

Dipartimento
di Giurisprudenza

Cattedra
Diritto Privato Comparato

**La responsabilità sociale di impresa e le politiche retributive degli
amministratori nel Diritto Britannico ed Italiano**

Prof. Barbara Santa De Donno

RELATORE

Prof. Domenico Benincasa

CORRELATORE

Giovanni F. Patroni Griffi

Matricola 148073

CANDIDATO

Indice

<i>Introduzione</i>	1
CAPITOLO I	3
<i>Quando la sostenibilità incontra il profitto: il dibattito su sostenibilità di impresa</i>	3
1. Sostenibilità ed impresa: il dibattito attorno alla responsabilità sociale delle imprese	3
1.1 <i>La nozione di interesse sociale: tra istituzionalismo e contrattualismo</i>	4
2. La visione neoliberista della responsabilità sociale delle imprese: il dovere delle imprese è fare profitti	7
2.1 <i>La crisi della visione profitto-centrica dell'impresa</i>	11
3. La “stakeholders’ theory”: la tutela degli interessi degli stakeholders come dovere etico degli amministratori	14
3.1 <i>I limiti della teoria tradizionale degli stakeholder</i>	16
4. La creazione di “enlightened shareholder value”: quando la creazione di valore per gli stakeholder è funzionale al profitto	18
4.1 <i>Lo sviluppo sostenibile come mezzo per ridurre i rischi di fallimento del Mercato</i>	20
4.2 <i>Sostenibilità e innovazione</i>	21
4.3 <i>L’impatto positivo della sostenibilità sulla reputazione e il valore del marchio</i>	22
4.4 <i>Sostenibilità come tutela degli interessi dei dipendenti: la relazione positiva tra migliori condizioni lavorative e la produttività dei lavoratori</i>	24
4.5 <i>Sviluppo sostenibile come mezzo per attirare investimenti</i>	26
4.6 <i>Quando la sostenibilità si riflette positivamente sui profitti: I casi Unilever, Walmart e CLP</i>	28
5. Sostenibilità tra corporate governance e regolamentazione: l’organizzazione dell’impresa nel segno dello sviluppo sostenibile	29
CAPITOLO II	32
<i>Le politiche retributive degli amministratori nel quadro normativo che regola la responsabilità sociale di impresa in Italia e nel Regno Unito</i>	32
1. Le politiche retributive degli amministratori nel quadro normativo internazionale	

<i>e nazionale in materia di responsabilità sociale di impresa</i>	32
1.1 <i>L' impegno internazionale per lo sviluppo sostenibile</i>	34
1.2 <i>La regolamentazione dell'Unione Europea in materia di responsabilità sociale di impresa</i>	38
1.3 <i>Remunerazione e responsabilità sociale nel diritto comunitario</i>	46
2. <i>La responsabilità sociale nella Company Law del Regno Unito</i>	54
2.1 <i>La riforma dei doveri fiduciari degli amministratori</i>	55
2.2 <i>La regolamentazione dell'informazione non finanziaria</i>	60
2.3 <i>Le norme che regolano la remunerazione degli amministratori</i>	64
3. <i>La responsabilità sociale d'impresa nel diritto italiano</i>	71
3.1 <i>Le questioni sociali e ambientali nelle società "ordinarie", le società benefit e le imprese sociali</i>	71
3.2 <i>Le norme che regolano la trasparenza dell'informazione non finanziaria</i>	82
3.3 <i>La sostenibilità nelle politiche remunerative degli amministratori</i>	84
CAPITOLO III	97
<i>La responsabilità sociale e la remunerazione sostenibile nella prassi delle imprese italiane e britanniche</i>	97
<i>1. La responsabilità sociale e la retribuzione sostenibile nella prassi delle società quotate nel mercato italiano e del Regno Unito</i>	97
1.1 <i>La nuova pressione dei soci per la sostenibilità</i>	98
1.2 <i>La rilevanza dei fattori di sostenibilità negli indici di mercato</i>	100
1.3. <i>L'analisi dei dati delle principali società quotate alla borsa di Londra e di Milano</i>	103
<i>2. La strategia per lo sviluppo sostenibile di Shell plc</i>	106
2.1. <i>La sostenibilità nella governance societaria di Shell plc</i>	108
2.2 <i>Gli obiettivi sostenibili nei piani di incentivazione di Shell</i>	111
<i>3. La strategia per lo sviluppo sostenibile di Enel</i>	113
3.1. <i>Il governo societario sostenibile del Gruppo Enel</i>	115
3.2 <i>Gli obiettivi sostenibili nei piani di incentivazione di Enel</i>	118
<i>4. Conclusioni</i>	121
<i>Bibliografia</i>	124

