di corporate governance in Europa. Si veda, ad esempio, il più recente [common statement](#) pubblicato nel 2018.

³⁸ Codice 2020, principio I.

³⁹ Codice 2020, definizioni.

gli obiettivi di sostenibilità nel piano industriale⁴⁰, nel sistema di controllo interno e di gestione dei rischi⁴¹ e nelle politiche di remunerazione⁴².

Con il nuovo Codice, dunque, lo scopo dell'impresa quotata guarda a una dimensione più ampia, nella quale *“il profitto è l'auspicabile prodotto della ragion d'essere dell'impresa societaria, ma non si identifica più integralmente in essa”*⁴³. Questa impostazione non si contrappone alla funzionalizzazione dell'impresa al perseguimento dell'interesse lucrativo dei soci, ma arricchisce la platea degli interessi che chi amministra l'impresa dovrebbero considerare nella definizione delle strategie e nell'attività di esame e approvazione del piano industriale⁴⁴.

La chiave di volta del Codice sono gli *stakeholder*, categoria ampia di portatori di interessi che il Codice non definisce, lasciando alle società la più ampia flessibilità nell'individuazione dei soggetti rilevanti per il perseguimento del successo sostenibile dell'impresa. La modalità attraverso la quale 'tenere conto' degli interessi degli *stakeholder* è individuata sempre tra i *principi* che definiscono il ruolo e guidano l'azione dell'organo amministrativo. Un ruolo centrale è attribuito al *“dialogo con gli azionisti e gli altri stakeholder rilevanti per la società”*⁴⁵ che rappresenta, dunque, il canale attraverso il quale l'organo amministrativo conosce gli interessi degli *stakeholder* e ne valuta la rilevanza al fine di perseguire l'obiettivo del successo sostenibile dell'impresa⁴⁶.

1.4 Le recenti evoluzioni di alcuni ordinamenti europei

A livello europeo, alcuni ordinamenti nazionali mostrano una propensione a una maggiore considerazione degli interessi degli *stakeholder* diversi dagli azionisti.

Alcuni ordinamenti riconoscono tradizionalmente rilevanza legislativa agli interessi degli *stakeholder* (Germania e Olanda), e già prevedono anche forme più o meno estese di gestione partecipativa dell'impresa (Germania, paesi nordici, Francia, Olanda), altri hanno più recentemente intercettato l'esigenza di una maggiore apertura dello scopo dell'impresa anche agli altri interessi degli *stakeholder*, diversi dagli azionisti (Regno Unito e Francia).

⁴⁰ Codice 2020, *definizioni*.

⁴¹ Codice 2020, *principio XIX, raccomandazione 34*, lett. b) e c).

⁴² Codice 2020, *principio XV, raccomandazione 27*, lett. c), *raccomandazione 29*.

⁴³ U. Tombari, *Una nuova stagione per le società quotate*, Il Sole 24 Ore, gennaio 2020; P. Marchetti, M. Ventoruzzo, *La sfida del Codice più responsabili in Borsa*, Corriere della Sera Economia, 2020.

⁴⁴ U. Tombari, *Una nuova stagione per le società quotate*, cit. in nota 43.

⁴⁵ Codice 2020, *principio IV*.

⁴⁶ La centralità del dialogo è stata sottolineata anche da F. Rossi, *La governance apre agli stakeholder*, Il Sole 24 Ore, 2020, dove l'A. sottolinea come il dialogo sia da intendersi come *“centrale per conoscere gli interessi degli stakeholder e quindi per il successo sostenibile dell'impresa”*.

Questo terzo filone si è sviluppato dapprima nel Regno Unito⁴⁷, dove la riforma del *Companies Act* del 2006 ha recepito i principi della cd. *Enlightened Shareholder Value Theory* che mira ad imporre una più ampia considerazione degli interessi nella gestione dell'impresa, fermo restando il primato della creazione di valore per gli azionisti. Nel Regno Unito, l'intervento legislativo si è concentrato sulla definizione dei doveri fiduciari degli amministratori delle società di capitali: la sec. 172 del *Companies Act* richiede loro di perseguire gli interessi della società nel lungo termine a beneficio di tutti i soci, tenendo conto degli interessi degli altri *stakeholder*. Se da un lato il loro dovere fiduciario poggia su clausole generali – quali 'buona fede' e 'successo della società nel lungo termine' – sufficientemente ampie a preservare l'autonomia discrezionale della funzione gestoria, dall'altro lato, il dovere di 'tenere conto' degli interessi degli altri *stakeholder* è rafforzato da un obbligo informativo – la pubblicazione dello *Strategic Report* – che impone agli amministratori una puntuale considerazione di tali interessi, una proceduralizzazione delle decisioni gestorie e uno sforzo comunicativo notevole nei confronti del mercato⁴⁸.

Un'innovazione particolarmente interessante – per la vicinanza con il nostro ordinamento – riguarda la Francia⁴⁹, dove gli interventi legislativi hanno progressivamente imposto alle imprese francesi una più ampia considerazione dell'impatto ambientale e sociale della propria attività. In seguito al progressivo aumento della trasparenza in materia di sostenibilità e responsabilità sociale, nel 2017 è stato imposto alle società di grandi dimensioni uno specifico dovere di vigilanza sulla propria catena di approvvigionamento, mentre, nel 2019, la *Loi Pacte* ha modificato l'art. 1833 del *code civil*, secondo cui la società è gestita nell'interesse sociale⁵⁰, ma anche prendendo in considerazione l'impatto sociale e ambientale della sua attività⁵¹. Su un piano diverso, la *Loi Pacte* ha introdotto anche una nuova tipologia di società, la *société à mission*, sostanzialmente equivalente alla società *benefit* nell'ordinamento italiano, la cui adozione è rimessa ad un'autonoma scelta statutaria.

Nel sistema olandese⁵², accanto alle forme istituzionalizzate di partecipazione dei lavoratori, l'apertura alla considerazione degli interessi degli altri *stakeholder* è stata sviluppata principalmente in ambito giurisprudenziale. L'impostazione pluralistica del codice civile olandese⁵³, che impone a tutte le società di capitali il perseguimento degli 'interessi della società e della sua attività di impresa', è rimasta a lungo lettera morta fino

⁴⁷ Un'analisi più ampia dell'ordinamento britannico disponibile alla **scheda di approfondimento IV**.

⁴⁸ Il grado di dettaglio dello *strategic report* varia in base alla dimensione e al mercato di riferimento della società. Si veda meglio l'analisi empirica, contenuta nella II parte del presente Rapporto.

⁴⁹ Un'analisi più ampia dell'ordinamento francese è disponibile alla **scheda di approfondimento V**.

⁵⁰ Art. 1833, comma 1, code civil.

⁵¹ Art. 1833, comma 2, code civil.

⁵² Un'analisi più ampia dell'ordinamento olandese è disponibile alla **scheda di approfondimento VI**.

⁵³ Art. 2:129, comma 5, del codice civile olandese, introdotto già nel 1974, si riferisce sia alle spa sia alle srl.

al radicale cambiamento imposto dalla giurisprudenza, la quale ha chiarito, nel 2014, che – nell’ambito del dovere di agire ‘nell’interesse della società e della sua attività di impresa’ – gli amministratori devono considerare anche ‘gli interessi dei soggetti coinvolti nella sua attività’. Da questo *leading case* le corti olandesi hanno iniziato a sindacare l’operato degli amministratori alla luce del primario perseguimento del successo sostenibile dell’impresa e della necessità di adottare decisioni che non solo poggino su un bilanciamento degli interessi in gioco ma che pure non abbiano un impatto negativo sui propri *stakeholder*.

L’esame di questi ordinamenti ha evidenziato, infine, il ruolo fondamentale dell’autodisciplina nell’accompagnare e valorizzare sia le riforme normative sia gli orientamenti giurisprudenziali. La maggior parte dei codici di *corporate governance* europei (non solo in Francia, Olanda e Gran Bretagna⁵⁴, ma anche in Germania, Belgio, Italia, Spagna e Svezia) ha rafforzato gli obiettivi di lungo termine e di sostenibilità dell’attività di impresa, erigendoli a principi fondanti che dovrebbero guidare il consiglio di amministrazione nella definizione delle strategie, dei sistemi di controllo interno e di gestione dei rischi e delle remunerazioni dei propri amministratori e *top manager*.

2. La sostenibilità ambientale e sociale nella prassi delle imprese italiane

Accanto alla ricognizione delle fonti normative e delle linee evolutive del quadro europeo, si è ritenuto opportuno analizzare come la prassi delle imprese italiane abbia dato corso alle nuove *policies* in materia di sostenibilità.

L’analisi ha preso in considerazione tre aspetti⁵⁵:

- l’informativa fornita dalle imprese in merito all’integrazione dei fattori ESG nella definizione delle strategie, nella gestione dei relativi rischi e nelle politiche di remunerazione;
- le nuove prassi statutarie sviluppate dalle società quotate italiane con riferimento al successo sostenibile;

⁵⁴ Nel Regno Unito, la revisione del codice è stata inoltre funzionale ad ampliare gli effetti della riforma normativa e ad accogliere alcuni spunti derivanti dalla discussione della British Academy sulla ‘*corporate purpose*’, raccomandando ai *board* di definire lo ‘scopo’, i ‘valori’ e le ‘strategie’ della società, assicurando che questi riflettano la ‘cultura di impresa’ che essi intendono sviluppare. In occasione della stessa revisione, il codice ha risposto alle aspettative governative sulla definizione delle modalità di ascolto e coinvolgimento delle istanze dei lavoratori, individuando diversi strumenti di rappresentanza della forza lavoro. Un’analisi più ampia dell’ordinamento britannico è disponibile alla **scheda di approfondimento IV**.

⁵⁵ L’analisi completa dei tre aspetti è allegata al presente Rapporto (**schede di approfondimento VII, VIII, IX**).

- la considerazione delle tematiche ESG nello specifico contesto delle offerte pubbliche di acquisto.

2.1 La sostenibilità nelle strategie e nelle politiche di remunerazione

Dall'analisi delle informazioni fornite da un campione rappresentativo di società medio-grandi quotate in Francia, Italia e Regno Unito, emerge che le imprese europee mostrano una significativa attenzione ai temi di sostenibilità nella definizione delle loro strategie.

La sostenibilità nelle strategie e nella gestione dei rischi

L'identificazione dei fattori ambientali e sociali nella definizione delle strategie è omogenea nei tre paesi considerati ed è guidata dal principio della materialità: circa il 60% delle società considerate include specifici aspetti della sostenibilità ambientale e sociale tra i propri obiettivi strategici⁵⁶. Negli altri casi, le società indicano uno o più obiettivi di natura ambientale o sociale che non appaiono però evidenziati negli obiettivi strategici dell'impresa; si tratta prevalentemente delle società finanziarie o società *high-tech* che reputano tali obiettivi non rilevanti sotto il profilo della materialità.

Tendenzialmente più ampia e matura è la considerazione di fattori ambientali e sociali nella identificazione dei rischi significativi sotto il profilo strategico: almeno un rischio ESG è identificato infatti dall'80% delle società italiane, rispetto al 60% delle società britanniche e francesi. Le società italiane offrono tendenzialmente un maggiore dettaglio sulla identificazione e sulla gestione dei rischi ESG e di come la loro mitigazione o gestione sia integrata negli obiettivi strategici ESG dell'impresa.

Le imprese censite dimostrano una certa omogeneità nella selezione e nel peso attribuito ai rischi ambientali e sociali. Il rischio ambientale è quasi sempre presente, legato talvolta più espressamente al rischio del cambiamento climatico. È frequente anche la menzione del rischio reputazionale e sanzionatorio, talvolta legato proprio alla possibile introduzione di regole, tassazione o sanzioni ulteriori sul rispetto di più elevati standard ambientali. Tra i rischi di natura sociale, vengono individuati il rispetto dei diritti umani, la salute e la sicurezza sul lavoro, così come il rischio di non trattenere personale qualificato e motivato; alcune società citano espressamente anche il rischio di corruzione.

⁵⁶ La previsione esplicita degli obiettivi strategici ESG rappresenta, in generale, un *trend* in crescita anche nell'ambito di un perimetro più ampio delle società italiane di grandi dimensioni, tenute alla pubblicazione della DNF. Da un'analisi condotta da KPMG e NED Community la percentuale delle 200 società che pubblicano la DNF e che predispongono un piano di sostenibilità strutturato è salita dal 15% del 2017 al 38% nel 2019. V. KPMG e NED Community, *Informativa extra finanziaria: da compliance a governance strategica dei rischi e delle opportunità*, 2020.

L'illustrazione del *business model*, richiesta dalla Direttiva sulle informazioni non finanziarie, è diffusa nel campione delle società esaminate. Tuttavia, mentre nelle società del Regno Unito i temi di sostenibilità sono frequentemente inseriti come una componente organica della descrizione del modello di *business*, nelle società francesi e italiane prevale un'interpretazione più tradizionale del modello che viene focalizzato soprattutto sulle attività d'impresa. Con particolare riferimento alle società italiane, si osserva come queste tendano⁵⁷ a privilegiare elementi più organizzativi della società, a scapito di quelli strategici. Su questo fenomeno potrebbe aver inciso – nonostante la chiara indicazione contraria dei principi GRI⁵⁸ – la scelta del legislatore italiano che, nel recepire la Direttiva⁵⁹, ha enfatizzato il riferimento a “*modelli di organizzazione e di gestione eventualmente adottati ai sensi dell'articolo 6, comma 1, lettera a), del decreto legislativo 8 giugno 2001, n. 231*”.

In sintesi, l'analisi condotta rivela che il rilievo attribuito alla considerazione degli impatti ambientali e sociali nelle varie componenti che definiscono l'orientamento strategico delle imprese (*business model*, obiettivi strategici e politiche di gestione dei rischi) appare sostanzialmente omogeneo per le imprese dei diversi paesi considerati, pur in presenza di un quadro normativo che presenta rilevanti elementi di diversità, sia per le diverse scelte effettuate nei tre paesi nell'attuazione della comune disciplina europea sulle informazioni non finanziarie, sia per la presenza di più specifiche disposizioni sulla sostenibilità nel diritto societario di Francia e Regno Unito.

In particolare, l'introduzione nel Regno Unito di una specifica disciplina informativa che obbliga a pubblicare un documento *ad hoc* per la descrizione del modello di business, del piano strategico, della gestione dei rischi e, in generale, sulle modalità di concreta attuazione dei doveri fiduciari degli amministratori⁶⁰ (cd. *Strategic Report*), ha spinto le società a fornire un'illustrazione delle strategie fortemente integrata con gli obiettivi non finanziari che la società si prefigge e con il dovere generale degli amministratori di ‘tener conto’ degli interessi degli *stakeholder*⁶¹. In tale quadro, le società del Regno Unito

⁵⁷ Questa osservazione non vale per tutte le società censite, alcune delle quali menzionano nella descrizione del modello anche la considerazione del proprio impatto ambientale.

⁵⁸ I principi GRI – applicati dalla totalità delle imprese italiane soggette all'obbligo di pubblicazione della DNF – definiscono il modello di *business* quale “*sistema adottato per trasformare gli input, attraverso le attività aziendali, in output e risultati, al fine di raggiungere gli obiettivi strategici dell'organizzazione e di creare valore nel breve, medio e lungo termine*”.

⁵⁹ In particolare, l'obbligo di pubblicare le informazioni sul proprio *business model*, definito quale “*modello aziendale*”, nella traduzione italiana della stessa Direttiva europea.

⁶⁰ Doveri fiduciari che, come già indicato nel paragrafo 1.4 e nella relativa **scheda di approfondimento IV**, sono improntati all' “*enlightened shareholder value*”, esplicitato dalla sec. 172 del *Companies Act*.

⁶¹ Anche il codice di corporate governance raccomanda al consiglio di definire (*establish*) e monitorare l'attuazione della strategia (UK CG Code, principio B, raccomandazioni 1 e 2) e al presidente del *board* di dialogare con gli investitori significativi per assicurare una adeguata comprensione delle loro visioni rispetto alla strategia della società (UK CG Code, raccomandazione 3).

forniscono anche una più estesa descrizione delle prassi sviluppate per valorizzare il dialogo con gli *stakeholder*, in particolare con i lavoratori verso i quali il Codice di Corporate Governance prevede specifiche modalità di impegno da parte dell'organo di amministrazione.

Una maggiore sistematicità è riscontrabile anche nelle informazioni fornite dalle società del Regno Unito nell'illustrazione degli specifici obiettivi ambientali e sociali considerati nel piano strategico, mentre le società francesi e italiane appaiono più propense a considerare questi obiettivi in altre parti del rapporto annuale o in documenti separati (es. DNF, bilancio di sostenibilità), rendendo talvolta più complessa la valutazione complessiva degli obiettivi strategici dell'impresa.

L'implementazione della Direttiva sulle informazioni non finanziarie ha rappresentato, dunque, il principale fattore di responsabilizzazione dell'impresa e, in particolare, degli amministratori rispetto all'opportunità di adottare una politica per la gestione dell'impatto ambientale e sociale dell'impresa e di integrare tale politica con le strategie.

La diversità delle scelte nazionali⁶² nell'implementazione della Direttiva sulle informazioni non finanziarie circa l'ambito di applicazione, la collocazione delle informazioni e il modello di vigilanza appaiono comunque influenzare alcuni aspetti applicativi. Tra questi aspetti assume particolare rilevanza il sistema di *enforcement* che nell'ordinamento italiano appare decisamente più rigido e poco funzionale a privilegiare l'effetto reputazionale di tali informazioni, come accade negli altri paesi. La scelta del legislatore italiano di affidare alla Consob, autorità competente per la vigilanza sul mercato e sulle società quotate, un rigido sistema di vigilanza informativa e sanzionatoria rischia di privilegiare, infatti, un approccio formale di '*compliance*' delle imprese italiane e sfavorire una maggiore sperimentazione nell'evoluzione delle prassi.

In questo quadro, una maggiore armonizzazione della disciplina europea sulle DNF potrebbe sostenere una evoluzione più matura e omogenea delle prassi societarie a livello europeo. A tal fine, i principali nodi da sciogliere nell'ambito del progetto di revisione della Direttiva sulle informazioni non finanziarie appaiono: il criterio per definire l'ambito di applicazione (quotazione vs. dimensione), l'individuazione di un'autorità competente per la vigilanza e l'*enforcement* (amministrativa, civilistica, penale).

La sostenibilità nelle remunerazioni

Un altro aspetto rilevante dell'orientamento delle imprese verso la sostenibilità è dato dall'integrazione di parametri di *performance* non finanziaria all'interno delle politiche di

⁶² V. **scheda di approfondimento VII**.

remunerazione degli amministratori, in particolare di quelli esecutivi, che poggia su un quadro normativo sostanzialmente armonizzato nei paesi europei, anche grazie all'evoluzione convergente dei rispettivi codici di autodisciplina.

Dall'analisi condotta sul medesimo campione di società britanniche, francesi e italiane risulta che l'utilizzo di parametri legati a obiettivi di sostenibilità ambientale e sociale è uniforme in tutti e tre i campioni: circa la metà delle società britanniche, francesi e italiane prevedono almeno un parametro ESG, per la determinazione della componente variabile. Nelle società britanniche e italiane, i parametri ESG sono utilizzati in misura prevalente per le remunerazioni variabili di lungo termine (LTI); mentre nelle società francesi, gli obiettivi ESG sono quasi sempre contenuti nei piani di breve termine (MBO).

La definizione degli obiettivi ESG cui è legata la remunerazione variabile appare più dettagliata nelle società italiane, rispetto all'informazione fornita dalle società britanniche e francesi. In particolare, le società italiane forniscono maggiori informazioni circa il peso della remunerazione variabile legata a obiettivi ESG⁶³, pari a circa il 10% della relativa componente variabile (MBO o LTI).

2.2 L'introduzione del successo sostenibile negli statuti sociali

Le innovazioni del Codice di Corporate Governance e la sua definizione dell'obiettivo del 'successo sostenibile' hanno ispirato alcune recenti modifiche statuarie, adottate da due società quotate all'inizio del 2021.

La trasposizione nelle norme statutarie delle regole di comportamento raccomandate dal Codice di Corporate Governance stimola una ulteriore riflessione riguardo agli effetti che l'adesione all'obiettivo del 'successo sostenibile', e del conseguente impegno di 'tener conto' degli interessi degli *stakeholder*, comporta sui doveri fiduciari degli amministratori.

Con l'introduzione dello scopo dell'impresa nelle disposizioni statutarie, la società sceglie di dare un segnale più incisivo sulla concreta applicazione di queste *best practice*, inserendo nel "contratto sociale" l'impegno degli amministratori a seguire nelle proprie decisioni un processo che assicuri di perseguire la creazione di valore nel lungo termine e, in particolare, di tener conto degli interessi degli altri *stakeholder*. Un effetto che appare avvicinare la prassi di queste imprese italiane a quegli ordinamenti europei, quali ad esempio quello britannico e francese, che hanno trasposto i principi

⁶³ Un dato che riflette un *trend* generale delle società quotate italiane di grandi dimensioni. In base ai risultati del Note e Studi di Assonime-Emittenti Titoli, n. 3/2021, *La Corporate Governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain (anno 2020)*, il 67% delle società quotate lega la remunerazione variabile anche a obiettivi di *business* che possono tradursi sia in parametri finanziari sia in parametri non finanziari. L'utilizzo congiunto di obiettivi finanziari e non finanziari è particolarmente frequente nelle società di maggiori dimensioni i (nel 79% delle società del FTSE MIB, contro il 43% delle Mid Cap e il 18% delle Small Cap).

dell'*enlightened shareholder value* nel dettato normativo. Proprio l'esperienza di questi ordinamenti ci propone una visione pragmatica degli effetti di tali provvedimenti, volti non tanto a stravolgere il modello societario nazionale, bensì a orientare le società verso una più sostanziale considerazione degli interessi degli altri *stakeholder*, che si riflette nelle procedure dell'*iter* decisionale del consiglio di amministrazione e in una migliore, o quanto meno più chiara e trasparente, integrazione di questi interessi nella definizione degli obiettivi strategici dell'impresa.

L'attuazione del modello di impresa proposto dal Codice può manifestarsi, infatti, anche solo nella decisione dell'organo amministrativo di aderire a tale modello autodisciplinare: la scelta dovrà essere resa trasparente nell'informazione periodica al mercato (relazione sulla gestione, relazione sul governo societario, dichiarazione non finanziaria o in altri veicoli a questi assimilabili) e potrà essere eventualmente riflessa negli *interna corporis* della società, quali i regolamenti per il funzionamento del consiglio. L'adesione al Codice, pur impegnando la società a realizzare un modello di impresa orientato al perseguimento del successo sostenibile, non produce però gli stessi effetti di una modifica statutaria – non richiesta dal Codice – sul processo decisionale del consiglio di amministrazione.

Rispetto alla mera adesione al Codice, la trasposizione del successo sostenibile nello statuto sociale comporta l'introduzione di una regola di condotta che vincola non solo gli amministratori attuali ma anche (salvo successive modifiche statutarie) gli amministratori futuri della società⁶⁴, rendendo permanente la visione di lungo termine del loro agire. Una clausola generale che orienta, dunque, gli amministratori attuali e futuri a tenere conto degli interessi degli *stakeholder* nella definizione dei processi decisionali del consiglio; un orientamento e non un vero e proprio vincolo all'agire amministrativo che pertanto non sembra comportare un'alterazione dei relativi profili di responsabilità. L'aspetto cruciale riguarda, infatti, l'effettivo impatto che il dovere di 'tener conto' degli altri interessi potrebbe avere sulle singole decisioni consiliari. Da un lato, grazie all'affermazione del primato degli interessi degli azionisti, esso non può essere equiparato a un obbligo bilanciamento degli interessi di soci e *stakeholder*, e quindi in un depotenziamento dei diritti dei primi. Dall'altro lato, il dovere di 'tener conto' degli interessi degli altri *stakeholder*, che non sono predefiniti⁶⁵ bensì rimessi alla identificazione e alla valutazione del consiglio, offre ai soci un ulteriore strumento per valutare il comportamento degli amministratori e, al contempo, agli amministratori un ulteriore tassello del metro di diligenza che dovrebbe guidarli nell'adempimento dei propri doveri.

⁶⁴ M. Stella Richter *jr*, *Il "successo sostenibile" del Codice di corporate governance. Prove tecniche di attuazione*, febbraio 2020, disponibile su dirittobancario.it.

⁶⁵ M. Stella Richter *jr*, cit. in nota 64.

Di conseguenza, una modifica statutaria in questa direzione non sembra di per sé potersi riflettere nelle condizioni di rischio dell'investimento, tale da giustificare la previsione del diritto di recesso dei soci ex art. 2437 c.c., se non è accompagnata da una modifica sostanziale delle attività concretamente realizzabili, tale da creare una discontinuità con quelle svolte precedentemente. Dove l'interesse dei soci ha già assunto una connotazione di lungo termine, in conseguenza di un orientamento in tal senso delle strategie della società, questo non trova che una conferma nella modifica statutaria⁶⁶.

2.3 L'impatto della sostenibilità sul mercato del controllo societario (Opa)

L'analisi delle prassi delle società quotate in tema di sostenibilità è stata estesa alle situazioni in cui si determini un cambio dei loro assetti di controllo, da cui discende l'obbligo per il soggetto acquirente di lanciare un'offerta pubblica di acquisto.

La disciplina delle operazioni di trasferimento del controllo delle società quotate è stata, infatti, il primo ambito normativo del diritto societario nel quale la legislazione europea ha introdotto l'esigenza di considerare una categoria più ampia di interessi, rispetto a quelli degli azionisti⁶⁷. La Direttiva prevede, in particolare, che l'organo di amministrazione della società emittente, nel documento contenente il suo parere motivato sull'offerta, esprima la sua valutazione sugli effetti che il suo eventuale successo avrà su tutti gli interessi della società e sui piani strategici dell'offerente per la società emittente, comprese le ripercussioni probabili sull'occupazione e sui siti di lavoro⁶⁸.

È da notare come questa disciplina sia stata adottata nel 2004, cioè in un momento in cui il dibattito sulla sostenibilità, e quindi della rilevanza degli interessi degli altri *stakeholder* della società, era ai suoi inizi e non aveva ancora assunto la pervasività che ha oggi.

In realtà, questa previsione rappresenta un salto concettuale decisivo, benché ampiamente sottovalutato, nella qualificazione dei doveri fiduciari degli amministratori nella situazione specifica, ma spesso determinante per il futuro della società, di un cambiamento del controllo. Salto concettuale che appare potenzialmente idoneo – soprattutto alla luce dell'evoluzione del dibattito sulla sostenibilità dell'attività di impresa⁶⁹

⁶⁶ Seppure con riferimento alla disciplina della società *benefit*, si veda Circolare Assonime n. 19/2016, *La disciplina delle società benefit*, p. 17.

⁶⁷ Direttiva 2004/25/CE. V. *supra*, par. 1.1 e 1.2.

⁶⁸ Art. 9, par. 5.

⁶⁹ A dimostrazione della diversa sensibilità sul tema della tutela degli *stakeholder*, si segnala che lo Studio sull'applicazione della Direttiva Opa ha consultato – come *stakeholder* – le autorità di vigilanza, le borse, i rappresentanti dei lavoratori, altre associazioni di *stakeholder* non meglio identificate, intermediari finanziari e investitori istituzionali. V. [The Takeover Bids Directive Assessment Report](#), 2013.

– anche a influenzare significativamente nella realtà lo stesso funzionamento del mercato del controllo societario, considerata l'importanza della valutazione dell'organo di amministrazione al fine di qualificare l'offerta come ostile o amichevole, che a sua volta ha notevoli conseguenze sulle probabilità di successo dell'operazione (anche grazie al frequente ruolo ostruzionistico svolto dalle autorità di vigilanza e politiche nei confronti delle operazioni qualificate come ostili).

A complemento di questa responsabilizzazione degli amministratori verso la considerazione di tutti gli interessi rappresentati nella società nella valutazione dell'offerta, la Direttiva prevede che l'offerente dovrà rendere noto, nel documento d'offerta le possibili ripercussioni dei piani strategici dell'offerente sull'occupazione ed i siti di lavoro della società *target*. Un complemento comunque parziale, perché limita gli obblighi dell'offerente alla considerazione di una sola categoria di interessi diversi dai soci, quella dei dipendenti della società.

Sulla base di questo quadro normativo e sulla rilevanza riconosciuta anche ad interessi diversi da quelli dei soci, seppur solo nella prospettiva di fornire una informazione completa a questi ultimi ai fini della loro decisione rispetto all'adesione all'offerta, si è registrato in Europa, in questi ultimi anni, un incremento di casi che mostrano una maggiore attenzione ai temi di sostenibilità nella valutazione delle operazioni di cambiamento del controllo, anche con possibili effetti "antiscalata"⁷⁰.

Si è quindi ritenuto utile condurre un'analisi sull'esperienza italiana allo scopo di verificare se e in che modo – nell'ambito delle operazioni di offerta pubblica di acquisto – siano stati considerati anche gli interessi di medio-lungo termine della società e di altri *stakeholder*.

L'analisi ha considerato le Opa realizzate in Italia successivamente alla trasposizione della Direttiva Opa, distinguendo due diversi periodi:

- il periodo 2008-2018, nel quale il quadro normativo in grado di incidere sulle responsabilità degli amministratori rispetto ad interessi diversi da quelli degli azionisti era costituito solo dalla disciplina sulle Opa;

⁷⁰ In Francia nella recente opa ostile di Veolia su Suez, una delle difese di SUEZ è stata quella di sostenere che la *raison d'être* di Veolia fosse contraria alla missione di SUEZ. Analogamente in Olanda, nel caso PPG-AKZO, il *board* di AKZO ha respinto più volte l'offerta di PPG sostenendo che oltre ad un profilo di sottovalutazione economica della società, non era ravvisabile, da parte dell'offerente, un impegno serio nei confronti di tutti gli *stakeholder*. Sul caso si è pronunciata la Corte specializzata in materia di impresa che, nel rispondere al ricorso di alcuni azionisti investitori che avevano interesse ad un buon esito dell'offerta, ha affermato che gli amministratori hanno agito con diligenza e adeguatamente informati, richiamando il principio ormai consolidato in Olanda secondo il quale gli amministratori nelle loro scelte devono tener conto non solo degli interessi degli azionisti ma di tutti gli *stakeholder*.

- il periodo 2019-2020, nel quale, oltre alla disciplina Opa, sono entrate in vigore le disposizioni della Direttiva sulle informazioni non finanziarie, che ha richiesto alle società una maggiore responsabilizzazione rispetto a questi temi.

Con riferimento al primo periodo, sono state analizzate le 9 principali Opa, per controvalore, e le 6 offerte ostili realizzate in Italia, limitatamente ai comunicati delle società *target*. Dall'analisi emerge che, in tutte le Opa considerate, le valutazioni del consiglio di amministrazione della società emittente o non fanno menzione della valutazione degli interessi diversi da quelli degli azionisti, se non in modo assolutamente generico, o indicano che non sono stati in grado di esprimere questa valutazione, considerate le informazioni insufficienti ricevute dall'offerente al riguardo. L'assenza di considerazione significative sugli interessi diversi da quelli degli azionisti si riscontra anche nelle Opa ostili esaminate.

Un'analisi più approfondita è stata realizzata per le Opa del secondo periodo: sono state considerate 11 operazioni realizzate nel periodo 2019-2020 collegate a un cambiamento degli assetti di controllo o al *delisting*.

Dall'analisi dei documenti emerge che in tutte le 11 operazioni esaminate c'è stata una qualche considerazione di interessi ulteriori rispetto a quelli degli azionisti.

Tuttavia, emerge anche che le valutazioni di interessi diversi da quelli degli azionisti sono piuttosto generiche. In particolare:

- la prospettiva di medio-lungo termine dell'impresa è generalmente un'enunciazione di principio e non viene meglio qualificata o declinata;
- il riferimento al territorio e all'impatto che su di esso può avere l'offerta non distingue la dimensione ambientale da quella sociale;
- nel riferimento agli *stakeholder* ci si limita generalmente a indicare i portatori di interessi presi in considerazione;
- il riferimento all'impatto dell'offerta sui lavoratori e sui siti produttivi è genericamente limitato ad una mera valutazione sulla possibilità di assicurare una certa continuità con la situazione preesistente.

Inoltre, risulta completamente assente una valutazione dell'operazione da parte dei lavoratori che non sembrano essersi avvalsi della facoltà di rendere un parere.

Le due offerte ostili sono quelle che considerano più ampiamente interessi diversi da quelli degli azionisti (tutte e quattro le categorie in un caso e tre di esse nell'altro), ma

anche in questi casi le valutazioni tendono a concentrarsi prevalentemente sulla congruità del prezzo.

In conclusione, la portata sulle prassi delle società italiane della previsione della disciplina Opa, che richiede al consiglio di amministrazione della società *target* di esprimere le proprie valutazioni su tutti gli interessi della società, è stata finora modesta, anche perché le informazioni fornite dall'offerente al riguardo sono state spesso assenti o molto generiche. D'altra parte, non risulta che le società oggetto di offerta abbiano dato particolare enfasi a queste carenze, neppure nelle offerte ostili, per le quali era possibile che questi elementi potessero essere valorizzati in funzione difensiva o negoziale con l'offerente, limitandosi nella maggior parte dei casi a indicare l'impossibilità di effettuare una compiuta valutazione degli effetti dell'operazione su tutti gli interessi rappresentati nella società. La mancata adeguata valorizzazione di questi elementi non sembra essere mutata anche a seguito dell'entrata in vigore della Direttiva sulle informazioni non finanziarie, che pure ha accentuato la responsabilizzazione delle società verso i temi di sostenibilità.

Alcuni casi recenti di altri paesi europei mostrano come la considerazione di questi temi possa svolgere un ruolo rilevante nella dialettica tra offerente e società *target*, introducendo nuovi fattori nel funzionamento del mercato del controllo societario. È significativo che questi casi si siano manifestati in paesi (Francia e Olanda) nei quali il quadro normativo generale sui doveri degli amministratori mostra già una certa apertura ai temi di sostenibilità.

3. Le prospettive di riforma per un modello europeo

L'individuazione di specifiche emergenze di natura ambientale e sociale legate al modello di sviluppo capitalistico che si è affermato su scala globale ha fatto emergere un problema di legittimazione sociale delle imprese, chiamate sempre più a svolgere un ruolo chiave nell'assicurare la sostenibilità del processo di crescita economica.

Questa consapevolezza si sta manifestando, da un lato, in una crescente pressione da parte degli investitori e della società civile verso l'adozione di strategie sostenibili da parte delle imprese, dall'altro, nella volontà dei legislatori di creare un quadro di regole che accelerino e rendano cogente questo processo.

In particolare, nonostante alcune recenti riforme europee⁷¹ abbiano già mutato i compiti e le responsabilità degli amministratori delle società che rientrano nel campo d'applicazione di tali normative, imponendo di fatto l'individuazione e la gestione dei rischi e delle opportunità legate alla sostenibilità socio-ambientale, le istituzioni europee stanno manifestando una chiara volontà politica di intervenire, per via legislativa, al fine di radicare la sostenibilità anche nella disciplina del diritto societario. Questa volontà è giustificata, secondo la Commissione europea, da una presunta prevalenza di logiche di breve termine nella gestione delle imprese, dovuta a un potere eccessivo degli azionisti sia nei fatti sia nelle discipline societarie, che ostacola un'adeguata considerazione dei temi di sostenibilità.

In realtà, la ricognizione effettuata nei paragrafi precedenti mostra come sia le prassi delle principali società europee sia i vari ordinamenti giuridici, pur in un sistema variegato che combina in modo diverso elementi di etero⁷² e auto-disciplina⁷³, stiano già convergendo verso un modello europeo di impresa che incentiva il perseguimento di obiettivi di lungo termine e l'integrazione dei fattori ambientali e sociali rilevanti nelle scelte gestionali. Questo modello non considera il profitto come unico scopo della società ma appare anzi accogliere i profili della responsabilità sociale dell'impresa, in un contesto di primazia degli interessi dei soci.

Anche il nostro ordinamento e la prassi di comportamento delle nostre società di maggiori dimensioni si sta muovendo in questa direzione, sebbene ciò stia avvenendo quasi esclusivamente sul piano dell'autodisciplina⁷⁴. L'analisi del comportamento delle maggiori società ha inoltre evidenziato come i fattori ESG siano considerati in modo sempre più centrale nella definizione degli obiettivi strategici e nella gestione dei rischi

⁷¹ Direttiva sulle informazioni non finanziarie, Direttiva Shareholders Rights II, Regolamento sugli obblighi informativi in materia di sostenibilità degli investitori istituzionali, Regolamento Tassonomia.

⁷² Abbiamo una linea di tendenza che, abbracciando la teoria dell'*Enlightened Shareholder Value* (Francia, Olanda, UK), prevede che la società tenga conto degli effetti e degli impatti sociali e ambientali delle sue attività, sempre però all'interno dello scopo primario della società che è quello di creare valore per gli azionisti. Vi sono poi modelli societari che sono tradizionalmente ispirati a modelli di gestione partecipativa dell'impresa (Germania, paesi nordici, Francia, Olanda), in cui la società organizza un bilanciamento degli interessi dei soci con quelli di una specifica categoria di *stakeholder*, i lavoratori, attraverso la partecipazione istituzionalizzata di quest'ultimi ai consigli di sorveglianza dell'impresa.

⁷³ Nell'arco dell'ultimo biennio i principali codici di corporate governance europei (es. Francia, Germania, Italia, Belgio, Spagna) hanno rafforzato gli obiettivi di lungo termine e di sostenibilità dell'attività di impresa, erigendoli a principi fondanti che dovrebbero guidare il consiglio di amministrazione nella definizione delle strategie dell'impresa.

⁷⁴ Sul piano normativo, l'unico intervento in questo senso è stato l'inserimento della possibilità di assumere la veste di società benefit, che persegue, oltre allo scopo di lucro, finalità di beneficio comune e comportamenti responsabili. Il nuovo Codice di Corporate Governance ha integrato una disciplina civilistica tendenzialmente orientata al primato degli interessi degli azionisti, definendo, quale principio guida del consiglio di amministrazione delle società quotate, il cd. 'successo sostenibile', inteso quale obiettivo di perseguire la creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri *stakeholder* rilevanti per la società.

non finanziari delle imprese. Inoltre, è significativo che alcune società stiano incorporando le nuove indicazioni del Codice nei propri statuti, introducendo come ‘scopo’ della società il perseguimento del successo sostenibile, conferendogli così un chiaro contenuto giuridico.

Il quadro che emerge non appare quindi confermare la diagnosi statica della Commissione europea che, basandosi anche sulle conclusioni di *short-termism* delle imprese europee sostenute nel contestato studio di E&Y, sembra orientarsi verso un forte intervento correttivo, di natura legislativa, sul diritto societario.

Da un lato, l'evoluzione negli ordinamenti europei non sembra giustificare un intervento così invasivo; dall'altro, l'opportunità di armonizzare tale evoluzione, tenendo conto della diversità dei diritti societari nazionali, potrebbe tradursi nella definizione di una cornice comune delle prassi e delle discipline societarie, con l'obiettivo di consolidare il modello europeo di impresa. In tal senso, un'armonizzazione flessibile del modello di impresa sarebbe coerente con l'obiettivo di creare un campo di gioco livellato per lo sviluppo di un mercato unico dei capitali.

Anche per il sistema delle imprese italiane, un intervento di armonizzazione europea appare preferibile rispetto a possibili riforme della disciplina societaria nazionale, che pure sarebbero ipotizzabili. Da un lato, infatti, i tempi di realizzazione di una riforma nazionale potrebbero rivelarsi inadeguati rispetto all'*iter* già avviato in sede europea; dall'altro, più sostanzialmente, spinge in tal senso la natura europea di gran parte degli obblighi informativi in materia di sostenibilità, con i quali le norme di diritto societario devono trovare adeguato coordinamento e coerenza.

Vi è anche da sottolineare come sussiste un legame tra sostenibilità, rischio e valore dell'impresa. Le imprese che integrano nelle loro scelte di *business* i profili di sostenibilità sono caratterizzate da un grado di rischio inferiore e da una più elevata profittabilità nel lungo termine. Una incentivazione verso una più matura considerazione della sostenibilità è quindi nel pieno interesse delle imprese.

3.1 L'inclusione dei profili socio-ambientali nel diritto societario

L'eventuale modifica della disciplina societaria per tener conto della sostenibilità dovrebbe intervenire sul ruolo degli amministratori: essi sono infatti da intendersi quali titolari esclusivi della funzione di valutazione e bilanciamento dei vari interessi che rappresenta, a sua volta, un'attività tipicamente gestoria.

In realtà, si può ritenere che già sulla base dei principi attuali, gli amministratori devono gestire l'impresa al fine di preservare la sostenibilità nel tempo dell'attività, sulla base di

un'adeguata considerazione di tutti i rischi, anche legati al contesto ambientale e sociale in cui opera, al fine di non compromettere la redditività futura dell'impresa. In tale quadro, la nozione di scopo sociale è abbastanza elastica da consentire di tener conto anche degli interessi degli *stakeholder*, inclusi quelli di natura ambientale e sociale. Questa impostazione dovrebbe già costituire un efficace presidio avverso un'eccessiva attenzione a risultati di breve termine e lo squilibrio economico-finanziario nell'ottica della sostenibilità dell'impresa nel lungo termine, responsabilizzando le scelte strategiche degli amministratori.

Il riconoscimento esplicito dei profili socio/ambientali nell'ambito dei doveri fiduciari degli amministratori avrebbe però il vantaggio di offrire agli amministratori una base di riferimento più solida per l'esercizio dei loro poteri/doveri e una guida nella valutazione e nel bilanciamento degli interessi in gioco, con le conseguenti ricadute in termini di responsabilità.

Per delineare il possibile intervento sui doveri fiduciari degli amministratori, sono ipotizzabili due diversi approcci.

Il primo modello di intervento è quello di integrare le norme sullo scopo delle società, al fine di includere in esso il tema della sostenibilità o/e degli interessi diversi da quelli dei soci. Questo approccio è stato adottato nel sistema francese, dove si è stabilito che lo scopo della società è quello di perseguire l'interesse sociale, prendendo in considerazione gli impatti sociali e ambientali della sua attività. In tal modo, gli amministratori, nell'esercizio della loro funzione di gestione finalizzata a realizzare lo scopo dell'impresa, vedrebbero indirettamente ampliata la loro responsabilità agli aspetti di sostenibilità inclusi in tale scopo.

Il secondo modello interviene direttamente sugli obblighi di comportamento degli amministratori, includendo tra questi il dovere di considerare i profili di sostenibilità nel tempo e di sostenibilità socio-ambientale. In questo modo, il perseguimento di tali doveri diverrebbe un canone di comportamento alla cui stregua valutare la diligenza degli amministratori. Questa è la soluzione adottata nel Regno Unito dove si prevede il dovere degli amministratori di agire per il perseguimento del successo della società a beneficio dell'insieme dei suoi soci, tenendo conto dell'impatto delle decisioni nel lungo termine e degli interessi di un'ampia categoria di *stakeholder* (lavoratori, fornitori, consumatori, comunità, ambiente).

In ogni caso, un intervento che incida, direttamente o indirettamente, sui doveri degli amministratori deve rispettare i principi normativi fondanti le società di capitali quali

strumenti di creazione di ricchezza per i soci e dove gli interessi degli *stakeholder* possono essere soddisfatti nella misura in cui siano coerenti con tale principio di fondo.

In questo senso, tanto il modello francese, che interviene sullo scopo sociale, prevedendo che la società persegue l'interesse sociale, prendendo in considerazione gli impatti sociali e ambientali della sua attività, quanto il modello inglese, che interviene sui doveri degli amministratori affermando che essi agiscono per il perseguimento del successo della società a beneficio dell'insieme dei suoi membri, tenendo conto dell'impatto delle decisioni nel lungo termine e degli interessi di un'ampia categoria di *stakeholder*, sono degli utili punti di riferimento. In entrambi i casi, infatti, pur includendo nella valutazione di interessi 'altri', si mantiene il criterio base della causa tipica delle società di capitali, quale organizzazione diretta alla produzione di utili per i soci.

Dunque, la scelta tra i due modelli di intervento (modifica dello scopo sociale vs. ampliamento diretto dei doveri degli amministratori) non è neutra ma presenta delle significative ricadute applicative.

La modifica dello scopo sociale avrebbe un impatto più ampio e diffuso, intervenendo in modo strutturale sullo scopo di tutte le società di capitali e non giustificerebbe una sua limitazione ad alcuni tipi di società (v. *infra*).

Se invece l'intento è quello di ampliare i canoni di comportamento dell'attività di gestione (con la considerazione degli impatti socio-ambientali) potrebbe essere più idonea una riforma che intervenga direttamente sui doveri degli amministratori. Mantenere intatta la previsione attualmente vigente sullo scopo delle società di capitali consentirebbe inoltre anche di riaffermare con nettezza che l'intento primario che si pongono i soggetti che si associano in una società è quello di produrre e distribuire utili.

Sulla base di queste riflessioni è quindi da considerare preferibile una soluzione che intervenga sull'armonizzazione degli obblighi di comportamento degli amministratori, senza modificare lo scopo della società.

L'intervento sui doveri fiduciari degli amministratori avrebbe anche il merito di contribuire, più direttamente, a una migliore proceduralizzazione delle decisioni consiliari, ponendo all'attenzione degli amministratori non solo le opportunità ma anche i rischi che questi dovrebbero considerare rispetto ai fattori ambientali e sociali che possono avere un impatto sulla profittabilità dell'impresa nel lungo termine.

Ambito di applicazione e identificazione degli stakeholder

Una possibile evoluzione dei doveri di comportamento degli amministratori rispetto ai profili socio/ambientali rilevanti per l'attività di impresa pone due questioni.

La prima riguarda l'ambito di applicazione di tale disciplina. Diverse potrebbero essere le soluzioni e cioè comprendere nella disciplina le sole imprese multinazionali, le imprese quotate, le grandi imprese, le imprese operanti in certi settori economici, tutte le società.

L'intervento normativo sugli obblighi di comportamento degli amministratori potrebbe invece essere diretto solo a certe categorie di imprese, in funzione della rilevanza degli aspetti di sostenibilità per i comportamenti degli amministratori. In questo senso, si potrebbe limitare alle sole imprese di grandi dimensioni, secondo la definizione contenuta nella Direttiva 2013/34⁷⁵. Questo perché non solo vi è una diretta proporzionalità tra dimensione dell'impresa e sostenibilità ma anche perché le grandi imprese, muovendosi all'interno di una rete di fornitori, possono incentivare indirettamente anche comportamenti più attenti alla sostenibilità di tutta la filiera produttiva.

Al contrario, questa limitazione appare meno giustificabile se si ritenesse di intervenire sullo scopo sociale: in questo caso, pur considerando la gradualità e la proporzionalità della sua applicazione, sembra difficile giustificare che solo per le società di certe categorie lo scopo della società si qualifichi con l'attenzione agli interessi 'altri'.

Una seconda questione è se le categorie di *stakeholder* ovvero gli 'interessi' debbano o meno essere definiti a livello normativo.

A questo proposito, è da ritenere che la norma si dovrebbe limitare a una formulazione di carattere generale spettando agli amministratori di valutare e selezionare in modo puntuale gli 'interessi' diversi da quelli dei soci meritevoli di attenzione, in relazione alla situazione specifica della società.

3.2 La responsabilità degli amministratori e modello di *enforcement*

Una ridefinizione dei doveri di comportamento degli amministratori comporta importanti ricadute in termini di obblighi di comportamento nell'attività di gestione.

La ponderazione degli interessi e la tutela della Business Judgment Rule

⁷⁵ In base all'art. 3, paragrafo 4, della Direttiva 2013/34, si considerano grandi imprese quelle che alla data di chiusura del bilancio superano i limiti numerici di almeno due dei tre criteri seguenti: a) venti milioni di euro di totale dello stato patrimoniale; b) quaranta milioni di euro di ricavi netti delle vendite e delle prestazioni; c) 250 dipendenti occupati di media durante l'esercizio.

Relativamente ai rischi rilevanti per l'attività d'impresa, gli amministratori dovrebbero tener conto non solo dell'impatto sull'impresa dei rischi non finanziari ma anche dell'impatto esterno socio-ambientale dell'attività d'impresa, sulla base di un criterio di materialità. In termini di strategia generale, i piani strategici e industriali dovrebbero tener conto necessariamente anche di questi profili valutando quale sia l'impatto dell'attività in termini socio-ambientali e prevedendo misure per realizzare esternalità positive. In termini di atti di gestione, in virtù del dovere di agire informati, le singole decisioni dovrebbero essere assunte valutando anche i suddetti profili e quindi appoggiandosi a una base informativa adeguata in materia. Le decisioni dovrebbero inoltre contenere una motivazione su come si è arrivati a una certa decisione.

Con l'attrazione nei doveri degli amministratori anche degli interessi degli *stakeholder*, gli amministratori sono chiamati a trovare un equilibrio, tra i vari possibili, di tutti questi interessi. Al riguardo, vi è da sottolineare come non solo non vi è necessariamente coincidenza di interessi tra azionisti e *stakeholder* ma anche all'interno della categoria generale degli *stakeholder* abbiamo posizioni di interesse tendenzialmente in conflitto tra loro.

Gli amministratori sono quindi chiamati a un'attività di ponderazione discrezionale tra i vari interessi coinvolti nella decisione. Questa attività di ponderazione per sua stessa natura deve considerarsi coperta da *Business Judgment Rule*, senza che le scelte di merito possano comportare conseguenze in termini di responsabilità. Questo perché la scelta effettuata dall'amministratore non è l'unica ma una delle possibili scelte tra le diverse opzioni.

Al fine di realizzare un quadro di responsabilità equilibrato e coerente con l'attuale sistema societario, la proposta di riforma dovrebbe quindi anche valorizzare il naturale adeguamento dei limiti dalla *Business Judgment Rule*, considerando che, a fronte dell'ampliamento dei suoi doveri di comportamento, l'amministratore continua a non rispondere a titolo di responsabilità sulla convenienza delle scelte, anche quando hanno provocato un danno in capo a un certo *stakeholder*⁷⁶.

La valutazione della responsabilità dovrebbe riguardare solo l'adeguatezza del processo attraverso il quale gli amministratori hanno assunto la decisione. In tal senso, una modifica legislativa potrebbe comportare – come succede già in Francia e Regno Unito – una maggiore formalizzazione del processo decisionale del *board* che non dovrebbe

⁷⁶ Ciò nell'ambito dell'orientamento giurisprudenziale che comunque reputa non coperte da *Business Judgment Rule* le scelte del tutto ingiustificate o irragionevoli così come l'inosservanza di specifici obblighi.

necessariamente essere definita a livello normativo bensì potrebbe svilupparsi nella prassi.

Adeguatezza del tradizionale modello di enforcement

Direttamente collegate alla proposta di includere i profili socio/ambientali nell'ambito dei doveri fiduciari degli amministratori sono le proposte di attribuire agli *stakeholder*, anche attraverso organizzazioni della società civile, un ruolo nell'*enforcement* dei doveri fiduciari degli amministratori nella forma dell'azione di responsabilità diretta verso gli amministratori.

Poiché gli amministratori, anche in un contesto in cui essi debbano considerare i profili socio/ambientali, agiscono comunque pur sempre nell'esclusivo interesse dei soci, è da ritenere che gli unici soggetti che possono risultare titolari di azioni dirette verso amministratori devono essere i soci stessi.

Gli *stakeholder* potranno essere titolari di quelle azioni (civili, penali o amministrative) verso la società per i danni causati dalla violazione di regole specifiche riguardanti gli interessi tutelati (protezione dell'ambiente, del lavoro, ecc.).

3.3 Le ulteriori proposte di intervento normativo in materia di sostenibilità

Nell'ambito delle ultime occasioni di consultazione pubblica, la Commissione europea ha indicato ulteriori iniziative legislative, considerate funzionali all'effettiva attuazione dei principi di sostenibilità da parte delle società.

La previsione di doveri di diligenza nella catena di fornitura

Una delle iniziative di riforma che si propone a livello europeo riguarda l'introduzione di una disciplina europea sui doveri di diligenza nella catena di fornitura in materia ambientale e di diritti umani.

Una disciplina europea sugli obblighi di diligenza nelle catene di fornitura in materia ambientale e di diritti umani è un tema di assoluta importanza al fine di completare il quadro delle tutele in tali ambiti, considerata la frammentazione del ciclo di produzione che avviene attraverso le catene di fornitura. Essa deve però essere declinata in modo ragionevole e attuabile per le imprese interessate, avendo come punto di riferimento centrale la regolazione contrattuale tra le parti. La disciplina si dovrebbe cioè sostanziare nel prevedere, all'interno dei contratti di fornitura, clausole volte a garantire il rispetto di una serie di regole in campo ambientale e dei diritti umani.

Ciò detto, il primo elemento da considerare è che obblighi di questo genere verso le catene di fornitura dovrebbero riguardare le imprese o i gruppi di imprese di rilevante dimensione. Le altre categorie di imprese non hanno il potere economico di definire regole contrattuali nei confronti dei propri fornitori.

Anche per le imprese o i gruppi di grande dimensione, poi, tali obblighi dovrebbero riguardare solo i fornitori che si trovano in una situazione di dipendenza economica nei loro confronti. La disciplina non dovrebbe invece prevedere obblighi rispetto a quei fornitori 'di mercato' rispetto ai quali anche l'impresa di rilevante dimensione non ha il potere economico di imporre clausole contrattuali dirette a garantire il rispetto di regole in campo ambientale e dei diritti umani.

In tale contesto, la disciplina dovrebbe riguardare anche le imprese extraeuropee che operano in Europa, qualora superino determinate dimensioni. Questo non solo per evitare che le società dell'UE siano esposte a forme di concorrenza sleale in termini sociali o ambientali, ma anche perché per l'impatto sulle catene di fornitura la nazionalità dell'impresa è irrilevante.

Sotto un profilo di contenuto dei doveri di diligenza, la disciplina può richiedere che le clausole contrattuali – per un principio di ragionevolezza e considerato che, come ogni rischio d'impresa, anche i rischi in questi ambiti non possono essere eliminati ma ridotti a un livello accettabile – siano formulate al fine di gestire e ridurre i rischi in campo ambientale e dei diritti umani.

Gli obblighi di diligenza richiesti all'impresa devono inoltre tener conto di quelle situazioni in cui vi sia una significativa difficoltà ad adempiere la prestazione, come quando vi siano ostacoli di natura normativa delle legislazioni locali.

La disciplina sulla diligenza nelle catene di fornitura deve infine escludere forme improprie di responsabilità oggettiva in capo alla società che utilizza il prodotto/servizio del fornitore. L'obbligo di diligenza richiesto è quello di approntare misure di controllo sull'operato dei fornitori non certo quello di impedire l'evento dannoso verso il terzo e dovrebbe sostanziarsi dunque in un obbligo di mezzi, accompagnato eventualmente da un sistema di *enforcement* volto a vigilare esclusivamente sull'adeguata predisposizione e attuazione delle procedure.

I vincoli alle politiche di remunerazione legati alla sostenibilità

Un ulteriore campo di riforma riguarda l'introduzione di vincoli al regime di remunerazione degli amministratori.

Le proposte relative all'introduzione di regole vincolanti e dettagliate sulle componenti variabili delle remunerazioni degli amministratori sono del tutto inopportune rispetto alla corrente previsione delle Direttiva 2017/828/UE. Essa già impone un obbligo di trasparenza sulle politiche e le prassi remunerative delle società quotate, anche con riferimento ai parametri non finanziari che siano rilevanti per l'attività di impresa, e al contempo prevede un rafforzamento dei diritti di *voice* degli azionisti su queste materie.

Un intervento vincolante non è condivisibile anche rispetto alla evoluzione delle prassi di *corporate governance*. Da un lato, i codici di *corporate governance* dei principali Stati membri hanno risposto attivamente alle sollecitazioni europee in materia di *best practice* remunerative e hanno raccomandato, nell'ultimo biennio, la definizione di remunerazioni legate prevalentemente a obiettivi di lungo termine, ivi inclusi quelli di natura non finanziaria ove rilevanti per l'attività di impresa. Dall'altro lato, anche le prassi di mercato delle singole società dimostrano una crescente attenzione delle imprese all'integrazione dei fattori ESG nelle proprie politiche per la remunerazione degli amministratori e del *top management*.