Introduzione

Mitigare le conseguenze negative del cambiamento climatico e costruire un mondo più giusto ed equo sono da molti ritenute le principali sfide del ventunesimo secolo.

In tempi recenti la sostenibilità (ambientale e sociale) dell'attività di impresa occupa un posto di rilievo nel dibattito pubblico.

Si infoltisce sempre di più la platea di *stakeholders* che richiede alle imprese di rendere i propri processi produttivi sostenibili nel lungo periodo, ovvero di soddisfare le esigenze del presente senza compromettere la capacità delle generazioni future di soddisfare i propri bisogni¹.

Inoltre, sono numerose le iniziative, nazionali ed internazionali, che cercano di incentivare le imprese, in particolar modo le grandi società per azioni, a ripensare i propri paradigmi economici in un'ottica di sviluppo sostenibile così da divenire maggiormente responsabili anche da un punto di vista sociale e ambientale nonchè nel rispetto dei diritti umani.

Tra le varie iniziative, è possibile osservare che sono stati diversi gli interventi normativi volti a incentivare l'adozione politiche di retribuzione degli amministratori e del *top management* che prevedono che parte del loro compenso sia legata ad obiettivi di sostenibilità.

Allo scopo di comprendere le origini delle ultime tendenze in merito alle politiche retributive nel primo capitolo di questa tesi sarà esaminato, seppur sinteticamente, il dibattito dottrinario attorno al dovere/interesse delle imprese ad essere responsabili socialmente ed ambientalmente².

Nel secondo capitolo sarà esaminata in maniera più dettagliata l'evoluzione della normativa nazionale e internazionale in materia di informazione non finanziaria, doveri

¹ "Meeting the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs", la definizione di sostenibilità fornita dalle Nazioni Unite nel 1987 in World Commission on Environment and Development, *Our Common Future*, (1987), Oxford University Press, a p. 8.

² Il concetto di responsabilità sociale d'impresa ha acquisito nel tempo diverse definizioni. Secondo autorevole dottrina, la responsabilità sociale d'impresa è l'insieme delle aspettative economiche, legali ed etiche che la società nutre nei confronti delle imprese in un determinato momento. - in A. B. CARROLL, *A three-dimensional conceptual model of corporate performance*, (1979), *Academy Management Review*, 4, 497, a p. 500.

La Commissione Europea, nel 2001 identifica la responsabilità sociale d'impresa nel "Libro Verde" come «l'integrazione su base volontaria dei problemi sociali e ambientali delle imprese nelle loro attività commerciali» in Commissione Europea, *Libro Verde*, (2001), a p. 7, consultabile presso: [https://www.europarl.europa.eu/meetdocs/committees/devc/20020122/com\(2001\)366_it.pdf](https://www.europarl.europa.eu/meetdocs/committees/devc/20020122/com(2001)366_it.pdf)

fiduciari degli amministratori e retribuzione sostenibile, che incentiva l'adozione di strategie d'impresa socialmente responsabili.

Infine, nel terzo capitolo saranno esaminati gli effetti della suddetta normativa nella prassi delle imprese in Italia e nel Regno Unito, esaminando come l'evoluzione delle aspettative degli investitori in materia di sostenibilità influenzi l'adozione di modelli di *corporate governance* sostenibili, in cui gli incentivi retributivi degli amministratori legati ad obiettivi di sostenibilità occupano un posto di rilievo nell'alimentare l'impegno lungo la catena di valore per lo sviluppo sostenibile.