I vincoli alle politiche di buy-back delle società

Un ulteriore campo di innovazione riguarda l'introduzione di possibili limitazioni alle operazioni di acquisto di azioni proprie.

Questa proposta si basa sulla considerazione che le operazioni di acquisto di azioni proprie tendono a ridurre le risorse disponibili dell'impresa da destinare a investimenti più a lungo termine. Si tratta di un presupposto assolutamente non dimostrato a livello empirico. Le operazioni di acquisto di azioni proprie sono anzi uno strumento essenziale sia in termini di diritto societario sia in termini di mercati dei capitali. Sotto il primo profilo, rendono possibili operazioni che altrimenti non potrebbero essere compiute (si pensi alla realizzazione di operazioni di recesso). Sotto il secondo profilo, sono operazioni che rendono stabile e liquido il mercato delle azioni delle società quotate.

Non sembra quindi auspicabile alcun intervento in questo campo.

Il rafforzamento delle competenze sulla sostenibilità nel consiglio di amministrazione

Una delle proposte riguarda la possibilità di rafforzare le competenze in materia di sostenibilità all'interno del consiglio di amministrazione.

Questa proposta di riforma non merita accoglimento e anzi appare fuorviante rispetto ai temi della sostenibilità. Le competenze dei consiglieri di amministrazione sono competenze strategiche di alto livello che non possono essere settorializzate né attribuite

in capo soltanto ad alcuni amministratori. In coerenza con tutte le riflessioni sin qui svolte, infatti, gli obiettivi di sostenibilità e la definizione di piani strategici di lungo termine investono necessariamente l'intero consiglio di amministrazione. Quello che semmai appare opportuno è l'innalzamento complessivo della sensibilità del consiglio su questi temi, anche attraverso apposite sessioni di *induction*.

4. Conclusioni

L'attuale disciplina societaria nel quale operano le società italiane non appare incoerente con l'evoluzione in atto verso la sostenibilità dell'attività d'impresa, che trova anzi fondamento nel principio costituzionale che coniuga la libertà d'impresa con l'utilità sociale e riconosce alla legge il compito di indirizzare e coordinare l'attività economica a fini sociali (art. 41 Cost.). Un quadro di fondo che da un lato orienta strutturalmente la libertà d'impresa verso la sua compatibilità con l'utilità sociale e dall'altro offre una visione dinamica del ruolo della legge nel garantire questa compatibilità.

Coerentemente con questa apertura del sistema, l'analisi condotta nel Rapporto evidenzia come le grandi società quotate italiane stiano sviluppando una crescente attenzione ai rischi ambientali e sociali, integrando progressivamente questi fattori nelle proprie strategie. Parallelamente, anche l'ordinamento giuridico si è arricchito di strumenti nuovi in materia di sostenibilità (dichiarazioni non finanziarie, politiche sulle remunerazioni, disciplina delle società *benefit*) che sono stati sistematizzati e rafforzati dall'autodisciplina delle società quotate.

Con il recepimento della Direttiva sulle informazioni non finanziarie, l'obbligo di illustrare l'attività di impresa anche con riferimento al suo impatto su società e ambiente ha contribuito notevolmente a una maggiore responsabilizzazione delle scelte gestorie e alla progressiva introduzione di tali aspetti nella definizione degli obiettivi strategici degli enti di interesse pubblico di grandi dimensioni (società quotate, banche e assicurazioni).

Con l'introduzione del successo sostenibile come obiettivo primario che guida il consiglio di amministrazione nelle strategie e nella gestione della società, il nuovo Codice di Corporate Governance ha integrato la tradizionale visione della disciplina civilistica a favore degli interessi degli azionisti, con una chiara indicazione di proiettare questi interessi nel lungo periodo, tenendo adeguatamente conto degli interessi degli *stakeholder* rilevanti, sulla base di un dialogo con essi. Alcune società stanno rafforzando la base giuridica di questa impostazione attraverso l'incorporazione dei principi di sostenibilità nel proprio statuto sociale.

Si può quindi ritenere che in Italia la disciplina societaria sostanziale, che risulta dalla combinazione delle norme con l'autodisciplina, sia collettiva sia individuale, si sia già progressivamente modificata, per le categorie di società coinvolte, consentendo e in alcuni casi incoraggiando l'evoluzione verso la sostenibilità.

Molte società, che non sono interessate direttamente da queste modifiche, stanno peraltro orientandosi su base volontaria nella stessa direzione.

Gli elementi trainanti di questa evoluzione, le pressioni del mercato finanziario e le innovazioni normative, hanno però effetti asimmetrici sulle diverse categorie di impresa.

Si pone quindi un duplice problema: da un lato, verificare se per le società direttamente coinvolte dai mutamenti della disciplina societaria sostanziale possa essere utile un riallineamento delle norme primarie per garantire una maggiore certezza giuridica ai comportamenti degli amministratori; dall'altro, valutare l'opportunità di estendere l'area dei mutamenti sostanziali alle società attualmente escluse o che si stanno muovendo in questa direzione su base volontaria, per garantire un più ampio coinvolgimento del sistema complessivo delle imprese italiane nell'orientamento alla sostenibilità.

Considerata la dimensione internazionale dell'evoluzione delle aspettative degli investitori e della società nel suo complesso e la rilevanza del legislatore europeo nel guidare l'evoluzione normativa, la soluzione a questi problemi può difficilmente essere fornita a livello nazionale, anche perché il quadro delle regole europee è ancora in corso di evoluzione, potendo ancora mutare in misura significativa sia il contenuto sostanziale degli obblighi, sia il suo campo di applicazione.

Appare piuttosto opportuna un'adeguata partecipazione del sistema italiano alle iniziative in atto a livello europeo, con lo scopo di contribuire alla costruzione di un modello europeo di impresa, coerente con l'esigenza di assicurare una crescita sostenibile, attraverso misure, anche normative, efficaci e proporzionate.

In questo quadro, un intervento europeo che introducesse, attraverso una Raccomandazione, una definizione comune dei doveri fiduciari degli amministratori da adottare negli ordinamenti nazionali potrebbe favorire il consolidamento dell'evoluzione in atto verso la sostenibilità. Esso consentirebbe un'armonizzazione dei principi di fondo – peraltro già avanzata nel contesto autodisciplinare dei principali ordinamenti europei – lasciando al contempo adeguata flessibilità nella loro applicazione a livello nazionale, in considerazione delle specificità dei diversi modelli di disciplina societaria.

Tali principi di fondo, potrebbero dunque affermare la centralità della creazione di valore nel lungo termine da perseguire tenendo conto degli interessi degli *stakeholder* coinvolti

in misura rilevante nell'attività di impresa o nei suoi effetti. Considerato che la ponderazione dei diversi interessi costituisce una responsabilità gestoria degli amministratori, in quanto tale soggetta al principio della *Business Judgment Rule*, i doveri di diligenza dovrebbe concentrarsi sull'adeguatezza del processo attraverso il quale gli amministratori hanno assunto la decisione, anche attraverso una maggiore formalizzazione del processo decisionale del *board* al riguardo.

L'ambito di applicazione di questo intervento potrebbe essere limitato alle società di grandi dimensioni, indipendentemente dallo status di società quotata e dal settore di appartenenza, sia per motivi di efficacia, in quanto sono queste imprese che possono influire in misura più significativa sull'ecosistema in cui operano, sia per motivi di proporzionalità, considerata la rilevanza degli oneri organizzativi e procedurali connessi alle modifiche delineate, che sarebbero difficilmente sostenibili per le imprese di minori dimensioni.

I doveri fiduciari degli amministratori, così ridefiniti, potrebbero trovare applicazione anche con riferimento alla tutela ambientale e dei diritti umani nelle catene di fornitura. In questo ambito potrebbero essere previste misure proporzionate al potere contrattuale della società nei confronti dei soggetti coinvolti nella catena di fornitura, concentrandosi sui rapporti sui quali la società può esercitare un'efficace azione di prevenzione dei rischi ambientali e sociali, evitando comunque forme improprie di responsabilità oggettiva in capo alla società che utilizza il prodotto/servizio del fornitore.

Quanto all'*enforcement* dei ridefiniti doveri fiduciari degli amministratori, si ritiene opportuno limitare ai soci della società l'eventuale promozione di azioni di responsabilità diretta verso gli amministratori, in quanto gli amministratori, anche in un contesto in cui siano richiesti di considerare i profili socio/ambientali, agiscono comunque pur sempre nell'esclusivo interesse dei soci. Questi potranno includere tali profili, compresa l'inadeguata considerazione degli interessi degli altri *stakeholder* rilevanti, nell'apprezzamento di eventuali violazioni dei doveri fiduciari. Posto che un tale ampliamento dei doveri di comportamento riguarda principalmente il merito delle scelte gestorie, esso non dovrebbe in alcun caso spostare i limiti della *Business Judgment Rule* che, come noto, esclude la responsabilità degli amministratori rispetto alla convenienza delle scelte, salvo che queste risultino del tutto ingiustificate o irragionevoli.

Non sembrano infine giustificabili ulteriori interventi da parte del legislatore europeo su altri aspetti della *governance* delle società, quali l'introduzione di particolari vincoli alle politiche di remunerazione o l'introduzione di requisiti di professionalità in materia di sostenibilità nella composizione dell'organo di amministrazione, o della loro gestione, quali vincoli alla distribuzione di dividendi o all'acquisto di azioni proprie. Si tratta infatti

di fenomeni già coperti da adeguati obblighi informativi e procedurali, oltre che da pregnanti raccomandazioni dell'autodisciplina, e per i quali non sono stati dimostrati fenomeni di 'fallimento' del mercato tali da giustificare una compressione della libertà organizzativa e gestionale delle società.

ALLEGATO

PARTE II – SCHEDE DI APPROFONDIMENTO

SCHEDA I - LA DISCIPLINA EUROPEA SULLE INFORMAZIONI NON FINANZIARIE E SULLE POLITICHE DI REMUNERAZIONE

La disciplina europea sulle informazioni non finanziarie

La disciplina europea sulle informazioni non finanziarie è stata introdotta dalla Direttiva 2014/95/UE, approvata il 29 settembre del 2014 dal Consiglio europeo ed entrata in vigore nel 2018. Essa è considerata uno dei primi atti legislativi europei ad aprire la strada alla sostenibilità.

La Direttiva impone di pubblicare una dichiarazione di carattere non finanziario. La dichiarazione deve contenere informazioni relative ad una serie di ambiti: l'ambiente, la sfera sociale, il personale, il rispetto dei diritti umani, la lotta alla corruzione attiva e passiva. Per quanto riguarda l'ambito di applicazione, l'obbligo di rendere le informazioni non finanziarie riguarda le imprese di grandi dimensioni, con più di 500 dipendenti che rientrano tra gli enti di interesse pubblico.

Nel contesto delle nuove politiche in tema di sostenibilità, è stata preannunciata la revisione della direttiva. Nel febbraio del 2020 infatti la Commissione ha aperto una consultazione pubblica alla quale Assonime ha partecipato attivamente.

Nel 2017 così come previsto dalla Direttiva sulle informazioni non finanziarie, la Commissione ha pubblicato gli Orientamenti sulla comunicazione delle informazioni di carattere non finanziario con lo scopo di *“aiutare le imprese a comunicare informazioni di carattere non finanziario (relative ad aspetti ambientali, sociali e di governance) di qualità, pertinenti, utili, coerenti e più comparabili in modo tale da favorire una crescita e un'occupazione sostenibili e resilienti e da offrire trasparenza alle parti interessate”*.

Gli orientamenti non hanno carattere vincolante e sono stati proposti in quanto rientrano nel quadro degli obblighi di informativa stabiliti dalla Direttiva.

Essi sono stati ulteriormente aggiornati nel 2019 con le integrazioni concernenti la comunicazione di informazioni relative al clima, per tenere conto delle raccomandazioni emerse dalla *Task Force on Climate related financial disclosure*.

La disciplina europea sulle politiche di remunerazione

La disciplina europea sulle politiche di remunerazione è stata introdotta dalla Direttiva che riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti (2017/828/UE), che ha modificato la Direttiva sui diritti degli azionisti (2007/36/CE, cd. SHRD II). La Direttiva del 2017 è stata adottata nel conteso delle misure previste dalla

Comunicazione della Commissione europea del 12 dicembre 2012⁷⁷ il cui obiettivo era promuovere l'impegno a lungo termini degli azionisti nel governo societario, facilitando l'esercizio dei diritti e la trasparenza delle politiche di impegno degli investitori istituzionali.

Rispetto alla prima Direttiva del 2007, incentrata sui diritti degli azionisti delle società quotate e sulle misure necessarie per facilitarne l'intervento in assemblea e l'esercizio dei diritti di voto, la Direttiva del 2017 si concentra sui comportamenti degli azionisti, e in particolare sulle misure necessarie per incoraggiarne l'impegno a lungo termine e aumentare la trasparenza tra società e investitori. Tra queste misure si evidenzia l'intervento del legislatore europeo sulle politiche per la remunerazione degli amministratori e sull'informativa fornita sulle remunerazioni effettivamente erogate, aventi l'obiettivo di rafforzare: l'informativa delle società quotate, il legame tra politica per la remunerazione e obiettivi di lungo termine, e il potere di *voice* degli azionisti.

Più in dettaglio, la Direttiva contiene due disposizioni in materia di remunerazione: una sulla politica di remunerazione (art. 9-bis) e una sulle informazioni sui compensi corrisposti da rendere nella relazione sulla remunerazione (art. 9-ter).

Con riferimento alla politica di remunerazione (art. 9-bis), la Direttiva richiede agli Stati membri di assicurare che le società quotate elaborino la politica di remunerazione degli amministratori e che gli azionisti abbiano il diritto di voto che può essere vincolante o consultivo⁷⁸. La sottoposizione al voto consegue anche alla modifica rilevante della politica e, in ogni caso, almeno ogni quattro anni⁷⁹.

Quanto al contenuto della politica, la Direttiva stabilisce alcune linee guida per la relativa redazione, specificando che essa debba *“contribuire alla strategia aziendale, agli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società e deve illustrare in che modo fornisce tale contributo”*, essere *“chiara e comprensibile”* e descrivere *“le diverse componenti della remunerazione fissa e variabile, compresi tutti i bonus e altri benefici in qualsiasi forma, che possono essere riconosciute agli amministratori e ne la proporzione relativa”*⁸⁰. Nella definizione degli obiettivi della politica, dunque, la Direttiva evoca il legame tra politiche retributive e gli obiettivi di sostenibilità dell'attività di impresa nell'ottica di lungo termine. Al riguardo è interessante notare come la politica consideri anche gli interessi di alcuni *stakeholder* (dipendenti), richiedendo che

⁷⁷ Commissione europea, Piano d'azione: diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili, 12 dicembre 2012, disponibile [qui](#).

⁷⁸ Art. 9-bis, commi 2 e 3.

⁷⁹ Art. 9-bis, comma 5.

⁸⁰ Art. 9-bis, comma 6.

la politica spieghi *“come è stato tenuto conto del compenso e delle condizioni di lavoro dei dipendenti della società nella determinazione della politica di remunerazione”*⁸¹.

Con riferimento alla eventuale componente variabile della remunerazione, la Direttiva richiede che la politica stabilisca *“criteri chiari, esaustivi e differenziati per il riconoscimento”* di tale remunerazione, indicando *“i criteri da utilizzare basati sui risultati finanziari e non finanziari, tenendo conto, se del caso, dei criteri relativi alla responsabilità sociale d'impresa”* e spiegando *“in che modo essi contribuiscono agli obiettivi [della politica] e i metodi da applicare per determinare in che misura i criteri basati sui risultati sono stati soddisfatti”*⁸².

Nella politica è anche richiesto di indicare il processo decisionale adottato per la sua definizione, revisione e attuazione, e disciplinare modalità e contenuti dell'eventuale deroga alla politica, che può occorrere soltanto in casi eccezionali⁸³.

Con riguardo alle remunerazioni corrisposte (art. 9-ter), la Direttiva prevede la pubblicazione di una relazione che illustri in dettaglio i compensi corrisposti rispetto all'esercizio di riferimento e la sottoposizione del rapporto al voto consultivo dei soci⁸⁴. Le società sono tenute a spiegare nella relazione successiva come ha tenuto conto del voto dell'assemblea generale.

La Direttiva definisce anche il contenuto della relazione che deve indicare: i) la remunerazione complessiva, inclusa la proporzione tra remunerazione fissa e variabile; ii) la variazione annuale della remunerazione, dei risultati della società e della remunerazione su base equivalente a tempo pieno dei dipendenti diversi dagli amministratori in almeno gli ultimi cinque esercizi presentate congiuntamente in modo da consentirne il confronto; iii) qualsiasi remunerazione da qualsiasi società appartenente allo stesso gruppo; iv) il numero di azioni e opzioni su azioni assegnate e le principali condizioni per l'esercizio dei diritti; v) informazioni sul ricorso alla possibilità di esigere la restituzione della remunerazione variabile; vi) informazioni su qualsiasi deviazione dalla procedura per l'attuazione della politica e qualsiasi deroga compresa la spiegazione delle circostanze eccezionali e l'elenco degli specifici elementi oggetto di deroga.

⁸¹ Art. 9-bis, comma 6, secondo paragrafo.

⁸² Art. 9-bis, comma 6, terzo paragrafo. È richiesta inoltre un'informativa di dettaglio sugli eventuali periodi di differimento della remunerazione variabile o di eventuali clausole di restituzione di tali remunerazioni (*claw-back*); per la eventuale remunerazione basata su azioni, la Direttiva richiede una illustrazione dettagliata delle condizioni del piano (periodi di maturazione e, se del caso, il mantenimento delle azioni dopo l'attribuzione) e di come esso contribuisca agli obiettivi della politica.

⁸³ Art. 9-bis, comma 4.

⁸⁴ Per le PMI, gli Stati membri possono optare – in alternativa al voto consultivo – per la mera discussione assembleare del rapporto sui compensi corrisposti (art. 9-ter, comma 4).

La Direttiva delega alla Commissione europea l'adozione di orientamenti per standardizzare le informazioni contenute nel rapporto sulla remunerazione; tali orientamenti, pubblicati in consultazione nella primavera del 2019, non sono ancora stati emanati.

SCHEDA II - IL PIANO D'AZIONE DELLA COMMISSIONE EUROPEA PER LA FINANZA SOSTENIBILE (AZIONE 1, AZIONE 7 E AZIONE 9)

Azione 1 sull'istituzione di un sistema di classificazione delle attività sostenibili - Il Regolamento UE 2020/852 sulla tassonomia delle attività ecosostenibili

Il primo impegno da parte della Commissione europea è stato verso la tassonomia. Attraverso la prima azione, viene proposta l'istituzione di un sistema unificato di classificazione delle attività sostenibili, sia mediante una proposta legislativa che ha portato all'approvazione del Regolamento UE 2020/852 che attraverso la costituzione di un gruppo di esperti incaricato di pubblicare relazioni in cui viene illustrata una tassonomia incentrata sulle attività di attenuazione dei cambiamenti climatici, attività di adattamento ai cambiamenti climatici e ad altre attività ambientali⁸⁵.

Con il Regolamento UE 2020/852 sulla Tassonomia, approvato il 18 giugno del 2020, vengono fissati i criteri per determinare se un'attività economica possa considerarsi ecosostenibile, al fine di individuare il grado di ecosostenibilità di un investimento. Il fine è quello di evitare che degli investimenti siano considerati ecosostenibili nei casi in cui le attività economiche che ne beneficiano danneggiano l'ambiente in misura superiore al loro contributo a un obiettivo ambientale.

Per stabilire il grado di ecosostenibilità di un investimento, un'attività economica è considerata ecosostenibile se: a) contribuisce in modo sostanziale al raggiungimento di uno o più dei sei obiettivi ambientali⁸⁶ espressi dal regolamento e b) non ne arreca un danno significativo; c) è svolta nel rispetto delle garanzie minime di salvaguardia ⁸⁷ d) è conforme ai criteri di vaglio tecnico fissati dalla Commissione.

Al fine di integrare i principi fissati dal regolamento, la Commissione europea dovrà adottare atti delegati contenenti specifici criteri di vaglio tecnico, per stabilire quali attività economiche possano considerarsi attività recanti un sostanziale contributo al raggiungimento di un obiettivo ambientale.

È da segnalare che il Regolamento (UE) n. 2020/852 sulla tassonomia, specifica che le imprese non finanziarie le quali rientrano nel campo di applicazione della direttiva sulle informazioni non finanziarie sono tenute a dichiarare la quota del loro fatturato

⁸⁵ Cfr. il *Report* finale del gruppo di esperti tecnici TEG sulla EU Taxonomy, 9 marzo 2020.

⁸⁶ I sei obiettivi ambientali sono: i) la mitigazione dei cambiamenti climatici; ii) l'adattamento ai cambiamenti climatici; iii) l'uso sostenibile e la protezione delle acque e delle risorse marine; iv) la transizione verso un'economia circolare; v) la prevenzione e il controllo dell'inquinamento, e vi) la protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi

⁸⁷ Sono le procedure attuate da un'impresa che svolge un'attività economica al fine di garantire che sia in linea con le linee guida OCSE destinate alle imprese multinazionali e con i Principi guida delle Nazioni Unite su imprese e diritti umani, inclusi i principi e i diritti stabiliti dalle otto convenzioni fondamentali individuate nella dichiarazione dell'Organizzazione internazionale del lavoro sui principi e i diritti fondamentali nel lavoro e dalla Carta internazionale dei diritti dell'uomo.

derivante da prodotti o servizi associati ad attività economiche considerate ecosostenibili, nonché la quota delle loro spese in conto capitale e la quota delle spese operative relativa ad attivi o processi associati ad attività economiche considerate ecosostenibili.

Azione 7 sugli obblighi degli investitori istituzionali e i gestori di attività in tema di sostenibilità - Il Regolamento (UE) 2019/2088 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari

Dal punto di vista degli investitori, la Commissione interviene – attraverso la settima azione – per colmare da un lato la mancanza di norme dell'Unione in materia di informativa sulle questioni legate alla sostenibilità destinata agli investitori finali e dall'altro proprio per far fronte all'esigenza, da parte degli investitori di informazioni di carattere finanziario che sta aumentando in modo sostanziale e molto rapidamente.

La domanda di informazioni più accurate da parte delle società è dovuta in parte alla necessità degli investitori di comprendere meglio i rischi finanziari e, in parte, all'aumento di prodotti finanziari focalizzati su temi ambientali e sociali.

In risposta a tali esigenze è stato adottato il regolamento relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari (regolamento (UE) 2019/2088) attraverso il quale vengono introdotti nuovi obblighi di *disclosure* per gli investitori finali e gli asset manager sull'integrazione dei rischi di sostenibilità nelle scelte di investimento.

Come esplicitato nel 10° considerando il fine del Regolamento è proprio quello di *“ridurre l'asimmetria delle informazioni nelle relazioni principale-agente riguardo all'integrazione dei rischi di sostenibilità, alla considerazione degli effetti negativi per la sostenibilità, la promozione delle caratteristiche ambientali o sociali, e degli investimenti sostenibili obbligando i partecipanti ai mercati finanziari e i consulenti finanziari a effettuare informative precontrattuali e continuative destinate agli investitori finali, qualora essi agiscano in qualità di agenti per conto degli investitori finali (principali).*

Azione 9 sul rafforzamento della comunicazione in materia di sostenibilità e della regolamentazione contabile

Attraverso la nona azione la Commissione si impegna a rafforzare la comunicazione in materia di sostenibilità e la regolamentazione contabile. Rientrano pertanto in questa azione: l'aggiornamento degli *Orientamenti sulla comunicazione delle informazioni di carattere non finanziario* nel 2019 e l'istituzione del Lab EFRAG (laboratorio europeo all'interno dell'EFRAG sulle informazioni non finanziarie) costituito nel 2018.

SCHEDA III - IL NUOVO CODICE ITALIANO DI CORPORATE GOVERNANCE

a) L'evoluzione del Codice

L'autodisciplina italiana ha sviluppato nel tempo una crescente attenzione agli interessi che l'organo amministrativo di una SpA quotata dovrebbe perseguire.

Dalla prima edizione del Codice sino alla sua riforma del 2011

Già nella sua prima edizione, il Comitato per la Corporate Governance ha costruito le *best practice* di composizione e funzionamento del consiglio di amministrazione in modo da renderle funzionali ad assicurare *“il primato dell'interesse sociale e della massimizzazione del valore per gli azionisti”*⁸⁸. Un'endiadi che pur sinteticamente riassunta nella raccomandazione agli amministratori di perseguire *“l'obiettivo della creazione di valore per gli azionisti”*⁸⁹ aveva più implicitamente accolto un approccio più illuminato⁹⁰ rispetto alla pura *shareholder value theory* che si esplicita con maggiore eloquenza nell'introduzione al Codice. Nella descrizione delle finalità del Codice, infatti, il Comitato chiarisce che per *“buona governance”* si intende il perseguimento della creazione di valore per gli azionisti, in un orizzonte temporale più cautamente definito *“non breve”*, in quanto funzionale ad innescare *“un circolo virtuoso”*, in termini di efficienza e di integrità aziendale, *“tale da ripercuotersi positivamente anche sugli altri stakeholder – quali i clienti, i creditori, i consumatori, i fornitori, i dipendenti, le comunità e l'ambiente”* – i cui interessi sono stati comunque considerati *“tutelati dall'ordinamento giuridico”*⁹¹.

Gradualmente, il Comitato ha ampliato dapprima l'obiettivo della creazione di valore per gli azionisti alla dimensione del gruppo⁹², per successivamente svilupparlo con maggiore forza mediante la qualificazione temporale del valore, che dal 2011 si intende espressamente come 'medio-lungo'. Un'innovazione 'annunciata' nel 2010 con la più chirurgica modificazione dell'articolato dedicato alle remunerazioni degli amministratori⁹³ e che ha complessivamente avallato la spinta dei *policy makers* verso imprese strategicamente orientate a perseguire risultati di medio-lungo termine. Una spinta che, anche in seguito alla crisi finanziaria del 2008, ha sviluppato una crescente

⁸⁸ Codice 1999, p. 20.

⁸⁹ Codice 1999, 1.3.

⁹⁰ Cfr. la declinazione di tale termine nell'ambito della disciplina britannica.

⁹¹ Codice 1999, p. 19.

⁹² Codice 2006, 1.P.2.

⁹³ Codice 2010, 7.P.2.: *“La remunerazione degli amministratori esecutivi e dei dirigenti con responsabilità strategiche è definita in modo tale da allineare i loro interessi con il perseguimento dell'obiettivo prioritario della creazione di valore per gli azionisti in un orizzonte di medio-lungo periodo.”*

tendenza a contrastare la eccessiva tensione del mercato verso la realizzazione di risultati di breve e brevissimo termine⁹⁴.

Le novità del Codice 2014

Agli albori dell'attenzione del mercato e dei *policy makers* alla sostenibilità dell'impresa, il Comitato è nuovamente intervenuto sull'articolato del Codice per meglio esplicitare l'obiettivo della creazione di valore nel medio-lungo termine e per indirizzare le imprese, seppur mediante suggerimenti non vincolanti, verso un maggiore dialogo con gli *stakeholder*.

Nel 2014, mantenendo immutati i principi guida e l'identificazione degli 'interessi' che il consiglio è tenuto a perseguire nell'ambito di una buona *governance*, il Comitato ha arricchito alcuni punti nevralgici del Codice per sostenere lo sviluppo di una maggiore sensibilità delle imprese quotate verso i temi della sostenibilità dell'impresa – qui intesa ancora prettamente come capacità di creare valore nel lungo termine – nella definizione dei rischi compatibili con la sua attività. A tal fine, il Codice raccomandò ai consigli di amministrazione di includere nelle proprie valutazioni – funzionali alla definizione della natura e del livello di rischio compatibile con gli obiettivi strategici (di medio-lungo termine) dell'emittente – *“tutti i rischi che possono assumere rilievo nell'ottica della sostenibilità nel medio-lungo periodo dell'attività dell'emittente”*⁹⁵.

Al contempo, seppur mediante commento non vincolante, in quanto non soggetto al principio del *comply or explain*, il Comitato ha suggerito – con maggiore cautela e attenzione al principio della proporzionalità – ai consigli di amministrazione delle società di più rilevanti dimensioni, identificate con l'indice borsistico del FTSE MIB, di *“valutare l'opportunità di costituire un apposito comitato dedicato alla supervisione delle questioni di sostenibilità connesse all'esercizio dell'attività dell'impresa e alle sue dinamiche di interazione con tutti gli stakeholder”*⁹⁶ o, in alternativa, di valutare l'attribuzione di tali funzioni, in parte o in tutto, ad altri comitati.

Pur concentrando, dunque, l'attenzione alla sostenibilità dell'impresa – intesa quale mantenimento della sua profittabilità nel tempo – e alla sua naturale quanto necessaria compatibilità con i profili di rischio assunti, il Codice ha assunto una posizione ambivalente nel suggerire una formalizzazione dell'interazione tra società con tutti i suoi *stakeholder* e nel suo accostamento alle 'questioni di sostenibilità' connesse all'esercizio dell'impresa. Questo approccio riflette pienamente le dinamiche di evoluzione delle *best practice* e nella funzione stessa del Codice che, anziché imporre

⁹⁴ Temi affrontati dapprima in alcune consultazioni (2005 e 2006), seguite da raccomandazioni mirate in materia di remunerazioni (Raccomandazioni UE nn. 384 e 385 del 2009), che indirizzano i *policy makers* verso politiche remunerative con orizzonti di medio-lungo termine.

⁹⁵ Codice 2015, 1.C.1., lett. b).

⁹⁶ Codice 2015, *commento* all'art. 4.

best practice non ancora formalizzate, svolge un ruolo di graduale evoluzione culturale delle imprese, accompagnando e anticipando le future istanze del mercato, anche alla luce delle evoluzioni internazionali.

Il contesto internazionale di riforma: l'impegno dei principali comitati europei

In linea di continuità, il Comitato ha continuato a valutare l'evoluzione internazionale anche attraverso una fruttuosa collaborazione con gli altri comitati europei. In particolare, nel 2018 il Comitato ha assunto, insieme ai presidenti delle entità competenti per la redazione dei codici di autodisciplina in Francia, Germania, Olanda, Regno Unito e Svezia, l'impegno⁹⁷ a promuovere e a rafforzare l'attenzione alla sostenibilità nell'evoluzione delle *best practice* esistenti, anche attraverso l'identificazione di un insieme di principi guida comuni. In tale occasione i presidenti hanno condiviso l'importanza del ruolo che i codici di *corporate governance* rivestono nello sviluppo delle *best practice* in materia di sostenibilità dell'impresa e la necessità di mantenere, anche in questo ambito, un equilibrato bilanciamento tra regolamentazione e autodisciplina, a livello sia nazionale che europeo. L'impegno dei Presidenti circa lo sviluppo della sostenibilità nei codici di *corporate governance* si è tradotto, tra l'altro, anche nella proposta di revisione del nuovo Codice italiano che pone la sostenibilità dell'attività di impresa al centro delle strategie delle società quotate.

b) Il 'successo sostenibile' nel nuovo Codice di Corporate Governance

In seguito a un'ampia fase di consultazione pubblica e privata delle imprese quotate destinatarie del Codice e di alcuni dei suoi stakeholder, tra i quali gli investitori istituzionali, il Comitato ha pubblicato a gennaio 2020 la nuova edizione del Codice di Corporate Governance.

La complessiva revisione del Codice è stata fortemente innovativa non solo in termini di sostenibilità dell'impresa: oltre all'introduzione di alcune *best practice* (ad esempio in materia di *engagement*), il nuovo Codice appare profondamente rafforzato nella sua proporzionalità (tesa ad assicurare una maggiore considerazione delle dimensioni e dei modelli di controllo delle società quotate) e decisamente semplificato nella sua struttura (da dieci a sei articoli, con eliminazione del *commento*).

In materia di sostenibilità, il Comitato è intervenuto in maniera sostanziale sull'obiettivo prioritario dell'attività di impresa, riformando – per la prima volta dalla sua prima edizione – la definizione degli obiettivi e degli interessi che il consiglio di

⁹⁷ G6, [Common statement](#), 2018.

amministrazione è chiamato a perseguire al fine di assicurare una buona *governance* dell'impresa.

La novità verte attorno all'identificazione dell'obiettivo 'prioritario' dell'organo di amministrazione, chiamato a perseguire non più *"la creazione di valore per gli azionisti nel lungo termine"* bensì *"il successo sostenibile dell'impresa"*⁹⁸, definito quale *"obiettivo (...) che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri stakeholder rilevanti per la società"*⁹⁹.

Lo scopo dell'impresa quotata si sposta, dunque, verso una dimensione più ampia, nella quale *"il profitto è l'auspicabile prodotto della ragion d'essere dell'impresa societaria, ma non si identifica più integralmente in essa"*¹⁰⁰, prendendo spunto, almeno in parte, dal dibattito europeo e internazionale sull'evoluzione dello scopo dell'impresa¹⁰¹. Un ampliamento che non si contrappone alla funzionalizzazione dell'impresa al perseguimento dell'interesse lucrativo dei soci, quale scopo e mezzo del contratto di società derivante dall'art. 2247 cc che conserva una posizione prioritaria nella guida del agire amministrativo¹⁰², ma che arricchisce la platea di elementi (*rectius* interessi) che chi amministra l'impresa dovrebbero considerare nella definizione delle strategie dell'impresa e nell'attività di esame e approvazione esame del piano industriale¹⁰³.

L'introduzione del concetto di 'successo sostenibile' non consiste, dunque, in una nuova valutazione delle aspettative degli azionisti, che restano saldamente i primari percettori della 'creazione di valore', bensì nell'intenzione del Codice di indirizzare, in modo più chiaro, l'attenzione degli amministratori, e per loro tramite alle strategie dell'impresa, anche verso gli altri portatori di interesse, di seguito definiti quali *stakeholder*. Una soluzione che riecheggia, anche nelle scelte lessicali, la riforma del *Companies Act* britannico improntato alla teoria dell'*enlightened shareholder value* ma

⁹⁸ Codice 2020, *principio I*.

⁹⁹ Codice 2020, *Definizioni*.

¹⁰⁰ U. Tombari, *Una nuova stagione per le società quotate*, Il Sole 24 Ore, 2020; P. Marchetti, M. Ventoruzzo, *La sfida del Codice più responsabili in Borsa*, Corriere della Sera Economia, 2020.

¹⁰¹ In particolare, le proposte sviluppate nel Regno Unito, tra le prospettive dell'*enlightened shareholder value* e le più radicali proposte per la definizione della *company's purpose* che trovano, non a caso, un bilanciamento nel nuovo *UK Corporate Governance Code*, che ha significativamente ispirato la riforma del Codice italiano.

¹⁰² Il 'successo sostenibile' è infatti definito quale obiettivo - che potremmo definire primario - della creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, che gli amministratori sono tenuti a perseguire *"tenendo conto degli interessi degli altri stakeholder rilevanti per la società"*.

¹⁰³ U. Tombari, *Una nuova stagione per le società quotate*, cit. in nota 100.

che non si spinge al di là, diversamente dallo *UK Corporate Governance Code*, nell'imporre alle imprese quotate la definizione di uno scopo della società¹⁰⁴.

Seppure l'ampiezza del termine ponga i medesimi dubbi interpretativi circa la misurabilità del successo evidenziati dalla dottrina britannica, è ragionevole ritenere che l'innovazione del Codice possa stimolare le imprese italiane a sviluppare una maggiore sensibilità ai temi ambientali e sociali che possono avere un impatto sulla sostenibilità dell'impresa nel lungo termine, far uscire termini come *"responsabilità sociale e sostenibilità dalla vaghezza di formule solo declamatorie"*¹⁰⁵, suggellando *"l'entrata della (...) cultura imprenditoriale italiana nella prospettiva dell'impresa sostenibile"*¹⁰⁶.

La chiave di volta della nuova impostazione del Codice sono gli *stakeholder*: categoria ampia di portatori di interesse che il Codice non definisce, lasciando alle società l'opportuna flessibilità nell'individuazione di coloro che intende rilevanti per il perseguimento del successo sostenibile dell'impresa.

La modalità attraverso la quale 'tenere conto' degli interessi degli *stakeholder* è individuata sempre tra i *principi* che definiscono il ruolo e guidano l'azione dell'organo amministrativo, significativamente riuniti nel primo articolo del Codice. Al fine di perseguire il successo sostenibile dell'impresa l'organo di amministrazione *"promuove, nelle forme più opportune, il dialogo con gli azionisti e gli altri stakeholder rilevanti per la società"*¹⁰⁷. Il Codice individua, dunque, nel dialogo con la più ampia categoria di *stakeholder*, che ripartisce tra azionisti e altri portatori di interesse rilevanti, un momento fondamentale per l'organo amministrativo, quale soggetto deputato a promuovere e sovrintendere le interazioni con tali soggetti per conoscerne gli interessi e saggiarne la rilevanza per la persecuzione dell'obiettivo del successo sostenibile dell'impresa¹⁰⁸.

Mentre la promozione del dialogo con gli azionisti è declinata con maggiore dettaglio con la raccomandazione di adottare una politica di *engagement* che assicuri una sua adeguata proceduralizzazione e trasparenza¹⁰⁹, il Codice non identifica le modalità del dialogo con gli altri *stakeholder* rilevanti per la società. Tuttavia, il Codice compie un

¹⁰⁴ Cfr. paragrafo 1.4 del Rapporto, dedicato all'analisi comparata e la **scheda di approfondimento IV** sull'evoluzione del modello UK, dove si illustra lo sviluppo del nuovo codice di autodisciplina britannico che, pur improntato a dare maggiore sostanza agli obblighi introdotti con la *section 172* del Companies Act, riflette anche una visione più ampia, raccomandando agli organi di amministrazione di definire anche lo 'scopo' della società.

¹⁰⁵ P. Marchetti, *Il nuovo Codice di autodisciplina delle società quotate*, "Riv. Soc.", 2018, p. 272.

¹⁰⁶ P. Marchetti, *Il nuovo Codice di autodisciplina delle società quotate*, cit. in nota 105, p. 272.

¹⁰⁷ Codice 2020, *principio IV*.

¹⁰⁸ La centralità del dialogo è stata sottolineata anche da F. Rossi, *La governance apre agli stakeholder*, Il Sole 24 Ore, 2020, dove l'A. sottolinea come il dialogo sia da intendersi come *"centrale per conoscere gli interessi degli stakeholder e quindi per il successo sostenibile dell'impresa"*.

¹⁰⁹ Codice 2020, *raccomandazione 3*.

passo importante nell'identificazione della competenza dell'organo di amministrazione nella promozione di tale dialogo, legandola inscindibilmente alla competenza del medesimo organo cui spetta la 'guida' della società, il perseguimento del suo 'successo sostenibile' e la definizione e il monitoraggio dell'attuazione delle strategie della società e del gruppo ad essa facente capo.

Le modalità del dialogo possono essere ricercate nell'originaria, quanto semplicistica, definizione dei compiti del c.d. comitato sostenibilità, al quale il Codice precedente attribuiva – nell'ambito di un commento non vincolante ai sensi del Codice – il compito di supervisionare *“le questioni di sostenibilità connesse all'esercizio dell'attività dell'impresa e (...) le sue dinamiche di interazione con tutti gli stakeholder”*. Seppur l'istituzione di questo comitato non è ora espressamente raccomandata dal Codice, è opportuno notare che alcune delle funzioni tipiche di un comitato sostenibilità sono sviluppate nell'ambito del primo articolo del Codice, quali il supporto all'organo di amministrazione nell'analisi dei temi rilevanti per la generazione di valore nel lungo termine (matrice di materialità)¹¹⁰ e un'eventuale (seppur non esplicitato) supporto nella promozione del dialogo con gli *stakeholder*. La ricollocazione di tali funzioni nell'ambito di *principi e raccomandazioni* vincolanti riflette, rispetto al precedente commento non vincolante, una decisa accelerazione del Codice sui temi della sostenibilità¹¹¹.

Nel promuovere il dialogo con gli *stakeholder*, il Codice riflette le più recenti innovazioni dello *UK Corporate Governance Code* che, seppur su mandato governativo, ha elaborato un'ampia scelta tra le possibili forme¹¹² attraverso le quali sviluppare il dialogo con una delle principali categorie di *stakeholder* dell'impresa, ossia i lavoratori¹¹³.

Infine, il 'successo sostenibile' si declina lungo tutta l'impostazione del modello di *governance* raccomandato dal Codice che attribuisce all'organo di amministrazione la responsabilità di integrare gli obiettivi di sostenibilità nel piano industriale, nel sistema di controllo interno e di gestione dei rischi e nelle politiche di remunerazione.

Il forte legame tra 'successo sostenibile' e la primaria responsabilità del *board* nella definizione delle strategie dell'impresa si riflette proprio nella definizione del piano industriale, inteso quale *“documento programmatico nel quale sono definiti gli obiettivi strategici dell'impresa e le azioni da compiere a fine di raggiungere tali obiettivi in*

¹¹⁰ Codice 2020, *raccomandazione* 1, lett. a) che opportunamente lascia all'organo di amministrazione la decisione relativa all'istituzione, ma anche alla composizione e alle funzioni del medesimo comitato, lasciando dunque aperta la possibilità di istituire comitati endo-consiliari, comitati manageriali o comitati a composizione mista.

¹¹¹ F. Rossi, *La governance apre agli stakeholder*, cit. in nota 108.

¹¹² V. paragrafo 1.4 del Rapporto e la **scheda di approfondimento IV**.

¹¹³ V. paragrafo 1.4 del Rapporto e la **scheda di approfondimento IV**.

*coerenza con il livello di esposizione al rischio prescelto, nell'ottica di promuovere il successo sostenibile della società*¹¹⁴.

Il 'successo sostenibile' rileva naturalmente nella definizione del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi¹¹⁵, finalizzato a contribuire al raggiungimento di tale obiettivo, ed arricchisce notevolmente i compiti del comitato controllo e rischi¹¹⁶, chiamato ora a: a) valutare l'idoneità dell'informazione periodica, finanziaria e non finanziaria, a rappresentare correttamente il modello di *business*, le strategie della società, l'impatto della sua attività e le *performance* conseguite, coordinandosi con l'eventuale comitato sostenibilità; b) esaminare il contenuto dell'informazione periodica a carattere non finanziario rilevante ai fini del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi. Un'evoluzione del ruolo del comitato controllo e rischi che riflette la tendenza del Codice a una sempre maggiore apertura del proprio sistema di *governance* alle tradizioni del modello monistico.

Anche la politica per la remunerazione degli amministratori riflette l'orientamento strategico raccomandato dal Codice. L'articolo 5 del Codice declina in tal senso la funzione stessa della politica di remunerazione degli organi sociali e del *top management* che dovrebbe essere *"funzionale al perseguimento del successo sostenibile della società"*¹¹⁷ e pertanto coerente con le scelte strategiche adottate in prima istanza dal *board*. In tal senso, il Codice interviene sugli obiettivi di *performance* cui è legata l'erogazione delle componenti variabili degli amministratori esecutivi e del *top management*, raccomandando all'organo di amministrazione che essi siano *"coerenti con gli obiettivi strategici"* dell'impresa e, ancora più esplicitamente, siano *"finalizzati a promuovere il successo sostenibile"*, comprendendo, *"ove rilevanti, anche parametri non finanziari"*¹¹⁸. Una indicazione che potrebbe valere anche per la componente non esecutiva dell'organo di amministrazione, la cui remunerazione potrebbe essere legata – in quanto non espressamente vietato¹¹⁹ – anche ad obiettivi di *performance* non finanziaria.

¹¹⁴ Codice 2020, *definizioni*.

¹¹⁵ Codice 2020, *principio XIX*.

¹¹⁶ Codice 2020, *raccomandazione 34*, lett. b) e c).

¹¹⁷ Codice 2020, *principio XV*.

¹¹⁸ Codice 2020, *raccomandazione 27*, lett. c).

¹¹⁹ La *raccomandazione 29* del Codice 2020 limita soltanto la remunerazione legata a parametri finanziari, che può costituire soltanto una parte non significativa del compenso complessivo dei non esecutivi.

SCHEDA IV - L'EVOLUZIONE DEI DOVERI DEGLI AMMINISTRATORI NEL REGNO UNITO

La section 172 del Companies Act

Il Regno Unito presenta un lungo ed elaborato *iter* di riforma dei doveri fiduciari degli amministratori, iniziato già alla fine degli anni '90, nel contesto di un ambizioso progetto di ammodernamento del diritto societario. Nel 1998, l'iniziativa legislativa ha previsto un'ampia e lunga fase di consultazione di tutti i portatori di interessi che ha trovato composizione nel *Company Law Review Steering Group*, un gruppo di esperti di diritto societario, accademici, imprenditori e altri rappresentanti di altri *stakeholder*, con l'obiettivo di valutare l'opportunità di ridefinire i doveri degli amministratori per ricomprendervi anche un più chiaro dovere di tener conto degli interessi degli *stakeholder*.

A conclusione di un processo quasi decennale di discussione e dibattito, il parlamento britannico ha modificato nel 2006 uno dei principi cardine del Companies Act, che imponeva agli amministratori delle società di capitali di agire *“nel migliore interesse della società”*, a favore di una più ampia disposizione che statuisce *“il dovere dell'amministratore di agire nel modo che intendono, in buona fede, migliore per il perseguimento del successo della società a beneficio dell'insieme dei suoi membri”*, *“tenendo conto”* degli interessi di un nutrito elenco di stakeholders.

La prima parte della nuova *section 172* del Companies Act riflette una impostazione tradizionalmente incentrata alla creazione di valore per la società e per i suoi membri, dove gli ultimi sono tradizionalmente intesi – anche nella giurisprudenza successiva alla riforma del Companies Act – come gli azionisti presenti e futuri della società. Dunque, un dovere articolato degli amministratori che poggia su alcune clausole sufficientemente ampie a preservare l'autonomia discrezionale della funzione gestoria – quali 'buona fede' e 'successo della società nel lungo termine' – e sul persistente primato gerarchico degli interessi degli azionisti (presenti e futuri)¹²⁰, ma che al contempo è accompagnato da un elenco nutrito di parametri, da considerare nella definizione delle singole scelte gestorie, tesi a valorizzare gli interessi dei principali stakeholders dell'impresa.

La seconda parte della *section 172* allarga però gli elementi che dovrebbero incidere sulle decisioni degli amministratori, in quanto impone a ciascun amministratore di tener conto, tra gli altri interessi, anche: *“a) del possibile impatto delle proprie decisioni nel lungo termine; b) dell'interesse dei lavoratori della società; c) della necessità di*

¹²⁰ A. Kaey, *The Enlightened Shareholder Value Principle and Corporate Governance*, London, 2013. In tal senso, seppur nell'ambito di proposte più orientate alla *stakeholder governance*, si veda anche l'interpretazione di C. Mayer, *Prosperity. Better business makes the greater good*, Oxford, 2020, che identifica un dovere primario (successo dell'impresa a beneficio di tutti gli azionisti) e un dovere secondario degli amministratori (tener conto degli interessi degli altri *stakeholder*).

promuovere la relazione della società con i fornitori, consumatori e altri (portatori di interessi); d) dell'impatto delle operazioni societarie sulla comunità e sull'ambiente; e) della opportunità per la società di mantenere, a fini reputazionali, elevati standard di comportamento; f) della necessità di assicurare un comportamento corretto tra i membri della società”.

La portata della innovazione poggia sulla interpretazione della locuzione ‘tener conto’ degli interessi degli *stakeholder* che ha animato il dibattito in sede legislativa e che ancora rappresenta uno dei punti cardine dell'interpretazione dottrinale e giurisprudenziale della riforma. In dottrina, alcuni riducono tale locuzione sostanzialmente a una mera clausola di stile che non impatta sulle scelte degli amministratori in quanto già tenuti a considerare tali aspetti per l'adozione di una decisione che assicuri il successo dell'impresa nel lungo termine, mentre altri ne enfatizzano l'aggravio procedurale e di verbalizzazione che tale introduzione comporta. L'ampiezza della formulazione e l'assenza di ulteriori indicazioni normative sul perimetro di tali valutazioni hanno favorito diversi tentativi di standardizzazione della condotta attesa dagli amministratori: a tal fine sono state elaborate, successivamente alla modifica della *section 172*, alcune linee guida volte sostanzialmente a circoscrivere l'impatto di tale obbligo procedurale: in particolare le linee guida elaborate da J. Davies¹²¹ intendono chiarire che gli amministratori non sono tenuti a pesare l'impatto di ciascun fattore di cui devono tener conto, rientrando tale valutazione nel loro potere discrezionale da esercitarsi ‘in buona fede’ e nel perseguimento ‘del successo dell'impresa nel lungo termine’ (v. *supra*). Una impostazione simile si ritrova anche nelle linee guida dell'ICSA e quelle elaborate dall'associazione dei segretari dei consigli delle prime cento società quotate che specificano come l'amministratore sia tenuto ad adottare una decisione volta a promuovere il successo dell'impresa nel lungo termine a beneficio di tutti gli azionisti, anche nel caso in cui tale decisione possa avere un impatto negativo su uno o più dei fattori di cui deve tener conto¹²².

Seppur la formula assicura la discrezionalità delle decisioni degli amministratori e, al contempo, sollecita un'adeguata considerazione degli interessi degli *stakeholder*, la sua ampiezza si traduce anche nella debolezza della valutazione dell'esatto adempimento di tale dovere, che appare sindacabile soltanto nell'ambito dei classici rimedi civilisti, scontando la tendenza delle corti anglosassoni ad evitare ogni valutazione *ex post* delle decisioni adottate in buona fede dagli amministratori¹²³. Tuttavia, parte della dottrina ha sottolineato come il contenuto della *section 172*

¹²¹ J. Davies, *A Guide to Directors Obligations Under the Companies Act 2006*, ACCA, 2007.

¹²² ICSA, *Guidance on Directors' General Duties*, 2008; Association of General Counsel and Company Secretaries of the FTSE 100.

¹²³ Cd. *Wednesbury Standard*. Cfr. P. Davies, S. Worthington, *Gower and Davies Principles of Modern Company Law*, London, 2012, pp. 16-76.

potrebbe accentuare la tendenza di alcune corti a intervenire, *ex post*, nel processo decisionale degli amministratori¹²⁴. Grazie all'ampiezza della *section 172*, alcuni hanno sostenuto che i giudici, appurata l'irragionevolezza della decisione assunta da parte dell'amministratore, potrebbe tendere a valutare con il senno di poi (*second-guess*) quale sarebbe stata la migliore decisione per l'efficace perseguimento del successo della società nel lungo termine¹²⁵. In tal senso è stata prospettata una evoluzione degli standard di valutazione della condotta degli amministratori, volta ad attribuire al giudice la possibilità di valutare (o meglio, di non essere totalmente inibito dal valutare) la qualità dei componenti del consiglio di amministrazione e l'integrità del processo decisionale¹²⁶.

Gli obblighi informativi sull'adempimento della section 172 Companies Act – lo Strategic Report

Qui si inserisce il secondo pilastro della riforma del Companies Act ossia la modifica della *section 417* che impone agli amministratori di riportare nella *Business Review* - sezione della relazione sulla gestione che fornisce informazioni sulla performance e sulle prospettive della gestione – come hanno applicato la *section 172*. Un obbligo informativo che, nonostante la sua portata innovativa in termini di efficacia comunicativa¹²⁷ apprezzata anche dagli investitori¹²⁸, è stato inizialmente contestato per la sua eccessiva genericità¹²⁹ e per la sua applicazione essenzialmente formale da parte delle società¹³⁰.

Queste considerazioni sono state oggetto di due consultazioni pubbliche del *Department of Business, Innovation and Skills*¹³¹ che si sono concluse con la

¹²⁴ Ad esempio, nella valutazione dell'opportunità dell'amministratore di proseguire nella promozione dell'azione di responsabilità richiesta su istanza degli azionisti (*derivative action*) e nella valutazione della condotta illegittima degli amministratori (*unlawful conduct* ai sensi della sec. 994 Companies Act); quest'ultima, in particolare, ha visto una crescente propensione delle corti a ridurre il perimetro della *business judgement rule*, soprattutto rispetto alla tutela delle minoranze azionarie.

¹²⁵ E. Lim, *Judicial Intervention in Directors' Decision-Making Process: Section 172 of the Companies Act*, "Journal of Business Law", 169, 2018, p. 5, ove maggiori riferimenti.

¹²⁶ Cd. "Heightened Review" proposta da E. Lim, *Judicial Intervention in Directors' Decision-Making Process: Section 172 of the Companies Act 2006*, cit. in nota 125.

¹²⁷ C. Villeris, *Narrative Reporting and Enlightened Shareholder Value under the Companies Act 2006*, in "Directors' Duties and Shareholder Litigation in the Wake of the Financial Crisis Corporations, Globalisation and the Law series", ed. Joan Loughrey, Northampton Massachusetts, 2012.

¹²⁸ Quanto meno in termini di raccolta di informazioni, seppur difficilmente classificabili: O. Aiyegbayo, C. Villeris, *The Enhanced Business Review: Has it Made Corporate Governance More Effective?*, *J Bus L* 699, 2011.

¹²⁹ Questi temi sono stati affrontati in particolare in due pubblicazioni del Department of Business, Innovation and Skills: *Innovation and Skills, The Future of Narrative Reporting* (2010); *A Long-Term Focus for Corporate Britain – A Call for Evidence* (2010) e sono emerse anche nell'attività di Vigilanza dell'FRC con riferimento all'insufficienza delle informazioni di due società quotate sul proprio impatto ambientale.

¹³⁰ A. Key, *The Enlightened Shareholder Value Principle and Corporate Governance*, 2013, p.178; Coalition of Corporate Reporting, *The Reporting of Non-financial Information in Annual Reports by the FTSE 100*, 2010.

¹³¹ Department of Business, Innovation and Skills: *Innovation and Skills, The Future of Narrative Reporting* (2010); *A Long-Term Focus for Corporate Britain – A Call for Evidence* (2010).

decisione di un ulteriore intervento normativo al fine di migliorare la qualità della *Business Review*. A tal fine sono state poste in consultazione alcune proposte volte a una nuova allocazione e ulteriori indicazioni di dettaglio circa l'obbligo di pubblicazione di tali informazioni. Nel 2014, è stato così introdotto lo *Strategic Report*, volto a sostituire la *Business Review*. I contenuti dello *Strategic Report* sono stati successivamente arricchiti per effetto di due distinti interventi normativi: i nuovi obblighi informativi derivanti dai *Companies (Miscellaneous) Reporting Regulations* 2018, volti a migliorare la descrizione delle attività poste in essere dagli amministratori per l'attuazione della *section 172 Companies Act*, e dall'implementazione della Direttiva NFRD (che sono dunque parte integrante dello *Strategic Report*).

Questo obbligo informativo è interessante sia sotto il profilo della sua applicazione soggettiva sia nell'esame e nell'interpretazione dei suoi contenuti.

Quanto all'ambito di applicazione soggettivo, la pubblicazione dello *Strategic Report* è imposta a tutte le società di grandi dimensioni: una categoria ampia che comprende tutte le società quotate (sia sul mercato principale sia sull'MTF), le società di grandi dimensioni non quotate, le società bancarie e assicurative, gli IMEL, le imprese di investimento ai sensi della MiFID, le società di gestione del risparmio armonizzate (UCITS). Sono dunque escluse dunque dall'ambito di applicazione soltanto le società di minori dimensioni che non appartengono alle precedenti categorie.

I contenuti dello *Strategic Report* sono diversi anche in ragione della tipologia della società che è tenuta alla sua pubblicazione.

Tutte le società che sono tenute alla pubblicazione dello *Strategic Report* devono fornire: una generale informazione a tutti gli azionisti sulle modalità di concreta attuazione del dovere di promuovere il successo della società ai sensi della sec. 172 del *Companies Act*; una *fair review* del modello di business adottato; un'analisi complessiva dello sviluppo dell'attività di impresa nel corso dell'esercizio di riferimento e la sua posizione alla chiusura dell'esercizio, utilizzando indicatori di *performance* finanziaria e, se del caso, altri indicatori di performance, includendo le informazioni sugli aspetti ambientali e sulle questioni relative ai dipendenti (questi aspetti sono obbligatori per le società non quotate soltanto se di rilevanti dimensioni); altre informazioni contenute nella relazione sulla gestione che gli amministratori considerano di interesse strategico per la società.

Soltanto nelle società di grandi dimensioni (quotate e non) gli amministratori sono invece tenuti a fornire: una descrizione del modello di *business*; una più dettagliata informazione sulla concreta applicazione della restante parte della *section 172 Companies Act* ossia di come hanno tenuto conto degli interessi degli altri

*stakeholder*¹³², comprese: a) la descrizione del processo di *due diligence* adottato dalla società; b) l'adozione delle policy adottate in tale contesto (e la motivazione della loro eventuale mancata adozione); c) l'individuazione e la gestione dei rischi che possono derivare da tali aspetti; una indicazione degli indicatori di *performance* non finanziaria che si intendono rilevanti per l'attività di impresa (e dunque per il suo successo nel lungo termine); indicazione del *framework* utilizzato per la redazione delle informazioni non finanziarie (ai sensi della Direttiva NFRD).

Le società quotate sul mercato principale¹³³ sono inoltre tenute a fornire informazioni anche prospettiche contenenti: una chiara descrizione delle strategie della società; i principali fattori che possono incidere sul futuro andamento, la *performance* e sulla posizione della società, includendo informazioni relative ad aspetti ambientali (incluso l'impatto dell'attività di impresa sull'ambiente), i dipendenti della società e i temi sociali, della società civile (*community*), dei diritti umani, e delle misure di anti-corruzione, compresa l'adozione e l'efficacia delle *policy* eventualmente applicate su tali aspetti.

La selezione delle informazioni rilevanti da inserire nello *Strategic Report* segue il criterio della rilevanza di tali aspetti per gli azionisti, in quanto tale rapporto è esplicitamente volto a consentire agli azionisti una adeguata valutazione del perseguimento del successo della società nel lungo termine e dunque dell'applicazione della *section* 172.

Questa impostazione è confermata anche nelle linee guida non vincolanti sviluppate dal *Financial Reporting Council* nel 2018, su richiesta del *Department of Business, Innovation and Skills*. L'introduzione alle linee guida chiarisce, infatti, che il *report* deve essere funzionale a migliorare il dialogo tra la società e i suoi azionisti; esso è dunque rivolto primariamente agli azionisti e non alla più ampia platea degli *stakeholder*¹³⁴. In quest'ottica, le linee guida delineano una netta distinzione tra le informazioni rilevanti (*material*) e non rilevanti "per gli azionisti", specificando che il rapporto non dovrebbe comprendere queste ultime in quanto una loro integrazione potrebbe impattare negativamente sulla chiarezza e sulla comprensibilità del rapporto agli occhi degli azionisti. Se ne deduce che le informazioni relative all'ambiente, ai dipendenti, alla società civile, ai diritti umani, alle misure anticorruzione e alla diversità di genere

¹³² Dunque al modo in cui hanno tenuto conto "a) del possibile impatto delle proprie decisioni nel lungo termine; b) dell'interesse dei lavoratori della società; c) della necessità di promuovere la relazione della società con i fornitori, consumatori e altri (portatori di interessi); d) dell'impatto delle operazioni societarie sulla comunità e sull'ambiente; e) della opportunità per la società di mantenere, a fini reputazionali, elevati standard di comportamento; f) della necessità di assicurare un comportamento corretto tra i membri della società".

¹³³ Tra gli altri aspetti, lo *Strategic Report* delle quotate deve contenere anche una fotografia della *gender diversity* nel *board*, nelle posizioni di *senior management* e nei dipendenti.

¹³⁴ *Stakeholder* che potrebbero tuttavia trarre vantaggio dalla pubblicazione di tali informazioni. FRC, *Guidance on Strategic Report*, 2018, p. 89.

dovranno essere riportate nello *Strategic Report* soltanto in quanto rilevanti per gli azionisti.

Il dibattito sulla corporate purpose

L'evoluzione legislativa sino a qui descritta si interseca con una più ampia riflessione sviluppata nell'ambito della *British Academy* sullo stato attuale e sulle prospettive future delle imprese. La ricerca è stata avviata con la pubblicazione di due rapporti¹³⁵ incentrati sulla trasformazione del capitalismo e sulla opportunità di definirne scopi socialmente utili, come proposto con forza da Colin Mayer¹³⁶. Una iniziativa che, se ricondotta al quadro regolamentare e autodisciplinare britannico, si pone in un'ottica evolutiva – ma non necessariamente di riforma¹³⁷ – della *section 172 Companies Act*, affrontando la necessità di ricercare una evoluzione dello scopo dell'impresa che assicuri una effettiva conciliazione tra gli interessi degli azionisti e quelli degli *stakeholder*.

Al riguardo, le proposte della *British Academy*, e del Prof. Mayer in particolare, riguardano principalmente la necessità di imporre alle imprese la definizione del proprio scopo, nell'ottica di un superamento del tradizionale primato della creazione di valore per gli azionisti e di una nuova evoluzione della 'corporate purpose' che dovrebbe allinearsi con il suo scopo sociale, realizzando una maggiore affidabilità delle imprese e la creazione di una nuova etica dell'impresa. A tal fine, Mayer abbraccia una visione istituzionalista, identificando un amplissimo scopo dell'impresa che dovrebbe ispirarsi alla creazione di soluzioni ai problemi delle persone e del pianeta e al contempo realizzare profitti, che non sono però di per sé lo scopo della sua attività¹³⁸. Questa definizione si pone in contrasto con il quadro normativo delineato dal legislatore britannico che, pur richiedendo agli amministratori di tener conto degli interessi degli *stakeholder*, impone il perseguimento del successo dell'impresa nel lungo termine a beneficio di tutti i suoi azionisti. Al riguardo Mayer propone una inversione del modello adottato dal *Companies Act*¹³⁹, al fine di identificare quale dovere primario degli amministratori il perseguimento dello scopo

¹³⁵ *Reforming Business for the 21st Century*, 2018; *Principles for Purposeful Business*, 2019.

¹³⁶ C. Mayer, *Prosperity. Better business makes the greater good*, cit. in nota 120.

¹³⁷ Nell'ambito delle sue proposte, Mayer, pur criticando l'impostazione del *Companies Act*, propone un sostanziale rafforzamento degli strumenti dell'autonomia privata, da sollecitare mediante la definizione obbligatoria di uno "scopo" dell'impresa, mentre concentra le proposte di intervento regolamentare principalmente sul settore finanziario (in particolare, bancario).

¹³⁸ "The purpose of companies is to produce solutions to problems of people and planet and in the process to produce profits, but profits are not per se the purpose of companies". C. Mayer, *Prosperity. Better business makes the greater good*, cit. in nota 120. p. 109.

¹³⁹ Come precedentemente indicato, l'interpretazione di C. Mayer, *Prosperity. Better business makes the greater good*, cit. in nota 120, della *section 172* del *Companies Act* identifica un dovere primario (successo dell'impresa a beneficio di tutti gli azionisti) e un dovere secondario degli amministratori (tener conto degli interessi degli altri *stakeholder*).

dell'impresa e quale dovere secondario quello della creazione di valore per tutti gli azionisti¹⁴⁰.

Poste le basi della teoria, Mayer svolge alcune riflessioni circa l'impatto che la definizione dello scopo di impresa dovrebbe produrre sulla organizzazione dell'impresa, ponendo particolare attenzione, tra l'altro, alla definizione degli assetti proprietari e di *governance*: questi due ambiti rappresentano, infatti, gli strumenti attraverso i quali sviluppare l'impegno (*commitment*) degli azionisti al nuovo scopo dell'impresa¹⁴¹.

Con particolare riferimento agli aspetti di *governance*, le proposte di Mayer riguardano più direttamente la definizione dei doveri fiduciari degli amministratori e del loro legame con lo scopo che l'impresa si è data. Partendo dalle evoluzioni della *stakeholder governance*, Mayer promuovendo l'evoluzione del cd. 'trustee model', che enfatizza i doveri fiduciari degli amministratori che agiscono nell'interesse della società, intesa nel suo complesso, in contrapposizione al cd. 'representative model', dove gli amministratori agiscono in qualità di mandatari di una classe qualificata di *stakeholder* che provvedono alla loro elezione¹⁴². In tal senso i doveri fiduciari ipotizzati da Mayer, che hanno natura prettamente contrattuale e trovano fondamento nella definizione dello scopo dell'impresa, si pongono nell'ottica di una evoluzione del dovere legale degli amministratori di "*perseguire il successo della società nel lungo termine*" (section 172 Companies Act) che, declinato nella nuova e più ampia definizione del suo scopo, si tramuta nell'obiettivo di perseguire la 'prosperità' dell'impresa nel lungo termine.

Le riflessioni di Mayer si estendono, tra l'altro, anche alla valorizzazione degli assetti proprietari, a supporto del cd. 'valore idiosincratico'¹⁴³ dell'imprenditore e dei modelli di controllo familiare delle imprese, in contrapposizione al crescente peso degli investitori istituzionali. Nella teoria dello scopo di impresa, gli assetti proprietari giocano un ruolo fondamentale nello sviluppo dell'impegno (*commitment*) degli azionisti verso la promozione della '*corporate purpose*', rispetto alle più classiche teorie del loro controllo sulla gestione e lo sviluppo dell'impresa. Una critica che va al di là della definizione dello scopo dell'impresa e dei doveri fiduciari degli amministratori, ma che fornisce nuova linfa alle riflessioni – attualmente in corso in Europa – sulla (eccessiva) pressione del mercato al perseguimento di risultati di breve

¹⁴⁰ C. Mayer, *Prosperity. Better business makes the greater good*, cit. in nota 120, p. 114.

¹⁴¹ C. Mayer, *Prosperity. Better business makes the greater good*, cit. in nota 120.

¹⁴² G. Ferrarini, *An Alternative View of Corporate Purpose: Colin Mayer on Prosperity*, in "Riv. Soc.", 1, 2020.

¹⁴³ Z. Goshen, A. Hamdani, *Corporate and Idiosyncratic Vision*, *Yale Law Journal*, Vol. 125, 2016.

termine, che deriva, in particolare, dal comportamento degli investitori istituzionali e negli *asset manager*¹⁴⁴.

L'evoluzione dell'autodisciplina nel Regno Unito

Sulla spinta della riforma del diritto societario e in risposta ai più recenti scandali (BHS nel 2016, Carillion nel 2018), il Governo britannico ha avviato nel 2016 un'ulteriore riflessione sulle possibili evoluzioni della corporate governance per affrontare (nuovamente e più direttamente) l'adeguatezza dei doveri fiduciari degli amministratori. Con la pubblicazione del Rapporto governativo del *House of Commons' Business, Energy and Industrial Strategy Committee*¹⁴⁵ e la consultazione pubblica *Green Paper*¹⁴⁶, infatti, il Governo ha annunciato nuove ipotesi di intervento, normativo o autodisciplinare, volte a rafforzare la propensione degli amministratori a tener conto degli interessi degli *stakeholder*, avendo particolare riguardo alla categoria dei lavoratori dell'impresa.

In questa fase di consultazione pubblica, il *Financial Reporting Council* – organo a composizione mista, competente, tra l'altro per la revisione e il monitoraggio del Codice di Corporate Governance britannico – ha giocato un ruolo fondamentale, proponendosi attivamente ad accogliere e sviluppare le proposte governative in sede autodisciplinare. La proposta è stata accolta dal Governo e ha pertanto arrestato la presentazione di ulteriori proposte normative sulla *section 172 Companies Act*¹⁴⁷.

In base all'impegno assunto, l'FRC ha completato nel 2018 una revisione complessa e articolata del codice di autodisciplina, avendo particolare riguardo ai temi di sostenibilità e di dialogo con i lavoratori che sono stati segnalati nell'ambito delle due consultazioni pubbliche.

Gli aspetti più rilevanti della riforma dello UK Corporate Governance Code riflettono dunque le evoluzioni del diritto societario innescate dalla nuova *section 172* del *Companies Act*. Il nuovo codice ha rafforzato la centralità e la responsabilità del consiglio di amministrazione nella definizione dello scopo della società (*company's purpose*), dei suoi valori e della strategia, assicurando che questi riflettano la cultura di impresa che essi intendono sviluppare. In tal senso, il codice enfatizza i contenuti del quadro legislativo, rispondendo in maniera costruttiva alle istanze presentate da una parte della dottrina¹⁴⁸ a favore di una valorizzazione dello scopo dell'impresa bilanciata con il (mantenuto) obiettivo della creazione di valore nel lungo termine per gli azionisti.

¹⁴⁴ ESMA, *Report on undue short-termism*, 2020.

¹⁴⁵ Cfr. House of Commons Business, Energy and Industrial Strategy Committee - *Corporate governance, Fourth Report of Session 2016–17*.

¹⁴⁶ Department for Business, Energy and Industrial Strategy, *Corporate Governance Reform Green Paper*.

¹⁴⁷ Si veda la [risposta](#) dell'FRC alla consultazione avviata con il *Green Paper* citato sopra.

¹⁴⁸ Si vedano i lavori della British Academy e, in particolare, le proposte di C. Mayer, *Prosperity. Better business makes the greater good*, cit. in nota 120.

In particolare, il codice, nel raccomandare l'adozione di un piano strategico della società, pone particolare enfasi sulle prospettive di lungo termine per la sostenibilità dell'impresa¹⁴⁹ che dovrebbe assicurare la creazione di valore per gli azionisti ma anche contribuire alla società civile in generale¹⁵⁰. Le strategie e i valori dell'impresa dovranno essere, inoltre, allineati con la cultura di impresa, che il consiglio di amministrazione è chiamato a valutare e monitorare nel corso dell'anno e darne informazione nella relazione di *governance*¹⁵¹.

Un altro aspetto che ha influenzato il contenuto della riforma attiene alla partecipazione dei lavoratori alla gestione dell'impresa, auspicata dal *Green Paper*, che il codice di autodisciplina sviluppa già nei principi, raccomandando al consiglio di amministrazione di assicurare che le politiche e le prassi relative alla gestione della "forza lavoro" siano allineate con i valori dell'impresa e con l'obiettivo di realizzarne la sostenibilità nel lungo termine¹⁵². A tal fine, il codice individua nelle "*provisions*"¹⁵³ diverse *best practice*, eventualmente anche cumulative, volte ad assicurare la compartecipazione della forza lavoro alla vita dell'impresa: dalla figura dell'amministratore nominato dai lavoratori, alla formazione di un *advisory panel* dei lavoratori, sino alla presenza di un amministratore non esecutivo designato a tal fine o di altre soluzioni ritenute equivalenti dalla società.

Gli aspetti di sostenibilità dell'impresa sono stati rafforzati anche dal punto di vista della valutazione e della gestione dei rischi per l'attività di impresa nel lungo termine nonché ai fini della remunerazione di tutti i componenti del *board* che dovrebbe essere legata agli obiettivi del successo sostenibile dell'impresa nel medio-lungo termine¹⁵⁴. In particolare, rispetto all'edizione 2016 del codice, si raccomanda che la remunerazione degli esecutivi sia anche chiaramente allineata allo scopo e ai valori dell'impresa¹⁵⁵.

¹⁴⁹ Intesa quale sopravvivenza (*viability*) della società nel lungo termine.

¹⁵⁰ Cfr. Principio 1A del [UK Corporate Governance Code](#) (in seguito anche solo "UK CG Code").

¹⁵¹ Cfr. UK CG Code, Principio 1B. Nelle *provisions* di dettaglio, il codice raccomanda a tal fine al consiglio di monitorare la cultura di impresa anche attraverso l'adeguata gestione delle segnalazioni anonime dei lavoratori e l'adozione, nel corso dell'anno, di tutte le iniziative resesi opportune (*whistleblowing*).

¹⁵² Cfr. UK CG Code, Principio 1E, che non si riferisce soltanto ai lavoratori dipendenti ma al più ampio perimetro della "*workforce*" dell'impresa.

¹⁵³ Cfr. UK CG Code, Principio 1E e *provision* 6.

¹⁵⁴ Cfr. UK CG Code, Principi I.B e I.C.

¹⁵⁵ Cfr. UK CG Code, Principio P.

SCHEDA V - L'EVOLUZIONE DELLO SCOPO SOCIALE IN FRANCIA

L'ordinamento francese è stato tra i primi in Europa ad affrontare i temi legati alla responsabilità sociale dell'impresa e più in generale alla sostenibilità.

Già la *Loi sur les nouvelles réglementations économiques* (NRE) del 2001 richiedeva alle società quotate di pubblicare nella relazione annuale sulla gestione anche informazioni relative a come venivano presi in considerazione i temi sociali e ambientali nello svolgimento dell'attività. Questi obblighi sono stati poi rafforzati con la *Loi Grenelle II portant sur l'engagement national pour l'environnement* (ENE) del 2010 che ha aggiunto i temi sociali e ha ampliato le società tenute a rispettare tali obblighi informativi. Queste disposizioni sono state adottate prima della trasposizione della direttiva europea del 2014 sull'informativa non finanziaria, attuata con l'ordonnance n. 2017-1180 del 19 luglio 2017 e con il décret n. 2017-1265 del 9 agosto 2017.

Al di là della previsione di una maggiore trasparenza delle società in materia di sostenibilità e responsabilità sociale, in Francia si è avviato un intenso dibattito sul ruolo che la grande società per azioni può e deve giocare in un contesto economico globalizzato, fondamentalmente diverso da quello in cui la legislazione societaria è stata originariamente concepita (la definizione di società del *code civil* è sostanzialmente la stessa dal 1804) e ci si è interrogati su quale riforme legislative attuare per dare risposte attuali a queste domande.

In questo contesto si collocano sia la *Loi n. 2017-399 relative au devoir de vigilance des sociétés mères et des entreprises donneuses d'ordre* che ha introdotto doveri di vigilanza della società sulla catena di approvvigionamento sia la *Loi Pacte* del 2019, che ha modificato l'art. 1803 del cc sull'interesse sociale e ha introdotto la figura della *société à mission*, equivalente alla società benefit.

I doveri di vigilanza sulla catena di subfornitura e subappalto

Con la legge n. 2017-399 del 27 marzo 2017¹⁵⁶, sono stati introdotti specifici obblighi di vigilanza a carico delle società 'madri' di grandi dimensioni (che impiegano almeno 5.000 dipendenti in Francia o almeno 10.000 contando anche controllate e filiali estere). L'adozione della legge è stata influenzata dal '*business and human rights movement*' che trova le sue origini nel Global Compact delle NU del 2000 e successive evoluzioni.

La legge ha modificato il codice di commercio, introducendo un nuovo art. L225-102-4 che impone l'adozione di un Piano di Vigilanza (*Plan Vigilance*), che contenga le misure di controllo appropriate a identificare i rischi e prevenire le minacce gravi ai

¹⁵⁶ [Loi n° 2017-399 du 27 mars 2017](#) relative au devoir de vigilance des sociétés mères et des entreprises donneuses d'ordre.

diritti dell'uomo e alle libertà fondamentali, la salute, la sicurezza delle persone e dell'ambiente, che possano derivare dalla sua attività o da quella delle sue controllate, dirette o indirette, così come dall'attività dei suoi fornitori, con i quali intrattiene una relazione commerciale stabile. Il piano di vigilanza deve essere redatto in associazione con le parti interessate, se del caso nell'ambito di iniziative multi-stakeholder all'interno dei settori o a livello territoriale. Esso deve prevedere le seguenti misure: a) una mappa dei rischi per la loro identificazione, analisi e gerarchia; b) le procedure per la valutazione regolare della situazione delle filiali, dei fornitori e dei subappaltatori con i quali ci sono rapporti commerciali stabili relativi ai rischi mappati; c) la previsione di azioni per la mitigazione o la prevenzione delle minacce gravi; d) un meccanismo di allerta e di raccolta di segnalazione relative all'esistenza o al verificarsi di rischi, stabilito d'accordo con le organizzazioni sindacali; e) un sistema per monitorare le misure attuate e valutarne l'efficacia; f) il piano di vigilanza e la relazione sulla sua effettiva attuazione sono resi pubblici e inclusi nella relazione sulla gestione.

Quanto alle conseguenze delle violazioni, quando una società è convocata per ottemperare agli obblighi previsti e non lo fa entro 3 mesi, il tribunale competente può, su richiesta di qualsiasi persona che dimostri interesse ad agire, ingiungere di rispettarli sotto minaccia di sanzione.

Le modifiche al codice civile in materia di interesse sociale

L'art. 169 della *Loi Pacte*¹⁵⁷ (sezione seconda intitolata 'imprese più giuste') ha modificato l'art. 1833¹⁵⁸ cc introducendo un secondo comma secondo cui la società è gestita nell'interesse sociale, prendendo in considerazione gli effetti/impatti sociali e ambientali della sua attività; prima l'art. 1833 si limitava a prevedere che la società era gestita nell'interesse sociale.

La norma si applica a tutte le società, civili e commerciali (ma per le società commerciali, cfr. modifica all'art. L225-35 di seguito indicato). L'impatto dipenderà da dimensione e attività della singola società.

Non esiste una definizione legale di interesse sociale, anche se la nozione è richiamata o sottesa in diverse disposizioni del codice civile e del codice di commercio. La giurisprudenza francese ha tradizionalmente distinto l'interesse sociale dall'interesse dei soci (in questo senso si possono leggere anche alcuni orientamenti in materia di gruppi di società e in generale accetta una nozione ampia di interesse

¹⁵⁷ [Loi n° 2019-486 du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises.](#)

¹⁵⁸ Art. 1833 c.c.: *Toute société doit avoir un objet licite et être constituée dans l'intérêt commun des associés. La société est gérée dans son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité.*

sociale che tenga conto anche delle parti (terze) interessate (*parties prenantes*)¹⁵⁹. In altri termini, l'interesse sociale è un concetto a contenuto variabile che non deve essere confuso con l'interesse esclusivo dei soci e che non impedisce alle società di tenere conto di altri interessi nelle loro scelte strategiche¹⁶⁰.

Sempre la Loi Pacte ha modificato l'art. 1835 cc prevedendo che gli statuti possono prevedere uno scopo sociale (*raison d'être*), vale a dire indicare dei principi di cui la società si dota e per il rispetto dei quali la società intende allocare risorse nello svolgimento della sua attività – per consentire la creazione di *société à mission*.

L'indicazione è opzionale e richiede una modifica statutaria che deve essere deliberata con le maggioranze qualificate previste dalla legge.

La norma si applica a tutte le società, civili e commerciali.

Coerentemente con queste disposizioni, gli artt. L225-35 del Codice di Commercio prevedono che il Consiglio di amministrazione determina gli orientamenti dell'attività della società in conformità all'interesse sociale, prendendo in considerazione gli effetti/impatti sociali e ambientali come parte delle loro responsabilità manageriali.

L'introduzione della société à mission

L'art. 176 della *Loi Pacte* ha introdotto un nuovo art. L.210-10 nel codice di commercio che disciplina la *société à mission*.

Una società può definirsi '*à mission*' quando indica nello statuto: uno scopo sociale, ai sensi dell'art. 1835 cc; uno o più obiettivi sociali o ambientali che intende perseguire nell'ambito delle sue attività; le modalità per realizzare tali obiettivi (tra queste, deve essere previsto un comitato di missione, diverso dagli organi sociali, composto da almeno un dipendente, e che è incaricato di redigere un rapporto annuale presentato all'assemblea insieme alla relazione sulla gestione).

Il consiglio d'amministrazione deve tenere in considerazione lo scopo sociale della società come definito dallo statuto (L225-35 del Codice di Commercio).

È previsto l'intervento di un organismo terzo per verificare la realizzazione degli obiettivi sociali/ambientali.

Se non sono rispettate queste condizioni oppure se l'organismo terzo dichiara che non sono rispettati gli obiettivi sociali, il pubblico ministero o qualsiasi persona interessata può rivolgersi al presidente del tribunale che può ordinare, con procedimento

¹⁵⁹ Cfr. Rapport Notat-Senard, *L'entreprise, objet d'intérêt collectif*, 9 mars 2018, che è stato alla base della proposta di Loi Pacte.

¹⁶⁰ Cfr Club de Juristes, *Rapport Le rôle sociétale de l'entreprise. Elements de réflexions pour une réforme*, aprile 2018.

sommario e se del caso con la previsione di una sanzione, al rappresentante legale della società di eliminare la menzione '*société à mission*' da tutti gli atti e documenti della società

Le modifiche in materia di remunerazione degli amministratori

Sono state richieste informazioni aggiuntive sulla remunerazione degli amministratori. In particolare: devono essere indicati gli elementi variabili della remunerazione legati a criteri di performance non finanziari (art. 175 *Loi Pacte*); deve essere indicato il livello della remunerazione del presidente del cda, del direttore generale (*directeur général*) e di qualsiasi amministratore con deleghe (*directeur général délégué*) rispetto al compenso medio su base equivalente a tempo pieno dei dipendenti della società diversi dagli amministratori (inclusi i dirigenti con responsabilità strategiche) (*mandataires sociales*) e dell'evoluzione di tale rapporto almeno negli ultimi cinque anni di esercizio (art. 187 *Loi Pacte*); queste informazioni devono essere presentate insieme in modo da consentire il confronto.

Le modifiche in materia di amministratori dipendenti

La *Loi Pacte* (art. 184) ha modificato infine le disposizioni del codice di commercio in materia di amministratori in rappresentanza dei dipendenti (art. L225-27-1). Esse ora prevedono che: quando il cda è composto da più di 8 membri, almeno 2 di essi devono essere amministratori in rappresentanza dei dipendenti; l'obbligo di avere amministratori in rappresentanza dei dipendenti è stato esteso alle grandi società non quotate.

SCHEDA VI - L'EVOLUZIONE DEL MODELLO 'STAKEHOLDER-ORIENTED' IN OLANDA

L'ordinamento olandese offre molti spunti di riflessione, in quanto ha sperimentato nel tempo gli effetti e le possibili evoluzioni di un intervento legislativo sui doveri fiduciari degli amministratori, orientato alla cd. *stakeholder value theory*.

Il quadro normativo: doveri fiduciari e forme di rappresentanza degli stakeholder

Ad esito di alcune importanti pronunce giurisprudenziali, che hanno rivendicato l'illegittimità delle decisioni degli amministratori rivolte alla mera creazione di valore per gli azionisti, il legislatore olandese ha modificato nel 1971 i doveri fiduciari degli amministratori delle società per azioni e delle società a responsabilità limitata, imponendo loro di perseguire *“gli interessi della società e della sua attività di impresa”*¹⁶¹.

Con particolare riferimento alle società per azioni, il sistema normativo olandese offre la possibilità di optare alternativamente per il sistema di amministrazione e controllo di tipo monistico o dualistico: al riguardo, l'obiettivo di perseguire *“gli interessi della società e della sua attività di impresa”* si rivolge a tutti gli amministratori¹⁶² della società, comprendendo, dunque, oltre ai consiglieri di gestione anche i consiglieri di sorveglianza nel modello dualistico.

La disciplina olandese dei doveri fiduciari appare dunque orientata ai principi della *stakeholder value theory*. Questa impostazione trova ancora maggiore impulso alla considerazione degli interessi di una particolare categoria di *stakeholder*, ossia i dipendenti, in due categorie di società olandesi: tutte le società olandesi aventi più di cinquanta dipendenti e le società dualistiche di maggiori dimensioni.

Il consiglio dei lavoratori

Nel primo e più ampio caso, tutte le società olandesi aventi un numero di dipendenti¹⁶³ superiore a cinquanta che sono tenute a istituire un consiglio dei lavoratori¹⁶⁴, quale organo sociale aggiuntivo rispetto al consiglio di gestione, al consiglio di sorveglianza e all'assemblea dei soci. Il consiglio dei lavoratori è composto da un minimo di tre a un massimo di quindici membri, scelti e nominati tra i lavoratori dipendenti della società¹⁶⁵, cui sono attribuite importanti funzioni di dialogo tra lavoratori e società e il

¹⁶¹ Art. 2:129, comma 5 del codice civile olandese.

¹⁶² Artt. 2:129, comma 5, 239, comma 5, 140, comma 2 e 250, comma 2 del codice civile olandese. Per una interpretazione più estesa si veda C. de Braw, *The Dutch Stakeholder Experience*, 2020, disponibile su <https://corpgov.law.harvard.edu/>; J. Van Bekkum, J.B.S. Hijink, M.C. Schouten, J.M. Winter, *Corporate Governance in Netherlands*, *Electronic Journal of Comparative Law*, vol. 14.3, 2010.

¹⁶³ Impiegati in Olanda. Cfr. Art. 2 del Works Council Act olandese.

¹⁶⁴ Art. 2 del Works Council Act olandese.

¹⁶⁵ Art. 6 del Works Council Act olandese.

suo *management*¹⁶⁶. Più in dettaglio, il consiglio dei lavoratori ha il diritto di discutere 'gli affari generali' della società con il consiglio di gestione¹⁶⁷ almeno due volte all'anno e la facoltà di sollecitare ulteriori incontri per discutere qualsiasi tema che gli compete.

Inoltre, al consiglio dei lavoratori è attribuito un importante potere di potere di esprimere un parere obbligatorio ma non vincolante¹⁶⁸ sulle decisioni gestorie che hanno un impatto diretto sui lavoratori: sono a tal fine comprese non soltanto le decisioni aventi ad oggetto le condizioni contrattuali dei dipendenti (es. pensione integrativa, orario di lavoro, sistema di remunerazione, condizioni di lavoro ecc.) ma anche, e soprattutto, sulle decisioni gestionali rilevanti che comportano, ad esempio, il cambio del controllo, modifiche alle attività produttive o organizzative dell'impresa, importanti decisioni di investimento o disinvestimento, la discontinuità nella produzione, l'accesso o la richiesta di garanzie per significative linee di credito. Per queste decisioni gestionali rilevanti, la legge prevede una specifica procedura decisionale. La violazione dell'obbligo di richiedere il parere determina l'annullabilità della delibera del consiglio; tuttavia, anche l'adozione una decisione gestionale rilevante che sia presa in contrasto con il parere non vincolante del consiglio dei lavoratori produce determinate conseguenze. In entrambi i casi, infatti, il consiglio dei lavoratori è legittimato a impugnare la delibera dinanzi al tribunale specializzato in materia di impresa (*Enterprise Chamber*)¹⁶⁹. Nella prassi giurisprudenziale, il tribunale valuta l'adeguato adempimento dei doveri fiduciari degli amministratori secondo il criterio della ragionevolezza, ossia impone una modifica della decisione o ne impedisce l'attuazione nei casi in cui ritenga che un ragionevole bilanciamento degli interessi coinvolti non avrebbe dovuto trovare una soluzione gestionale diversa da quella assunta nella delibera impugnata¹⁷⁰.

La co-determinazione

Nel secondo caso, per le società olandesi dualistiche di maggiori dimensioni è prevista la disciplina della co-determinazione che assicura ai lavoratori una rappresentanza del consiglio di sorveglianza. Si tratta di una previsione particolarmente rilevante per le società quotate olandesi, considerando che queste ultime hanno optato

¹⁶⁶ Nell'autodisciplina delle società quotate, la cura di questo dialogo è affidata al presidente del consiglio di sorveglianza. V. Codice di autodisciplina olandese, *raccomandazione* 2.3.6.

¹⁶⁷ O con l'imprenditore nei casi in cui non è richiesta l'istituzione di un consiglio di gestione. Art. 23 del Works Council Act olandese.

¹⁶⁸ Art. 27 del Works Council Act olandese.

¹⁶⁹ La *Enterprise Chamber* è una sezione della Corte di Appello di Amsterdam, specializzata in materia di impresa e con (ampio) potere giurisdizionale sui casi di governo societario e di impatto economico (sociale e finanziario) dell'attività di impresa.

¹⁷⁰ J. Van Bakkum, J.B.S. Hijink, M.C. Schouten, J.M. Winter, *Corporate Governance in Netherlands*, cit. in nota 162.

prevalentemente per il modello dualistico¹⁷¹ e che sviluppa, dunque, in questo contesto un approccio dichiaratamente orientato al modello rappresentativo della *stakeholder value theory*¹⁷².

Questo modello ha trovato una più puntuale definizione nel cd. 'structured regime', una disciplina della co-determinazione specificatamente rivolta alle società quotate di maggiori dimensioni che hanno un capitale sociale e riserve pari o superiori a sedici milioni di euro e impiegano almeno cento lavoratori in Olanda¹⁷³.

La disciplina della co-determinazione incide, come di consueto, sul processo di nomina del consiglio di sorveglianza che deve essere composto per almeno un terzo da consiglieri proposti dal consiglio dei lavoratori¹⁷⁴. La designazione da parte del consiglio dei lavoratori può essere contestata dal consiglio di sorveglianza per l'eventuale inadeguatezza dei candidati proposti rispetto alle competenze richieste dalla carica¹⁷⁵. In tal caso, la designazione della quota dei consiglieri riservata alla rappresentanza dei lavoratori deve essere frutto di un accordo tra il consiglio di sorveglianza e il consiglio dei lavoratori; nell'impossibilità di raggiungere un accordo, un rappresentante del consiglio di sorveglianza potrà adire il tribunale specializzato in materia di impresa (*Enterprise Chamber*), al quale compete la decisione finale ed inappellabile circa la nomina dei consiglieri di rappresentanza dei lavoratori¹⁷⁶.

Lo 'structured regime' limita inoltre alcuni poteri del consiglio di gestione, il quale può deliberare solo previo consenso¹⁷⁷ del consiglio di sorveglianza (formato per un terzo dai rappresentanti dei lavoratori) nelle decisioni relative: i) all'emissione di azioni o obbligazioni, così come alla decisione di procedere alla loro quotazione; ii) alla modifica dell'atto costitutivo; iii) allo scioglimento della società; iv) alla presentazione dell'istanza di fallimento di richiesta di una moratoria; v) alla riduzione del capitale sociale.

La reazione della prassi

Il quadro normativo così delineato non ha tuttavia imposto un radicale cambiamento nell'agire degli amministratori. In particolare, è stato osservato¹⁷⁸ come, dalla fine del

¹⁷¹ J. Van Bekkum, J.B.S. Hijink, M.C. Schouten, J.M. Winter, *Corporate Governance in Netherlands*, cit. in nota 162.

¹⁷² R. Kraakman et alii, *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford, 2009, p. 89 ss.

¹⁷³ Art. 2:152 ss del codice civile olandese. Un'esenzione totale da questo regime è prevista per le pure *holding* finanziarie; mentre un'esenzione parziale è prevista per le società quotate con un capitale sociale detenuto per almeno il 50% da una persona giuridica avente la maggior parte dei propri dipendenti fuori dal territorio olandese.

¹⁷⁴ Art. 2:158, comma 6 del codice civile olandese.

¹⁷⁵ Art. 2:158, comma 6 del codice civile olandese.

¹⁷⁶ Art. 2:128, commi 7 e 8 del codice civile olandese.

¹⁷⁷ Art. 2:164 del codice civile olandese.

¹⁷⁸ C. de Braw, *The Dutch Stakeholder Experience*, cit. in nota 162.

'900 fino agli albori della crisi finanziaria, le società olandesi quotate – e pertanto più propense a tener conto delle istanze degli investitori internazionali – abbiano concretamente perseguito la creazione di valore prevalentemente a beneficio degli azionisti, con un sostanziale annacquamento delle previsioni legislative. Le imprese quotate hanno, infatti, elaborato un'interpretazione del dettato legislativo orientata all'*enlightened shareholder value*, di origine britannica, assicurando agli azionisti una posizione di *primus inter pares* nel perseguimento degli interessi della società. A tal fine, gli interessi degli altri *stakeholder* venivano considerato soltanto marginalmente, nella misura in cui essi risultavano gravemente confliggenti con gli interessi degli azionisti, ossia quando la decisione orientata alla massimizzazione del valore per gli azionisti fosse risultata potenzialmente dannosa per gli interessi dei lavoratori o degli altri portatori di interessi¹⁷⁹.

L'impatto della giurisprudenza

Negli anni della crisi finanziaria del 2008, questa prassi è stata oggetto di un crescente scetticismo da parte della giurisprudenza, stimolando lo sviluppo di nuove prassi di *governance* che sono state successivamente cristallizzate nel codice di autodisciplina olandese.

Nel 2014, la Suprema Corte olandese si è pronunciata sul perimetro degli aspetti che gli amministratori sono tenuti a considerare per adempiere adeguatamente al dovere di agire "*nell'interesse della società e della sua attività di impresa*", chiarendo che questi devono riguardare, oltre agli interessi degli azionisti, anche gli interessi dei soggetti coinvolti nella sua attività¹⁸⁰. Da questo *leading case* discende la nuova impostazione della giurisprudenza olandese che tende a sindacare l'operato degli amministratori alla luce del primario perseguimento del successo sostenibile dell'impresa e della necessità di adottare decisioni che non solo poggino su un bilanciamento degli interessi in gioco ma che soprattutto non abbiano un impatto negativo sui propri *stakeholder*¹⁸¹.

A tal fine, l'orientamento prevalente delle corti è quello di valutare l'adempimento dei doveri fiduciari degli amministratori esaminando l'adeguata cura (*due care*) con la

¹⁷⁹ C. de Braw, *The Dutch Stakeholder Experience*, cit. in nota 162.

¹⁸⁰ Dutch Supreme Court 4 April 2014, ARO 2014/71 (Cancun), dove il riferimento era rivolto a tutti i partecipanti di una joint venture di cui faceva parte la società (e il relativo consiglio di gestione) oggetto di giudizio. Per un commento più esteso si v. C. de Groot, *The Duty of Directors to be Guided by the Interest of the Company*, in *Core Concepts in the Dutch Civil Code. Continuously in Motion*. BW Krant Jaarboek, 30, 2016, pp. 187-209.

¹⁸¹ C. de Braw, *The Dutch Stakeholder Experience*, cit. in nota 162, dove l'A. spiega tale dovere come "*a board's primary duty is to pursue the strategic direction that will most likely result in long-term and sustainable business success. The principle is that the company's shareholders, employees, creditors, suppliers, customers, and possibly communities and other company-specific stakeholders are best protected and served by remaining involved with a successful business.*"

quale gli amministratori hanno valutato gli interessi di tutti gli *stakeholder* rilevanti per il successo dell'impresa nel lungo termine¹⁸².

Parte della dottrina osserva come questo orientamento giurisprudenziale sia stato – a quadro normativo invariato – sufficiente a incentivare un cambiamento della visione dei consigli di gestione delle società olandesi¹⁸³.

L'evoluzione dell'autodisciplina

L'evoluzione giurisprudenziale ha promosso inoltre un ampio dibattito sullo scopo dell'impresa e ha influenzato la riforma del codice di autodisciplina olandese. Dal 2016, infatti, il nuovo primo principio del codice raccomanda agli amministratori di perseguire – non più la creazione di valore nel lungo termine per gli azionisti – bensì *“la creazione di valore nel lungo termine”*¹⁸⁴.

Come riportato nel documento di esito della consultazione che ha portato alla revisione del codice, la decisione della *Dutch Monitoring Commissie* – comitato competente a redigere e monitorare il codice di autodisciplina – di valorizzare i principi di una gestione orientata a obiettivi di lungo termine è stata determinata anche dall'esame della prassi che ha evidenziato una correlazione positiva tra l'emergere dei casi di *mala gestio* e di irregolarità nella gestione – compresi i casi di frode, corruzione e la creazione di cartelli – e la propensione dei *business model* e, conseguentemente, della visione del *management* alla realizzazione di risultati di breve-periodo. Una tendenza, quella di valorizzare i risultati di breve termine che ha determinato, secondo la *Commissie* olandese, un aumento dei costi della gestione nel lungo termine che si sono tradotti in perdite, deprezzamento del valore azionario, e, in alcuni casi, nel fallimento dell'impresa e nel licenziamento dei dipendenti¹⁸⁵.

Il nuovo codice sottolinea pertanto come sia fondamentale che le scelte strategiche dell'impresa siano adottate in base ad una adeguata e approfondita valutazione delle

¹⁸² C. de Groot, *The Duty of Directors to be Guided by the Interest of the Company*, cit. in nota 180. Per un approfondimento sulla ponderazione degli interessi di diverse classi di azionisti e di stakeholder nel caso di un'opa, si v. Dutch Enterprise Chamber, maggiore 2017 (caso AkzoNobel). In questa pronuncia, la corte olandese ha ribadito non soltanto l'interpretazione ampia degli interessi che gli amministratori sono tenuti a considerare (stakeholder model), ma anche ribadito due corollari importanti di questo orientamento: da un lato, l'autonomia del consiglio di gestione, monitorato dal consiglio di sorveglianza, nel definire la strategia della società, rispetto agli azionisti, e dall'altro, la tradizionale astensione della corte dal sindacare il merito delle decisioni del *board*. Per un approfondimento si veda anche T. Wetzer, T. Vos, *AkzoNobel: Activist Shareholders Hit Wall of Dutch Stakeholder Model*, giugno 2017 e Id., *The second episode in AkzoNobel saga: activist shareholders lose again in Dutch court, but reach settlement*, settembre 2017, disponibili su <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog>.

¹⁸³ C. de Braw, *The Dutch Stakeholder Experience*, cit. in nota 162.

¹⁸⁴ Codice di autodisciplina olandese, *principio* 1.1.

¹⁸⁵ Codice di autodisciplina olandese, *preambolo*.

conseguenze di lungo termine dell'attività dell'impresa e dell'impatto che essa può avere sui propri *stakeholder*.

Al fine di perseguire la creazione di valore nel lungo termine, il codice raccomanda espressamente al consiglio di gestione e al consiglio di sorveglianza di 'ponderare' gli interessi di questa ampia categoria di gruppi e individui, in modo tale da definire una linea di gestione volta ad assicurare la continuità dell'impresa e del suo gruppo¹⁸⁶.

Questa impostazione del codice si riflette nella definizione dei compiti del consiglio di gestione, della gestione del rischio e della remunerazione degli amministratori.

Ai sensi del codice di autodisciplina olandese, il consiglio di gestione è *“responsabile per la continuità della società e della sua attività di impresa”*. A tal fine, il codice raccomanda ai consiglieri di *“focalizzarsi sulla creazione di valore nel lungo termine per la società e la sua attività di impresa, prendendo in considerazione gli interessi degli stakeholder che sono a tal fine rilevanti”*¹⁸⁷ e *“definire una strategia dell'impresa compatibile con questi fini”*¹⁸⁸. Spetta al consiglio di sorveglianza il compito di monitorare l'adeguato adempimento di questa raccomandazione da parte del consiglio di gestione.

Nella definizione della strategia, il codice precisa ulteriormente gli interessi che dovrebbero essere a tal fine considerati. A tal fine il codice richiede al consiglio di gestione di deve tener conto non sono *“delle prospettive della sua implementazione e della sua attuabilità, del modello di business adottato dalla società e delle società del gruppo, delle opportunità e dei rischi per la società”* ma anche *“degli interessi degli stakeholder”* e *“di ogni altro aspetto che sia rilevante per la società e per la sua attività di impresa, come ad esempio, l'ambiente, la società civile e i lavoratori, le proprie catene di fornitura, il rispetto dei diritti umani e la lotta alla corruzione”*¹⁸⁹.

Il codice tenta anche una prima ricognizione degli *stakeholders*, intesi quali gruppi e individui che, direttamente o indirettamente, influenzano o sono influenzati dal conseguimento degli obiettivi dell'impresa. Al riguardo, sono elencati i dipendenti, gli

¹⁸⁶ Il preambolo del Codice di autodisciplina olandese sottolinea come tale prospettiva implichi anche la necessità per l'impresa di assicurare una gestione reattiva alle dinamiche fuori e dentro la società, che potrebbero richiedere anche adeguamenti dovuti a esigenze di breve termine (non solo prevenire una situazione di crisi ma anche gestire, ad esempio, il lancio di un'opera o una particolare situazione del mercato/settore di riferimento). Nel caso del lancio di un'opera sulla società, la dottrina sottolinea come un tentativo di composizione degli interessi potrebbe e, in particolare di compensazione dei danni che potrebbero derivare a specifiche categorie di *stakeholder* (es. i lavoratori), potrebbe tradursi nella conclusione di accordi non finanziari volti a tutelare tali specifiche classi di *stakeholder*. C. de Braw, *The Dutch Stakeholder Experience*, cit. in nota 162.

¹⁸⁷ Codice di autodisciplina olandese, *principio* 1.1.

¹⁸⁸ Codice di autodisciplina olandese, *raccomandazione* 1.1.1.

¹⁸⁹ Codice di autodisciplina olandese, *raccomandazione* 1.1.1.

azionisti, gli altri creditori, i fornitori, i clienti e altri soggetti che possono considerarsi portatori di un interesse nei suoi confronti.

Il codice traspone la cura dell'interesse della società e degli aspetti anche ambientali e sociali della sua attività anche nella prospettiva dei rischi che possono impattare sull'attività dell'impresa nel lungo termine. A tal fine, il codice raccomanda al consiglio di gestione di chiarire nella sezione della relazione sulla gestione di come siano stati valutati i diversi rischi che possono impattare sulla gestione, ivi inclusi quelli strategici, operazionali, di *compliance* e di *reporting*¹⁹⁰. In particolare, il codice raccomanda raccomandando che la relazione sulla gestione identifichi anche i rischi e le incertezze rilevanti (*material*) che possono avere un impatto sulle aspettative riposte nella continuità della gestione dell'impresa per i prossimi dodici mesi (rispetto alla data del rapporto)¹⁹¹. Una precisazione volta a enfatizzare l'importanza di una visione adeguata, e non soltanto improntata a risultati di lungo termine, per assicurare la resilienza dell'attività di impresa alle esternalità negative che possono avere un impatto sulla sua attività.

Infine, il codice collega la sostenibilità dell'impresa nel lungo termine anche alle regole per la determinazione della remunerazione degli organi sociali. A tal fine, il codice raccomanda al consiglio di sorveglianza di indicare *“come la politica contribuisca alla creazione di valore nel lungo periodo, per la società e per le società del gruppo, tenendo conto anche dei regimi retributivi all'interno del contesto aziendale”*¹⁹². La componente variabile della remunerazione degli esecutivi deve essere prevalentemente legata a obiettivi di lungo termine¹⁹³.

¹⁹⁰ Codice di autodisciplina olandese, *raccomandazione* 1.4.2.

¹⁹¹ Codice di autodisciplina olandese, *raccomandazione* 1.4.2.

¹⁹² Codice di autodisciplina olandese, *principio* 3.1.

¹⁹³ Codice di autodisciplina olandese, *raccomandazione* 3.1.2., punto v).

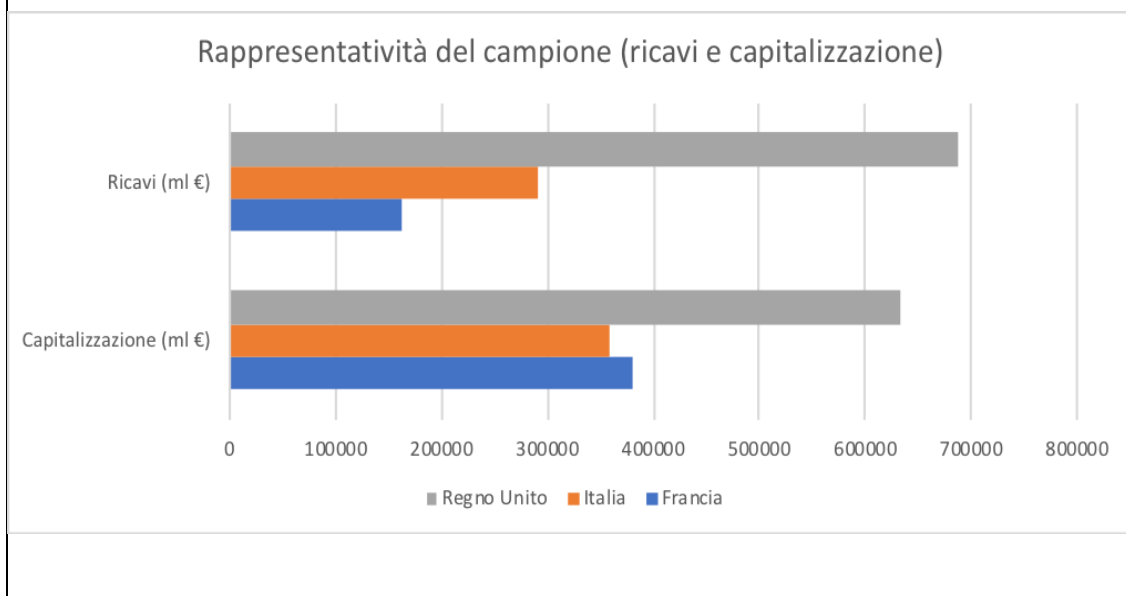
SCHEDA VII - LA SOSTENIBILITÀ NELLE STRATEGIE E NELLE POLITICHE DI REMUNERAZIONE

La prima parte dell'analisi è dedicata all'esame dell'integrazione della sostenibilità nella strategia e nelle politiche di remunerazione di un campione di imprese italiane quotate di medie e grandi dimensioni, confrontato con un campione omogeneo di società francesi e del Regno Unito.

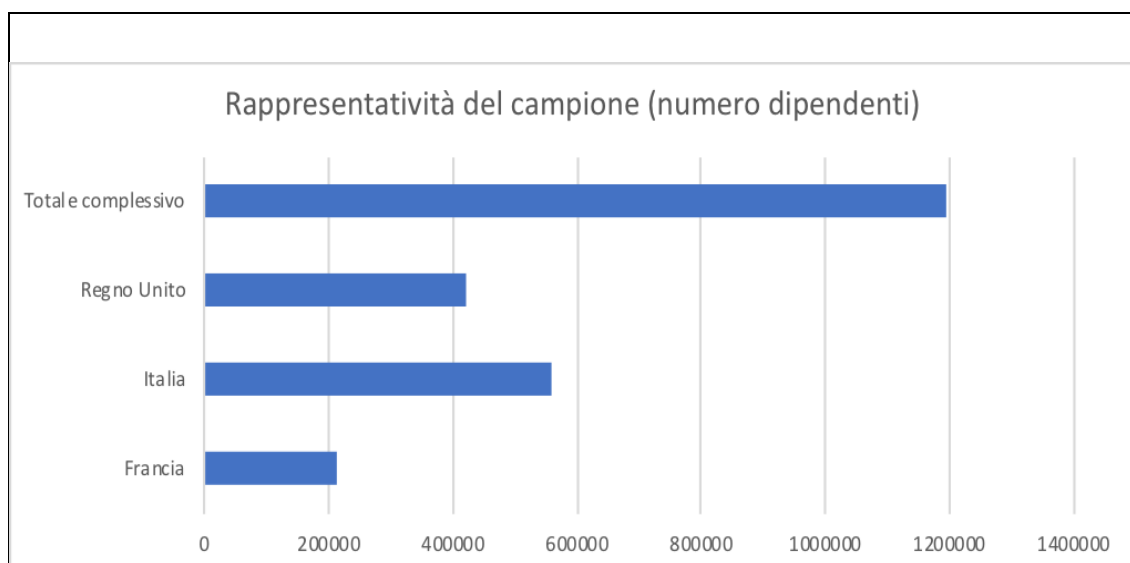
Il campione di riferimento

A tal fine sono state selezionate dieci società italiane quotate sul mercato regolamentato gestito da Borsa Italiana (MTA), di dimensioni grandi e medie, rappresentative dei principali settori merceologici; le medesime informazioni sono state analizzate anche con riferimento a un campione comparabile di società aventi sede legale in Francia e nel Regno Unito.

Seppur limitate nel numero, le imprese italiane selezionate rappresentano una quota significativa della capitalizzazione complessiva del mercato (48% dell'intera capitalizzazione dell'MTA). La selezione è inoltre fortemente rappresentativa delle grandi imprese italiane anche in termini di occupazione: il campione selezionato rappresenta, infatti, un quinto del totale dei lavoratori occupati dalle aziende italiane con oltre cinquecento dipendenti¹⁹⁴. Livelli di rappresentatività analoga sono riscontrabili anche per i campioni selezionati per la Francia e il Regno Unito.



¹⁹⁴ Il dato è stato calcolato sulla base delle statistiche elaborate da Mediobanca, [Dati cumulativi di 2120 società italiane](#), 2020.



Nell'analisi delle società italiane sono state utilizzate le informazioni contenute in diverse fonti: le relazioni sulla gestione, le dichiarazioni sulle informazioni non finanziarie, le relazioni sugli assetti proprietari e sul governo societario, e le relazioni sulla remunerazione. Per le società francesi e del Regno Unito sono stati considerati i risultati contenuti in uno studio comparato¹⁹⁵ realizzato dall'associazione delle società quotate francesi (Afep), integrate, ove necessario, con l'esame dei rispettivi documenti societari.

Il quadro di riferimento

Il confronto internazionale è volto a valutare se ed entro quali termini le soluzioni legislative dei tre paesi (Francia, Italia e Regno Unito) sui vari aspetti della sostenibilità influenzino la quantità e la qualità delle informazioni fornite dalle imprese su questi temi. Al di là del minimo comune denominatore europeo¹⁹⁶, i tre ordinamenti nazionali manifestano alcune rilevanti diversità, derivanti dalle scelte fatte in sede di trasposizione nazionale, rispetto all'ambito di applicazione, alla collocazione delle informazioni e al modello di vigilanza: elementi che appaiono idonei a influenzare l'evoluzione delle prassi nei rispettivi ordinamenti.

Il Regno Unito non ha esteso l'ambito di applicazione definito dal legislatore europeo ('enti di interesse pubblico'), mentre Francia e Italia hanno ampliato l'ambito di applicazione soggettiva: nel primo caso, mediante una diretta estensione dell'obbligo informativo anche in capo alle società grandi non quotate; nel secondo caso, con una

¹⁹⁵ Afep, [UK strategic report: a gold standard for corporate reporting?](#), 2019.

¹⁹⁶ Comune denominatore rappresentato principalmente dalla Direttiva contabile (2013/34/UE) e successivamente dalla Direttiva sulle informazioni non finanziarie (2014/95/UE).

estensione volontaria di tale obbligo informativo alle società, anche non quotate, che non rientrano nella definizione di “enti di interesse pubblico”¹⁹⁷.

Quanto al contenuto e alla collocazione delle informazioni, il Regno Unito ha optato per una definizione più puntuale – rispetto all’ordinamento francese e italiano – dei doveri fiduciari degli amministratori e degli obblighi informativi sulle modalità della loro concreta attuazione¹⁹⁸ che favorisce una pubblicazione integrata di tali informazioni nello *Strategic Report*. Al contrario, Francia e Italia hanno optato per una trasposizione più formalistica: le società francesi devono fornire necessariamente le informazioni non finanziarie nella relazione sulla gestione¹⁹⁹; le società italiane possono invece fornire tali informazioni nella relazione sulla gestione o in una relazione separata²⁰⁰.

Anche l’approccio al sistema di *enforcement* è diverso nei tre ordinamenti considerati. Mentre in Francia e Regno Unito i meccanismi di *enforcement* assumono un risvolto prevalentemente reputazionale e sono supportati dai presidi tipici della giustizia civile o penale (ove ne ricorrano le condizioni), l’ordinamento italiano ha affidato il sistema di *enforcement* all’autorità amministrativa sottoponendo dunque l’informazione non finanziaria alla vigilanza amministrativa (regolamentare, informativa e sanzionatoria) della Consob.

L’analisi dei dati

Al fine di esaminare le modalità con le quali le imprese hanno inserito i temi di sostenibilità nella loro informativa periodica sono state esaminate le varie informazioni riguardanti le strategie d’impresa (*business model*, piano strategico, obiettivi strategici) e quelle relative alle politiche di remunerazione

Il business model

La descrizione del *business model* discende dalla Direttiva europea sulle informazioni non finanziarie. Si tratta dell’obbligo di descrivere la tipologia di servizi o beni prodotti dalla società e il settore o i settori in cui essa opera al fine di illustrare le finalità della gestione a una ampia platea di portatori di interessi²⁰¹.

Nelle società del Regno Unito, la descrizione del *business model* delle società britanniche, oltre a illustrare in sintesi le attività della società, fa quasi sempre riferimento (80%) all’obiettivo della creazione di valore non solo per gli azionisti ma

¹⁹⁷ Art. 7 d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254.

¹⁹⁸ L’ampiezza degli obblighi informativi è inoltre graduata per tipologia di società. Per un approfondimento sulla definizione dei doveri fiduciari nel Regno Unito e la pubblicazione dello Strategic Report, v. par. 1.4 e relativa **scheda di approfondimento IV**.

¹⁹⁹ Art. L 225-102-1 (1) codice di commercio francese.

²⁰⁰ Art. 5 d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254.

²⁰¹ Questa informazione è reperibile nella relazione sulla gestione, nella relazione sulle informazioni non finanziarie o, nel caso delle società britanniche, nello Strategic Report.

per la società civile in generale; in quest'ottica sono forniti specifici dettagli sulle singole categorie di *stakeholder* considerate e sui relativi obiettivi perseguiti.

Questo elemento è meno frequente nelle società francesi e italiane, nelle quali la descrizione del *business model* è generalmente limitato alla descrizione delle attività e del modello organizzativo, mentre raramente questo viene collegato al perseguimento degli obiettivi strategici e, in particolare, a quelli di natura ambientale e sociale.

Soltanto la metà delle società francesi censite fornisce, infatti, un'autonoma rappresentazione del modello di *business* e chiarisce come esso sia stato definito anche per realizzazione degli obiettivi strategici.

Nelle società italiane è più diffusa (8 su 10) la descrizione del proprio *business model*, che è però tendenzialmente l'attività di impresa, mentre manca generalmente un collegamento organico con la strategia complessiva. In 6 casi, le società legano il proprio modello di *business* a uno o più obiettivi ESG, tra i quali è più frequentemente menzionato l'impatto ambientale dell'attività di impresa e/o il suo contributo attivo al processo di decarbonizzazione e di transizione energetica verso fonti rinnovabili. Solo in 2 casi, le società identificano già nella definizione del modello di *business* l'orientamento della società alla creazione di valore per gli *stakeholder* o comunque per la società civile.

Sembra dunque che, nella descrizione del modello di *business*, le società italiane tendano a privilegiare elementi più organizzativi della società, a scapito di quelli strategici. Su questo fenomeno potrebbe aver inciso la scelta del legislatore italiano che, nel recepire la Direttiva²⁰², ha enfatizzato il riferimento a “*i modelli di organizzazione e di gestione eventualmente adottati ai sensi dell'articolo 6, comma 1, lettera a), del decreto legislativo 8 giugno 2001, n. 231*”. La scelta di trasposizione potrebbe aver favorito un'interpretazione restrittiva del modello di *business* da parte delle società italiane, nonostante la chiara indicazione dei principi GRI²⁰³ che definiscono il modello di *business* quale “*sistema adottato per trasformare gli input, attraverso le attività aziendali, in output e risultati, al fine di raggiungere gli obiettivi strategici dell'organizzazione e di creare valore nel breve, medio e lungo termine*”²⁰⁴.

²⁰² In particolare, l'obbligo di pubblicare le informazioni sul proprio *business model*, definito quale “modello aziendale”, nella traduzione italiana della stessa Direttiva europea.

²⁰³ Applicati dalla totalità delle imprese italiane soggette all'obbligo di pubblicazione della DNF.

²⁰⁴ Nei medesimi principi è inoltre specificato che le informazioni da includere possono essere “*l'identificazione esplicita degli elementi chiave del modello di business*” così come “*l'identificazione degli stakeholder chiave, delle altre dipendenze (ad esempio le materie prime) e dei fattori importanti condizionanti l'ambiente esterno*”.

In sintesi, mentre nelle società del Regno Unito i temi di sostenibilità sono frequentemente inseriti come una componente organica della descrizione del modello di *business*, nelle società francesi e italiane prevale un'interpretazione più tradizionale del modello di business che viene focalizzato soprattutto sulle attività d'impresa, sebbene, soprattutto in quelle italiane, si diffonde la tendenza a inserire la considerazione degli impatti ambientali.

Il piano strategico

Il quadro normativo dei tre ordinamenti interessati dall'indagine presenta, a prima vista, una certa diversità in merito agli obblighi di pubblicità sui temi strategici.

Nel Regno Unito, la descrizione del piano strategico è imposta dalla disciplina informativa dello Strategic Report: l'illustrazione del piano appare dunque fortemente integrata con gli obiettivi non finanziari che la società si prefigge e con il dovere generale degli amministratori di 'tener conto' degli interessi degli *stakeholder*²⁰⁵.

In Francia e Italia, invece, non è espressamente previsto un obbligo informativo per le società di capitali di pubblicare il piano strategico. Una differenza che appare comunque meno accentuata se si considerano altri obblighi generali di legge (in Francia) e soprattutto le indicazioni dell'autodisciplina (in entrambi i paesi)²⁰⁶.

La differenza negli specifici obblighi informativi di pubblicare nella relazione sulla gestione il piano strategico non influenza la prassi delle grandi imprese quotate: tutte le società britanniche, francesi e italiane censite dedicano, infatti, una o più sezioni della relazione annuale (o dello *Strategic Report*) alla illustrazione delle proprie strategie o del piano strategico.

La descrizione degli obiettivi strategici, l'eventuale legame con obiettivi ESG e la loro integrazione nella definizione del *business model* sono tuttavia molto diversificate sia tra le società britanniche, francesi e italiane, sia tra singole società aventi sede legale nello stesso paese. In generale, le società britanniche e italiane privilegiano una definizione sintetica degli obiettivi strategici dell'impresa, mentre le società francesi

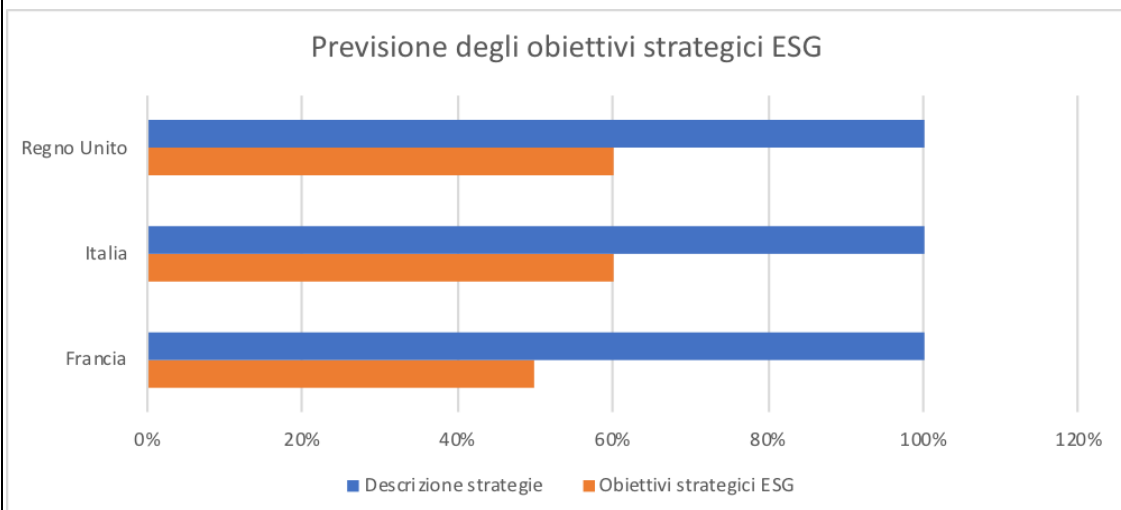
²⁰⁵ Anche il codice di corporate governance raccomanda al consiglio di definire (*establish*) e monitorare l'attuazione della strategia (UK CG Code, principio B, raccomandazioni 1 e 2) e al presidente del board di dialogare con gli investitori significativi per assicurare una adeguata comprensione delle loro visioni rispetto alla strategia della società (UK CG Code, raccomandazione 3).

²⁰⁶ I consigli di amministrazione delle società di capitali francesi sono tenuti, in generale, a determinare gli orientamenti dell'attività di impresa e a curarne l'attuazione (Art. 225:35 code de commerce); l'autodisciplina francese chiarisce che la definizione dell'orientamento strategico rappresenta la principale funzione del consiglio (Codice CG francese, par. 2.1.). In Italia, i consigli di amministrazione delle società italiane sono tenuti a 'esaminare', qualora elaborati, i piani strategici, industriali e finanziari della società (art. 2381, comma 3, codice civile); il nuovo Codice CG italiano raccomanda ai consigli di "*definire le strategie della società*" e, più in dettaglio, "*esaminare e approvare il piano industriale*" (principio II), definito quest'ultimo quale "*documento programmatico nel quale sono definiti gli obiettivi strategici dell'impresa e le azioni da compiere al fine di raggiungere tali obiettivi in coerenza con il livello di esposizione al rischio prescelto, nell'ottica di promuovere il successo sostenibile della società*" (definizioni).

forniscono una illustrazione più estesa delle strategie ma meno sistematica, talvolta anche solo per singole aree di *business*.

Obiettivi strategici ambientali o sociali

L'identificazione dei fattori ambientali e sociali nella definizione delle strategie è omogenea nei tre paesi considerati ed è guidata dal principio della materialità. Circa la metà delle società britanniche, francesi e italiane censite integra almeno un elemento ESG all'interno dei propri obiettivi strategici²⁰⁷: si tratta quasi sempre di società industriali, operanti nel settore oil & gas, delle energie rinnovabili o nel settore minerario, che identificano in uno o più obiettivi strategici ambientali (lotta al cambiamento climatico, transizione energetica) tra i principali fattori che guidano la propria strategia di medio e lungo termine.



Negli altri casi, la società indica uno o più obiettivi di natura ambientale o sociale che non appaiono però evidenziati negli obiettivi strategici dell'impresa; si tratta prevalentemente delle società finanziarie o società high-tech che reputano tali obiettivi non rilevanti sotto il profilo della materialità. Ciononostante, soprattutto nel settore bancario e assicurativo, sono forniti alcuni specifici obiettivi da raggiungere (es. aumento investimenti o prodotti assicurativi nelle attività rilevanti sotto il profilo ambientale e sociale; emissione di prodotti finanziari green, *transition-oriented* o ESG).

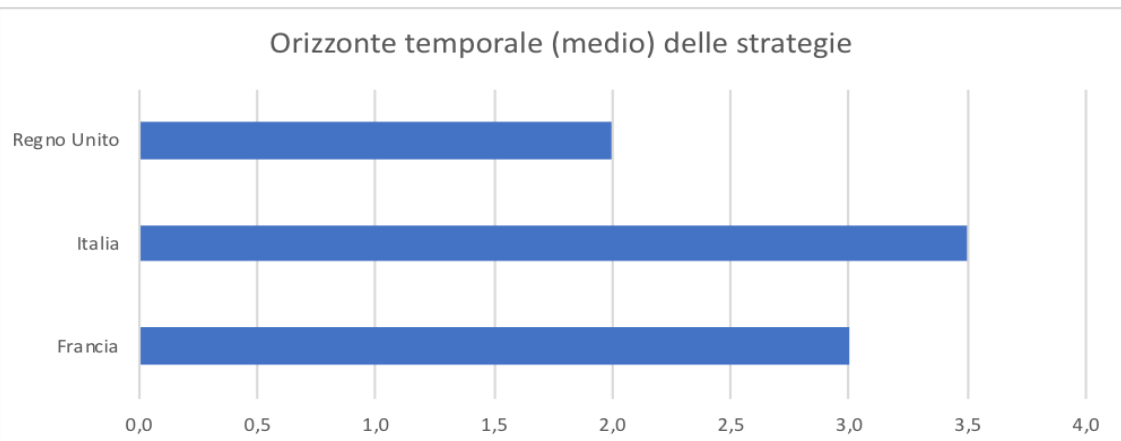
²⁰⁷ La previsione esplicita degli obiettivi strategici ESG rappresenta, in generale, un *trend* in crescita anche nell'ambito di un perimetro più ampio delle società italiane di grandi dimensioni, tenute alla pubblicazione della DNF. Da un'analisi condotta da KPMG e NED Community la percentuale delle 200 società che pubblicano la DNF e che predispongono un piano di sostenibilità strutturato è salita dal 15% del 2017 al 38% nel 2019. V. KPMG e NED Community, *Informativa extra finanziaria: da compliance a governance strategica dei rischi e delle opportunità*, 2020.

Nel campione esaminato, le società britanniche sono tendenzialmente più sistematiche nell'illustrazione degli obiettivi ESG, mentre le società francesi e italiane appaiono più propense ad approfondire gli obiettivi ambientali e sociali in altre parti del rapporto annuale o in documenti separati (es. DNF, bilancio di sostenibilità), rendendo talvolta più complessa la valutazione complessiva degli obiettivi strategici dell'impresa e la effettiva integrazione degli obiettivi ambientali e sociali con gli altri obiettivi strategici della società.

Orizzonte temporale delle strategie

I piani industriali sono legati in media a un orizzonte temporale di tre anni, con qualche differenziazione.

Le società britanniche tendono a indicare maggiormente obiettivi annuali o biennali, mentre le società italiane e francesi tendono in media a obiettivi pluriennali. In particolare, le società italiane dimostrano una maggiore attenzione alla definizione dell'orizzonte temporale, sempre indicato chiaramente nella descrizione del piano, e dimostrano una maggiore propensione a piani pluriennali (3 o 4 anni) anche rispetto alle società francesi (media di 3 anni).



Nei casi in cui sono stati considerati obiettivi strategici ESG, talvolta le società definiscono orizzonti temporali brevi per gli obiettivi sociali (1 anno) e orizzonti temporali decisamente più lunghi per gli obiettivi ambientali. In particolare, le società industriali con attività che hanno un maggiore impatto ambientale (es. oil & gas, industria mineraria) si impegnano, al di là del piano triennale-quadriennale, a specifici obiettivi climatici con orizzonti temporali più lunghi (decennali o trentennali). Al riguardo, le società italiane allineano o definiscono i propri obiettivi ambientali con gli obiettivi di sviluppo sostenibile dell'Onu (SDG); ciò accade meno esplicitamente nelle società britanniche e francesi.

Il contributo degli stakeholder

Le società britanniche dimostrano una maggiore attenzione agli interessi degli altri *stakeholder* nella definizione degli obiettivi strategici e illustrano di norma con maggiore dettaglio l'interazione con gli *stakeholder* nella definizione delle strategie e nella valutazione degli obiettivi raggiunti.

Pur in attesa di una completa attuazione degli obblighi di *reporting*, molte società britanniche hanno infatti attuato anticipatamente gli obblighi imposti dal nuovo Regolamento '*Miscellaneous Reporting*', fornendo puntuale indicazione di come gli amministratori hanno tenuto conto degli interessi degli azionisti e degli altri portatori di interessi. L'ampia informativa fornita dalle società britanniche fornisce anche alcune ulteriori indicazioni sulle prassi sviluppate per valorizzare il rapporto con gli *stakeholder*: spesso tale sezione segue immediatamente alla presentazione del modello di business e delle strategie.

Nelle società francesi e italiane è invece meno frequente che la illustrazione dei rapporti con gli *stakeholder* sia fornita nella stessa sezione dedicata al piano strategico o al modello di *business*.

L'identificazione e la gestione dei rischi ESG

Dall'esame dell'informazione fornita dalle imprese nella relazione sulla gestione e nella dichiarazione sulle informazioni non finanziarie in tema di individuazione e classificazione dei rischi non finanziari, emerge che le società britanniche e italiane forniscono spesso un'informativa più sintetica dei rischi, mentre le società francesi prediligono un'esposizione più discorsiva.

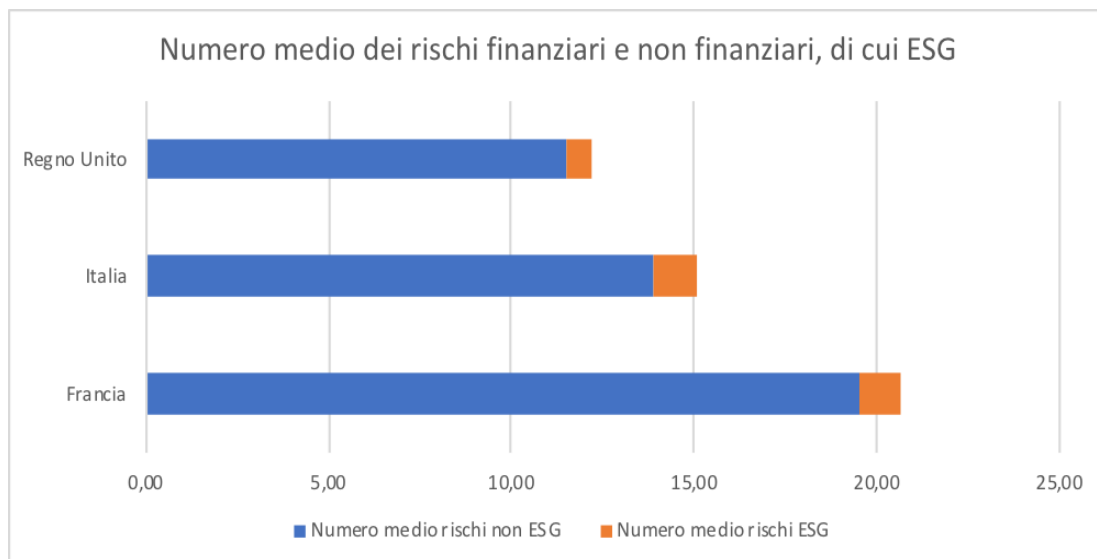
Questo approccio si riflette anche nel numero medio dei rischi identificati: dodici e quindici rispettivamente nelle società britanniche e italiane, rispetta alla media di oltre venti rischi per le società francesi.

Le società britanniche prediligono una maggiore schematizzazione dei rischi, aggregati per tipologia e l'entità del rischio (operativo, finanziario, esterno) e classificati in base al livello di propensione al rischio prescelto (*risk appetite*).

Questa sistematizzazione dei rischi è meno frequente nelle società italiane e francesi: ne consegue che in tali casi non è sempre possibile una chiara classificazione dei rischi e, in particolare, l'identificazione del livello di propensione al rischio.

Dall'analisi dei rischi identificati dalle società britanniche, francesi e italiane sono stati classificati alcuni rischi che potremmo considerare prettamente ambientali e sociali.

Nell'istogramma è rappresentato il numero medio dei rischi identificati dalle singole società, con evidenza dei rischi classificati come ESG.



Sulla base di questa classificazione è stato condotto un confronto sul peso del numero dei rischi ESG rispetto al numero complessivo identificato dalle società. Da quest'analisi emerge una maggiore propensione delle imprese italiane a identificare tale categoria di rischio: almeno un rischio ESG è identificato infatti dall'80% delle società italiane, rispetto al 60% delle società britanniche e francesi.

Le imprese censite dimostrano una certa omogeneità nella selezione e nel peso attribuito ai rischi ambientali e sociali.

Si tratta quasi sempre del rischio ambientale, legato talvolta più espressamente al rischio del cambiamento climatico. Nelle società italiane si riscontrano, in base alla rilevanza per la propria attività di impresa, i rischi legati alla riduzione/scarsità delle risorse naturali e quelli legati ai cambiamenti della domanda di risorse naturali. È frequente anche la menzione del rischio reputazionale e sanzionatorio, talvolta legato proprio alla possibile introduzione di regole, tassazione o sanzioni ulteriori sul rispetto di più elevati standard ambientali.

Negli altri rischi si trovano frequentemente il rispetto dei diritti umani e in un altro caso il rischio di discriminazione, la salute e la sicurezza sul lavoro, così come il rischio di non trattenere personale qualificato e motivato; alcune società citano espressamente anche il rischio di corruzione.

Le DNF delle società italiane offrono tendenzialmente un maggiore dettaglio sulla identificazione e sulla gestione dei rischi ESG e di come la loro mitigazione o gestione

sia integrata negli obiettivi strategici ESG dell'impresa²⁰⁸; al contempo, tuttavia, la scelta di una esposizione non integrata e più discorsiva rende meno immediata la valutazione complessiva del perimetro dei rischi identificati, mitigati e gestiti dalla società. Ciò appare evidente in particolare nel confronto con le società britanniche e francesi.

La sostenibilità nelle remunerazioni

L'analisi delle politiche di remunerazione considera diversi elementi per valutare l'integrazione degli obiettivi di sostenibilità nelle pratiche di retribuzione degli amministratori, in particolare di quelli esecutivi.

In questo caso, l'esame delle politiche poggia su un quadro normativo sostanzialmente armonizzato nei paesi europei, anche grazie all'evoluzione dei rispettivi codici di autodisciplina.

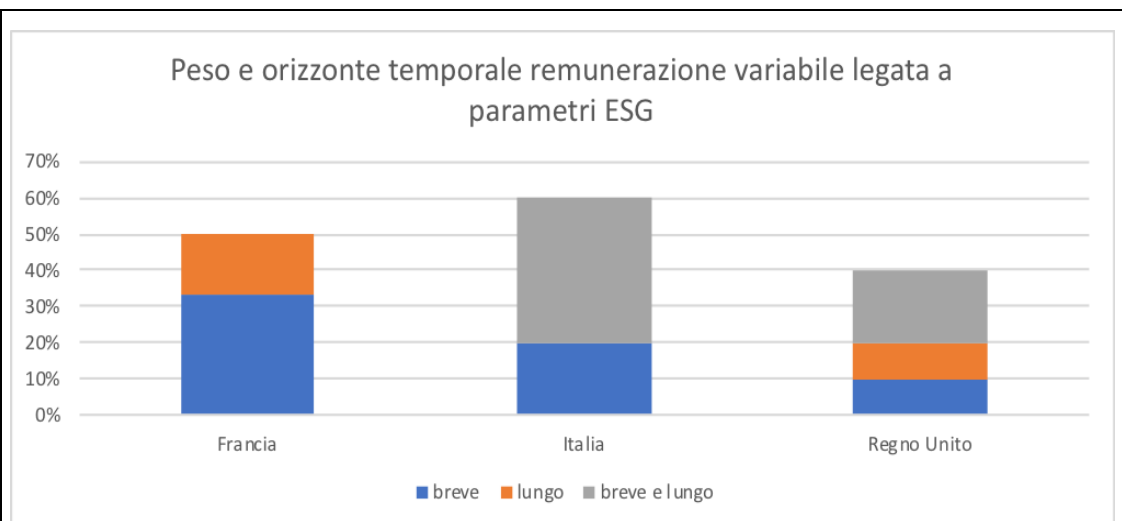
Se da un lato, il legislatore europeo ha imposto, tra l'altro, la descrizione della politica retributiva tesa a *“contribuire alla strategia aziendale, agli interessi di lungo termine alla sostenibilità della società”*²⁰⁹ e l'illustrazione dei criteri utilizzati per la definizione della componente variabile, siano essi basati su *“risultati finanziari e non finanziari, tenendo conto, se del caso, anche dei criteri relativi alla responsabilità sociale d'impresa”*²¹⁰, dall'altro, i rispettivi codici di corporate governance applicati dalle società britanniche, francesi e italiane hanno da tempo sviluppato il legame tra strategie e politiche retributive, l'utilizzo di obiettivi di lungo termine e di parametri anche non finanziari rilevanti per l'impresa.

Quasi tutte le società britanniche e italiane hanno almeno un piano di incentivazione lungo termine (LTI) per gli amministratori esecutivi; la previsione di un piano di lungo termine è lievemente meno frequente per le società francesi, nelle quali si osserva comunque una prevalenza (in termini di peso) di remunerazioni variabili legate a obiettivi annuali (MBO), anche se tendenzialmente soggette a una qualche regola di differimento nel tempo della relativa erogazione. L'orizzonte temporale medio dei piani di lungo termine è omogeneo nei tre paesi e pari a circa 3 anni: nelle società del Regno Unito appare uniforme la prassi, raccomandata dal relativo codice di corporate governance, di prevedere termini di *holding* più lunghi (almeno due anni) rispetto alle società italiane e francesi.

²⁰⁸ Questo dato appare avvalorato anche da un'analisi più ampia, condotta su 200 società tenute alla pubblicazione della DNF: nel 2019, il 68% di queste società dichiara, infatti, di aver integrato i rischi ESG nelle proprie procedure di analisi e gestione dei rischi (in crescita rispetto al 54% nel 2017). V. KPMG e Ned Community, cit. nella nota precedente.

²⁰⁹ Art. 9-bis, comma 6, Direttiva (UE) 2017/828.

²¹⁰ Art. 9-bis, comma 6, Direttiva (UE) 2017/828.



L'utilizzo di parametri legati a obiettivi di sostenibilità ambientale e sociale è uniforme in tutti e tre i campioni: circa la metà delle società britanniche, francesi e italiane prevedono almeno un parametro ESG, dunque un parametro non finanziario legato direttamente a fattori di sostenibilità ambientale e sociale, per la determinazione della componente variabile. Nelle società britanniche e italiane, i parametri ESG sono utilizzati in misura prevalente per le remunerazioni variabili di lungo termine (LTI); mentre nelle società francesi, gli obiettivi ESG sono quasi sempre contenuti nei piani di breve termine (MBO).

La definizione degli obiettivi ESG cui è legata la remunerazione variabile appare più dettagliata nelle società italiane, rispetto all'informazione fornita dalle società britanniche e francesi. In particolare, le società italiane forniscono maggiori informazioni circa il peso della remunerazione variabile legata a obiettivi ESG²¹¹ rispetto alle società estere censite. Sulla base delle informazioni raccolte, la remunerazione legata a obiettivi ESG rappresenta circa il 10% della relativa componente variabile (MBO o LTI).

²¹¹ Un dato che riflette un *trend* generale delle società quotate italiane di grandi dimensioni. In base ai risultati del Note e Studi di Assonime-Emittenti Titoli, n. 3/2021, *La Corporate Governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain (anno 2020)*, il 67% delle società quotate lega la remunerazione variabile anche a obiettivi di *business* che possono tradursi sia in parametri finanziari sia in parametri non finanziari. L'utilizzo congiunto di obiettivi finanziari e non finanziari è particolarmente frequente nelle società di maggiori dimensioni i (nel 79% delle società del FTSE MIB, contro il 43% delle Mid Cap e il 18% delle Small Cap).

SCHEDA VIII - L'INTRODUZIONE DEL SUCCESSO SOSTENIBILE NEGLI STATUTI SOCIALI

Il quadro italiano di riferimento per le società quotate è stato recentemente innovato per effetto del nuovo Codice di Corporate Governance che introduce il concetto del 'successo sostenibile' quale obiettivo primario che dovrebbe guidare il consiglio di amministrazione nelle strategie e nella gestione della società e che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri *stakeholder* rilevanti per la società.

Con l'adesione al Codice l'organo di amministrazione si impegna a realizzare un modello di impresa che, pur mantenendo il primato della creazione di valore per i soci, ne esplicita l'orientamento nel lungo periodo e si impegna a tener conto anche degli interessi degli altri *stakeholder* rilevanti, accogliendo il principio di responsabilità sociale della propria attività economica.

L'analisi delle modifiche statutarie

Le innovazioni del Codice di Corporate Governance hanno ispirato alcune recenti modifiche statutarie, adottate da due società quotate all'inizio del 2021.

In particolare, i consigli di amministrazione di Snam²¹² e Sesa²¹³ hanno sottoposto al voto assembleare due diverse ipotesi di modifica statutaria: l'uno incentrato sullo scopo sociale dell'impresa, l'altro sulla definizione dei poteri di gestione del consiglio di amministrazione.

Entrambe le proposte hanno ottenuto un ampio consenso assembleare, anche da parte degli azionisti di minoranza: nel primo caso, l'assemblea ha approvato la proposta di modifica dello scopo sociale con il voto favorevole del 97,7% dei voti presenti in assemblea (pari al 69% del capitale sociale con diritti di voto, a fronte di una partecipazione del socio di controllo pari a poco più del 30%)²¹⁴; nel secondo caso, la proposta di definire i poteri di gestione del consiglio è stata approvata dall'assemblea con il voto favorevole del 100% dei soci presenti in assemblea (pari all'81,897% del capitale sociale con diritto di voto, a fronte di una partecipazione del socio di controllo pari a poco meno del 60%)²¹⁵.

Nel caso di Snam Spa, il consiglio ha proposto di introdurre nello statuto un nuovo 'scopo' della società al fine di attribuire un *"rilievo organizzativo al perseguimento degli obiettivi di sostenibilità dell'impresa"* che si sostanziano nella creazione di valore nel

²¹² V. [avviso di convocazione](#) dell'assemblea straordinaria e relativa [relazione illustrativa](#) del consiglio di amministrazione.

²¹³ V. [avviso di convocazione](#) dell'assemblea straordinaria e relativa [relazione illustrativa](#) del consiglio di amministrazione.

²¹⁴ V. [rendiconto sintetico](#) della votazione e [verbale](#) dell'assemblea straordinaria.

²¹⁵ V. [rendiconto sintetico](#) della votazione e [verbale](#) dell'assemblea straordinaria.

lungo termine a beneficio degli azionisti in un quadro che, al contempo, *“sarà volto a preservare gli interessi degli altri stakeholders rilevanti della società”*. La società ha motivato tale proposta anche in considerazione della sua *“coerenza con l’evoluzione del diritto della grande impresa azionaria quotata”* nel contesto europeo.

Il nuovo scopo sociale, sintetizzato nella formula *“Energia per ispirare il mondo”*, è individuato nel *“favorire la transizione energetica verso forme di utilizzo delle risorse e delle fonti di energia compatibili con la tutela dell’ambiente e la progressiva decarbonizzazione”*. L’indirizzo definito nello scopo si sviluppa quindi in una parallela proposta del consiglio di ampliare l’oggetto sociale, al fine di includere nel perimetro delle attività di impresa quelle che contribuiscono funzionalmente alla transizione energetica. In considerazione degli impatti delle modifiche relative allo scopo della società sulle attività esercitabili da parte di Snam ai sensi del proprio statuto, il consiglio di amministrazione ha riconosciuto agli azionisti di poter usufruire del diritto di recesso (v. *infra*).

Nel caso di Sesa Spa, il consiglio di amministrazione ha proposto invece di modificare i poteri di gestione degli amministratori, prevedendo che il consiglio debba *“guida[re] la società perseguendo il successo e la crescita sostenibile a beneficio degli azionisti”*. Nella relazione illustrativa, il consiglio spiega che tale proposta si inserisce nel *“programma di implementazione del sistema di governance avviato dalla società con l’obiettivo di orientare la gestione del gruppo allo sviluppo sostenibile e alla generazione di valore di lungo termine a beneficio degli azionisti e dei propri stakeholder”*, in coerenza con l’obiettivo del ‘successo sostenibile’ definito dal nuovo Codice di Corporate Governance. Un programma di implementazione nel quale la società dichiara la propria intenzione di rafforzare le operazioni propedeutiche all’acquisizione della certificazione B Corp. Nella Relazione del consiglio all’assemblea si precisa inoltre che la modifica statutaria costituisce un ulteriore passo per *“orientare l’impegno del Consiglio di Amministrazione a perseguire il successo e la crescita sostenibile”* ed è coerente con la missione industriale del Gruppo di promuovere la digitalizzazione di imprese ed organizzazioni come *driver* fondamentale di evoluzione verso la sostenibilità, e con la centralità del capitale umano quale asset fondamentale per il percorso di crescita del Gruppo.

La trasposizione nelle norme statutarie delle regole di comportamento raccomandate dal Codice di Corporate Governance stimola una ulteriore riflessione riguardo agli effetti che l’adesione all’obiettivo del successo sostenibile, e del conseguente impegno di ‘tener conto’ degli interessi degli *stakeholder*, comporta sui doveri fiduciari degli amministratori.

Con l'introduzione dello scopo dell'impresa nelle disposizioni statutarie, la società sceglie di dare un segnale più incisivo sulla concreta applicazione di queste *best practice*, inserendo nel "contratto sociale" l'impegno degli amministratori a seguire nelle proprie decisioni un processo che assicuri di perseguire la creazione di valore nel lungo termine e, in particolare, di tener conto degli interessi degli altri *stakeholder*. Un effetto che appare avvicinare la prassi di queste imprese italiane a quegli ordinamenti europei, quali ad esempio quello britannico e francese, che hanno trasposto i principi dell'*enlightened shareholder value* nel dettato normativo²¹⁶. Proprio l'esperienza di questi ordinamenti ci propone una visione pragmatica degli effetti di tali provvedimenti, volti non tanto a stravolgere il modello societario nazionale, bensì a orientare le società verso una più sostanziale considerazione degli interessi degli altri *stakeholder*, che si riflette nelle procedure dell'*iter* decisionale del consiglio di amministrazione e in una migliore, o quanto meno più chiara e trasparente, integrazione di questi interessi nella definizione degli obiettivi strategici dell'impresa.

Le modifiche statutarie così adottate, volte a definire lo scopo della società – quale obiettivo di creare valore nel lungo termine per gli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri *stakeholder*, salvaguardano la primazia degli interessi dei soci e dispongono, nella sostanza, una guida all'agire del consiglio di amministrazione che potrebbe manifestarsi – nel concreto – in una maggiore proceduralizzazione delle decisioni consiliari: questo effetto consegue direttamente alla modifica statutaria e non può invece dedursi dalla sola decisione della società di aderire al Codice.

L'attuazione del modello di impresa proposto dal Codice può manifestarsi, infatti, anche solo nella decisione dell'organo amministrativo di aderire a tale modello autodisciplinare: la scelta dovrà essere resa trasparente nell'informazione periodica al mercato (relazione sulla gestione, relazione sul governo societario, dichiarazione non finanziaria o in altri veicoli a questi assimilabili) ed potrà essere eventualmente riflessa negli *interna corporis* della società, quali i regolamenti per il funzionamento del consiglio. L'adesione al Codice²¹⁷, pur impegnando la società a realizzare un modello di impresa orientato al perseguimento del successo sostenibile, non produce però gli stessi effetti di una modifica statutaria – non richiesta dal Codice – sul processo decisionale del consiglio di amministrazione²¹⁸.

Rispetto alla mera adesione al Codice, l'introduzione del successo sostenibile nello statuto introduce inoltre una regola di condotta che vincola non solo gli amministratori

²¹⁶ V. par. 1.4 e relative **schede di approfondimento IV e V**.

²¹⁷ La concreta applicazione del Codice si svilupperà nel corso del 2021.

²¹⁸ Tuttavia, è necessario precisare che la scelta di aderire al Codice avrà comunque anche una valenza normativa sotto il profilo della trasparenza, nella parte in cui la società si obbliga – ai sensi dell'art. 123-bis TUF – a illustrare nella relazione sul governo societario le modalità di concreta attuazione (ed eventuale disapplicazione) delle *best practice* ivi raccomandate, sulle quali insiste la vigilanza dell'organo di controllo (art. 149, comma 1, lett. c-bis, TUF).

attuali ma anche (salvo successive modifiche statutarie) gli amministratori futuri della società²¹⁹, rendendo permanente la visione di lungo termine del loro agire. Una clausola generale che orienta, dunque, gli amministratori attuali e futuri a tenere conto degli interessi degli *stakeholder* nella definizione dei processi decisionali del consiglio; un orientamento e non un vero e proprio vincolo all'agire amministrativo che pertanto non sembra comportare un'alterazione dei relativi profili di responsabilità.

L'aspetto cruciale riguarda, dunque, l'effettivo impatto che il dovere di 'tener conto' degli altri interessi potrebbe avere sulle singole decisioni consiliari. Da un lato, grazie all'affermazione del primato degli interessi degli azionisti, esso non può essere equiparato a un obbligo bilanciamento degli interessi di soci e *stakeholder*, e quindi in un depotenziamento dei diritti dei primi. Dall'altro lato, il dovere di 'tener conto' degli interessi degli altri *stakeholder*, che non sono predefiniti²²⁰ bensì rimessi alla identificazione e alla valutazione del consiglio, offre ai soci un ulteriore strumento per valutare il comportamento degli amministratori e, al contempo, agli amministratori un ulteriore tassello del metro di diligenza che dovrebbe guidarli nell'adempimento dei propri doveri.

Di conseguenza, una modifica statutaria in questa direzione non sembra di per sé potersi riflettere nelle condizioni di rischio dell'investimento, tale da giustificare la previsione del diritto di recesso dei soci ex art. 2437 c.c., se non è accompagnata da una modifica sostanziale delle attività concretamente realizzabili, tale da creare una discontinuità con quelle svolte precedentemente. Dove l'interesse dei soci ha già assunto una connotazione di lungo termine, in conseguenza di un orientamento in tal senso delle strategie della società, questo non trova che una conferma nella modifica statutaria²²¹.

²¹⁹ M. Stella Richter *jr*, *Il "successo sostenibile" del Codice di corporate governance. Prove tecniche di attuazione*, febbraio 2020, disponibile su dirittobancario.it.

²²⁰ M. Stella Richter *jr*, cit. in nota 219.

²²¹ Seppure con riferimento alla disciplina della società benefit, si veda Circolare Assonime n. 19/2016, *La disciplina delle società benefit*, p. 17.

SCHEDA IX - L'IMPATTO DELLA SOSTENIBILITÀ SUL MERCATO DEL CONTROLLO SOCIETARIO (OPA)

Alcune evidenze su sostenibilità e mercato del controllo: il quadro di riferimento

Il primo ambito normativo del diritto societario nel quale la legislazione europea ha introdotto l'esigenza di considerare una categoria più ampia di interessi, rispetto a quelli degli azionisti, è stata la disciplina delle operazioni di trasferimento del controllo delle società quotate, con la direttiva sulle OPA²²².

La Direttiva prevede, in particolare, che l'organo di amministrazione della società emittente, nel documento contenente il suo parere motivato sull'offerta, esprima la sua valutazione sugli effetti che il suo eventuale successo avrà su tutti gli interessi della società e sui piani strategici dell'offerente per la società emittente, comprese le ripercussioni probabili sull'occupazione e sui siti di lavoro²²³.

È da notare come questa disciplina sia stata adottata nel 2004, cioè in un momento in cui il dibattito sulla sostenibilità, e quindi della rilevanza degli interessi degli altri stakeholder della società, era ai suoi inizi e non aveva ancora assunto la pervasività che ha oggi.

L'adozione della Direttiva si inserisce nella strategia di sviluppo economico, adottata dal Consiglio Europeo a Lisbona nel 2000, con l'obiettivo strategico di *"diventare l'economia basata sulla conoscenza più competitiva e dinamica del mondo, in grado di realizzare una crescita economica sostenibile con nuovi e migliori posti di lavoro e una maggiore coesione sociale"*. Sia il Piano d'Azione sui servizi finanziari del 1999 che il Piano d'Azione sul diritto societario europeo del 2003 avevano come obiettivo quello della creazione di mercati integrati e del rafforzamento dei diritti degli azionisti, pur rimanendo sensibili agli effetti sociali e ambientali nella prospettiva di una crescita sostenibile di lungo termine.

Anche nel Rapporto dell'*High Level Group of Company Law Experts on issues related to takeover bids* del 2002 – incaricato dalla Commissione europea di fornire un parere indipendente sulle principali questioni relative alle offerte pubbliche di acquisto da affrontare nella direttiva (adottata nel 2004) – vi era la consapevolezza che le opa, in quanto mezzo per creare ricchezza sfruttando le sinergie e 'disciplinare' la gestione delle società quotate, fossero anche, nel lungo termine, nell'interesse di tutti gli stakeholder e dell'economia nel suo complesso. Ciononostante, si riteneva che la decisione ultima sull'offerta spettasse solo agli azionisti, anche se consentire al consiglio di amministrazione della società target di frustrare un'offerta pubblica di

²²² Cfr Direttiva 2004/25/CE.

²²³ Art. 9, par. 5.

acquisto con l'adozione di misure difensive avrebbe potuto in astratto essere giustificato come mezzo per tenere conto degli interessi degli azionisti e degli altri stakeholder della società, in particolare dei lavoratori. Si è però ritenuto che la tutela di questi interessi dovesse essere affidata a norme specifiche, ad esempio in materia di diritto del lavoro o di diritto ambientale, lasciando agli azionisti di decidere in merito all'offerta, anche sulla base delle valutazioni del consiglio della società target sugli effetti riguardanti gli altri stakeholder.

L'impostazione di fondo della direttiva OPA, soprattutto nella sua concezione iniziale, rappresentava quindi la posizione più avanzata assunta dal legislatore europeo a favore della supremazia degli interessi degli azionisti, avendo come fondamento il principio della piena contendibilità del controllo delle società e la tutela degli azionisti, soprattutto di minoranza. È pur vero che questi principi hanno subito un temperamento nella versione finale della direttiva, grazie al complesso sistema di *opt-in* e *opt-out* che hanno consentito ai paesi membri di attenuare la contendibilità, ma questo è avvenuto soprattutto per consentire la difesa di interessi nazionali dalle scalate ostili di soggetti esteri, piuttosto che per l'esigenza di includere la tutela di altri interessi rispetto a quello degli azionisti.

Coerentemente con questa impostazione, non si trova traccia, né nel dibattito che ha accompagnato la trattativa sull'approvazione della direttiva, né nei "considerando" che accompagnano il testo finale per indicare "in prosa" le motivazioni di fondo delle scelte normative, delle ragioni per cui sia stato introdotto nella disciplina il principio, fortemente innovativo, che l'organo di amministrazione della società oggetto dell'offerta debba esprimere un parere motivato sugli effetti che l'eventuale successo dell'offerta avrà su tutti gli interessi della società, quindi non solo su quelli degli azionisti, né una qualificazione di tali interessi²²⁴.

In realtà, questa previsione rappresenta un salto concettuale decisivo, benché ampiamente sottovalutato anche nella ampia letteratura giuridico-economica sulla Direttiva, nella qualificazione dei doveri fiduciari degli amministratori nella situazione specifica, ma spesso determinante per il futuro della società, di un cambiamento del controllo.

²²⁴ Il riferimento ad 'altri interessi' sembra prendere in considerazione soprattutto quelli dei lavoratori, come emerge anche dallo Studio commissionato dalla Commissione europea per valutare gli effetti dell'applicazione della direttiva opa pubblicato nel 2012 e dal successivo Rapporto della Commissione europea sull'applicazione della direttiva del 28 giugno 2012. V. [The Takeover Bids Directive Assessment Report](#), 2013, p. 19 che evidenzia come: *"Corporate governance' analysis shows that the Directive is based on two different views of corporations: shareholder or stakeholder oriented. This contradiction is summarized in the general principle set forth in Article 3.1(c) of the Directive, which states that "an offeree company must act in the interests of the company as a whole and must not deny the holders of securities the opportunity to decide on the merits of the bid."*

Salto concettuale che appare potenzialmente idoneo – soprattutto alla luce dell'evoluzione del dibattito sulla sostenibilità dell'attività di impresa²²⁵ - anche a influenzare significativamente nella realtà lo stesso funzionamento del mercato del controllo societario, considerata l'importanza della valutazione dell'organo di amministrazione al fine di qualificare l'offerta come ostile o amichevole, che a sua volta ha notevoli conseguenze sulle probabilità di successo dell'operazione (anche grazie al frequente ruolo ostruzionistico svolto dalle autorità di vigilanza e politiche nei confronti delle operazioni qualificate come ostili).

A complemento di questa responsabilizzazione degli amministratori verso la considerazione di tutti gli interessi rappresentati nella società nella valutazione dell'offerta, la Direttiva prevede che l'offerente dovrà rendere noto, nel documento d'offerta le possibili ripercussioni dei piani strategici dell'offerente sull'occupazione ed i siti di lavoro della società target. Un complemento comunque parziale, perché limita gli obblighi dell'offerente alla considerazione di una sola categoria di interessi diversi dai soci, quella dei dipendenti della società.

Sulla base di questo quadro normativo e sulla rilevanza riconosciuta anche ad interessi diversi da quelli dei soci, seppur solo nella prospettiva di fornire una informazione completa a questi ultimi ai fini della loro decisione in merito all'adesione all'offerta, si è registrato in Europa, in questi ultimi anni, un incremento di casi che mostrano una maggiore attenzione ai temi di sostenibilità nella valutazione delle operazioni di cambiamento del controllo, anche con possibili effetti «antiscalata»²²⁶.

In Italia, la Legge non dispone in ordine al contenuto analitico del documento di offerta, la cui determinazione è rimessa, a norma dell'art. 103, c. 4 lett. a) alla Consob.

Il riferimento all'impiego della forza lavoro della società e ai siti di lavoro impiegati si rinviene nell'allegato 2 del Regolamento Emittenti tra le indicazioni delle motivazioni dell'operazione. Più esplicito è invece il riferimento normativo sulla valutazione degli

²²⁵ A dimostrazione della diversa sensibilità sul tema della tutela degli stakeholders, si segnala che lo Studio, cit. nota 224, sull'applicazione della direttiva Opa ha consultato – come *stakeholder* le autorità di vigilanza, le borse, i rappresentanti dei lavoratori, altre associazioni di stakeholders non meglio identificate, intermediari finanziari e investitori istituzionali.

²²⁶ In Francia nella recente Opa ostile di Veolia su Suez, una delle difese di SUEZ è stata quella di sostenere che la *raison d'être* di Veolia fosse contraria alla missione di SUEZ. Analogamente in Olanda, nel caso PPG-AKZO, il board di AKZO ha respinto più volte l'offerta di PPG sostenendo che oltre ad un profilo di sottovalutazione economica della società, non era ravvisabile, da parte dell'offerente, un impegno serio nei confronti di tutti gli stakeholders. Sul caso si è pronunciata la Corte specializzata in materia di impresa che, nel rispondere al ricorso di alcuni azionisti investitori che avevano interesse ad un buon esito dell'offerta, ha affermato che gli amministratori hanno agito con diligenza e adeguatamente informati, richiamando il principio ormai consolidato in Olanda secondo il quale gli amministratori nelle loro scelte devono tener conto non solo degli interessi degli azionisti ma di tutti gli stakeholders. Per un approfondimento si veda anche T. Wetzter, T. Vos, *AzkoNobel: Activist Shareholders Hit Wall of Dutch Stakeholder Model*, giugno 2017 e Id., *The second episode in AkzoNobel saga: activist shareholders lose again in Dutch court, but reach settlement*, settembre 2017, disponibile su <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog>.

effetti dell'operazione nel Comunicato emittente, a tal riguardo l'art. 103 comma 3-bis dispone che il comunicato emittente dovrà contenere *“una valutazione degli effetti che l'eventuale successo dell'offerta avrà sugli interessi dell'impresa, nonché sull'occupazione e la localizzazione dei siti produttivi”*.

Poiché i dipendenti rientrano tra i soggetti che possono subire pregiudizi o che comunque possono essere interessati all'esito dell'Opa, il Tuf, in linea con la Direttiva, prevede inoltre specifici obblighi di comunicazione dell'offerta sia ai lavoratori della società emittente che dell'offerente.

L'obbligo di informativa grava sul CdA sia della società emittente che dell'offerente verso i rappresentanti dei lavoratori non appena l'offerta sia resa pubblica²²⁷ e non appena venga approvato il documento di offerta che deve essere anche trasmesso oltre che comunicato²²⁸. Anche il comunicato dell'emittente²²⁹ - non appena venga diffuso - deve essere trasmesso ai rappresentanti dei lavoratori, i quali se lo riterranno opportuno trasmetteranno a loro volta il proprio parere²³⁰ - quanto alle ripercussioni sull'occupazione in relazione all'offerta - all'emittente e alla Consob e verrà reso noto al mercato. Se ricevuto in tempo utile, il parere dei lavoratori verrà diffuso unitamente al comunicato dell'emittente.

L'obiettivo della presente analisi è di verificare se e in che modo in Italia – nell'ambito delle operazioni di offerta pubblica di acquisto – siano stati considerati anche gli interessi di medio-lungo termine della società e di altri *stakeholder*.

Oggetto dell'analisi

L'analisi ha considerato le OPA realizzate in Italia successivamente alla trasposizione della direttiva OPA²³¹, distinguendo due diversi periodi:

- Il periodo 2008-2018, nel quale il quadro normativo in grado di incidere sulle responsabilità degli amministratori rispetto a interessi diversi da quelli degli azionisti era costituito solo dalla disciplina sulle Opa;

²²⁷ Art. 102 comma 2 TUF.

²²⁸ Art. 102 comma 5 TUF. L'offerente non è soggetto agli obblighi informativi nei confronti dei dipendenti o dei loro rappresentanti previsti dal TUF qualora detenga individualmente e direttamente la maggioranza dei diritti di voto esercitabili nell'assemblea ordinaria dell'Emittente (art. 101-bis, comma 3, lett. c), del TUF.

²²⁹ Art. 103 comma 3-bis. TUF. Il comunicato contiene altresì una valutazione degli effetti che l'eventuale successo dell'offerta avrà sugli interessi dell'impresa, nonché sull'occupazione e la localizzazione dei siti produttivi. Contestualmente alla sua diffusione, il comunicato è trasmesso ai rappresentanti dei lavoratori della società o, in loro mancanza, ai lavoratori direttamente. Se ricevuto in tempo utile, al comunicato è allegato il parere dei rappresentanti dei lavoratori rispetto alle ripercussioni sull'occupazione.

²³⁰ Il parere dei rappresentanti dei lavoratori di cui all'articolo 103, comma 3-bis, del Testo unico, ove rilasciato, è trasmesso senza indugio all'emittente e alla Consob ed è reso noto al mercato; ove ricevuto in tempo utile, è diffuso unitamente al comunicato dell'emittente. Esso è, altresì, pubblicato secondo le modalità previste dall'articolo 36, commi 3 e 4 (art. 39 c. 6 RE).

²³¹ La direttiva 2004/25/CE è stata recepita in Italia con il d.lgs. 19 novembre 2007, n. 229

- Il periodo 2019-2020, nel quale, oltre alla disciplina OPA, sono entrate in vigore le disposizioni della Direttiva sulle informazioni non finanziarie, che ha richiesto alle società una maggiore responsabilizzazione rispetto a questi temi.

Con riferimento al primo periodo, sono state analizzate le 9 principali OPA, per controvalore, e le 6 offerte ostili realizzate in Italia, limitatamente ai comunicati delle società target.

Dall'analisi emerge che, in tutte le OPA considerate, le valutazioni del consiglio di amministrazione della società emittente o non fanno menzione della valutazione degli interessi diversi da quelli degli azionisti, se non in modo assolutamente generico, o indicano che non sono stati in grado di esprimere questa valutazione, considerate le informazioni insufficienti ricevute dall'offerente al riguardo. L'assenza di considerazione significative sugli interessi diversi da quelli degli azionisti si riscontra anche nelle OPA ostili esaminate, nelle quali ci si poteva aspettare una maggiore attenzione a questi temi, anche in una funzione difensiva o negoziale con l'offerente.

Un'analisi più approfondita è stata realizzata per le OPA del secondo periodo: sono state considerate 11 operazioni realizzate nel periodo 2019-2020 collegate a un cambiamento degli assetti di controllo o al *delisting*. Per queste operazioni, l'esame è stato esteso a tutta la documentazione pubblicata, includendo oltre al comunicato dell'emittente anche il documento d'offerta e l'eventuale parere degli amministratori indipendenti, per verificare se e quali interessi siano stati oggetto di considerazione dalle diverse parti coinvolte. La maggiore profondità di analisi sulle operazioni più recenti è giustificata dalla maggiore rilevanza normativa attribuita ai temi di sostenibilità in questo ultimo periodo, soprattutto a seguito dell'entrata in vigore della disciplina sulle informazioni non finanziarie.

Delle 15 operazioni analizzate e realizzate in Italia nel biennio 2019-2020, 4 sono state escluse dall'analisi in quanto si trattava di offerte che non mutavano sostanzialmente gli assetti di controllo o lo status delle società oggetto dell'operazione²³².

Le restanti 11 offerte sono state distinte in tre macrocategorie, a seconda del tipo di operazione: cambiamento consensuale del controllo (7 operazioni), scalate ostili (2 operazioni) e delisting senza passaggio del controllo (2 operazioni). In questo modo è stato possibile valutare l'eventuale considerazione di una platea più ampia di interessi della società, oltre a quelli dei soci, in funzione della diversa intensità dei mutamenti

²³² Sono state escluse dall'analisi le operazioni meno rilevanti sotto il profilo degli assetti proprietari e di governance, come le opa che avevano ad oggetto le azioni di risparmio e le offerte pubbliche di acquisto parziali.

strutturali sulla vita della società, e quindi anche su tali interessi, connessi alle diverse tipologie di operazioni.

Documenti analizzati

Focus principale dell'analisi è il comunicato dell'emittente, in cui è la stessa legge a chiedere al CdA della società Target di formulare una valutazione dell'offerta non solo in termini di congruità del prezzo ma anche nella prospettiva dei vari interessi dell'impresa, in particolare dei lavoratori, in caso di successo dell'offerta stessa²³³.

Sono stati anche esaminati i documenti di offerta dove l'offerente deve indicare le motivazioni dell'offerta e le prospettive di sviluppo futuro, anche se non riguarda in maniera specifica la tematica dei doveri degli amministratori perché esprime la posizione dell'offerente.

Altra possibile fonte di informazioni sulla valutazione di interessi ulteriori a quelli degli azionisti è il parere che i lavoratori della società oggetto dell'offerta possono esprimere sulle ripercussioni dell'offerta sull'occupazione. Nel campione esaminato non risulta però essere stato mai formalizzato un parere dei lavoratori.

Riferimenti alla sostenibilità

Dall'analisi dei documenti emerge che in tutte le 11 operazioni esaminate c'è stata una qualche considerazione di interessi ulteriori rispetto a quelli degli azionisti.

Gli interessi altri rispetto ai soci presi in considerazione nei documenti esaminati sono riconducibili alle seguenti categorie:

- a) valorizzazione del business nel medio-lungo periodo (presente in 10 operazioni, considerato in 2 casi sia nel documento di offerta che nel comunicato emittente, in 6 casi solo nel documento d'offerta e in 2 casi solo nel comunicato dell'emittente);
- b) impatto sui lavoratori e il livello occupazionale (presente in 4 operazioni, considerato in 2 casi sia nel documento di offerta che nel comunicato emittente e in 2 casi solo nel comunicato dell'emittente);
- c) impatto su relazioni con altri stakeholder (presente in 2 operazioni, considerato in 1 caso sia nel documento d'offerta che nel comunicato nell'emittente, e in 1 caso solo nel documento d'offerta);

²³³ Art. 103 TUF e art. 39 RE.

- d) impatto sul territorio (presente in 4 operazioni, considerate in 4 casi sia nel documento di offerta che nel comunicato dell'emittente).

Tuttavia, emerge anche che le valutazioni di interessi diversi da quelli degli azionisti sono piuttosto generiche. In particolare:

- la prospettiva di medio-lungo termine dell'impresa è generalmente un'enunciazione di principio e non viene meglio qualificata o declinata;
- il riferimento al territorio e all'impatto che su di esso può avere l'offerta non distingue la dimensione ambientale da quella sociale;
- nel riferimento agli *stakeholder* ci si limita generalmente a indicare i portatori di interessi presi in considerazione;
- il riferimento all'impatto dell'offerta sui lavoratori e sui siti produttivi è genericamente limitato ad una mera valutazione sulla possibilità di assicurare una certa continuità con la situazione preesistente.

Inoltre, risulta completamente assente una valutazione dell'operazione da parte dei lavoratori che non sembrano essersi avvalsi della facoltà di rendere un parere.

Le 2 offerte ostili sono quelle che considerano più ampiamente interessi diversi da quelli degli azionisti (tutte e quattro le categorie in un caso e tre di esse nell'altro), ma anche in questi casi le valutazioni tendono a concentrarsi prevalentemente sulla congruità del prezzo.

Un dato interessante riguarda la considerazione della valorizzazione del business nel medio e lungo periodo nelle operazioni che sono volte al delisting (con o senza trasferimento del controllo).

Nella maggior parte dei casi, le motivazioni indicano che l'uscita dal mercato può facilitare la realizzazione del *business* nel medio e lungo periodo, in quanto le società chiuse hanno dei vantaggi gestionali e minori oneri rispetto alle società quotate. Tuttavia, nelle motivazioni non sembra essere preso in considerazione come una possibile rinuncia al ricorso a mercato pubblico dei capitali possa impattare sul potenziale di crescita futura dell'impresa.

La tabella seguente mostra la presenza di interessi diversi da quelli degli azionisti per tipo di operazione e per soggetto che esprime la valutazione (offerente o consiglio della società target).

tipo operazione	n. operazioni	Considerazione di interessi ulteriori rispetto a quello degli azionisti							
		Valorizzazione del business nel medio-lungo periodo		Impatto sui lavoratori e livello occupazionale		Impatto su relazioni con altri stakeholder		Impatto sul territorio	
		<i>bidder</i>	<i>target</i>	<i>bidder</i>	<i>target</i>	<i>bidder</i>	<i>target</i>	<i>bidder</i>	<i>target</i>
<i>delisting</i>	2	2	0	0	0	0	0	0	0
<i>ostili</i>	2	1	2	1	2	1	1	2	2
<i>trasferimento controllo</i>	7	5	2	1	2	1	0	2	2
totale	11	8	4	2	4	2	1	4	4