CAPITOLO I

Quando la sostenibilità incontra il profitto: il dibattito sulla sostenibilità di impresa

1. Sostenibilità ed impresa: il dibattito attorno alla responsabilità sociale delle imprese

Il dibattito sulla responsabilità sociale d'impresa è strettamente collegato a quello, classico, del diritto societario sull'interesse sociale: se e in che misura le società e i loro amministratori debbano tenere in considerazione interessi "diversi" da quelli dei propri soci³.

Il tema è da sempre uno dei più dibattuti tra gli studiosi del diritto commerciale, in Italia come all'estero, e certamente trascende i limiti del presente lavoro.

Nella dottrina anglosassone il concetto di interesse sociale inteso come "ragion d'essere" di una società si definisce "*business purpose*" e assorbe le nozioni di scopo-mezzo inquadrabile nella nozione di "oggetto sociale" e di scopo-fine, che trova rilievo giuridico nella forma organizzativa adottata dalla società⁴.

Al di là della storica contrapposizione tra contrattualismo e istituzionalismo, nella costruzione della impresa collettiva sembra prevalere l'idea che, anche alla luce dei recenti sviluppi della regolamentazione pubblica nazionale ed internazionale, gli amministratori nel definire la strategia di impresa debbano tenere in considerazione gli interessi di una mutevole pluralità di soggetti che, a vario titolo, entrano in contatto con la società, i cosiddetti *stakeholders* secondo una terminologia inglese oramai diffusa.

³ F. DENOZZA, *L'interesse sociale tra "coordinamento" e "cooperazione"*, (2010), in: *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders: in ricordo di Pier Giusto Jaeger: atti del convegno*, Milano, 9 ottobre 2009 / [a cura di] P.G. Jaeger. - Milano: Giuffrè, 2010, a p. 1

⁴ M. SPOLIDORO, *Interesse, funzione e finalità. Per lo scioglimento dell'abbraccio tra interesse sociale e Business Purpose*, (2022), *Rivista delle Società*, fasc.2-3, 322, a p.327- "*L'oggetto sociale è un elemento dell'atto costitutivo in cui si enuncia e si rende pubblico il programma dell'attività sociale. A questo sono legati alcuni doveri degli amministratori come, ad esempio, non compiere atti contrari alla realizzazione dell'oggetto sociale e alcuni poteri dei soci come il diritto di veto o recesso nel caso di modifica dell'oggetto sociale. Per quanto riguarda lo scopo-fine della società ad esso il diritto italiano riconduce diverse tipologie di forme organizzative a seconda che la società abbia uno scopo lucrativo, consortile o mutualistico etc.*"

1.1 La nozione di interesse sociale: tra istituzionalismo e contrattualismo

Noto agli studiosi del diritto commerciale, come anticipato, è il confronto tra i sostenitori delle teorie istituzionaliste e contrattualiste nella definizione dell'interesse sociale.

I due filoni dottrinari costituiscono in realtà una generalizzazione di una vasta pletera di autorevoli lavori accademici attorno al tema dell'interesse sociale che meriterebbe sicuramente una trattazione più ampia e approfondita. Tuttavia, è opportuno ricordarne, sommariamente e forse in maniera *tranchant*, i caratteri distintivi.

La teoria istituzionalista attribuisce alle società, o meglio alle imprese in generale, la titolarità di un interesse proprio, superiore e distinto rispetto agli interessi singolari o collettivi dei soci (o dei titolari)⁵.

Le teorie istituzionaliste si possono dividere in due gruppi distinti. Le prime sono teorie che fanno riferimento agli interessi autonomi delle imprese, che possono essere ricondotti a un obiettivo generico di crescita economica o a un altro obiettivo svincolato dalla volontà dei singoli soci⁶.

Il secondo gruppo, invece, considera l'interessi sociale come una sintesi degli interessi di tutti gli *stakeholders* dell'impresa (ricomprendendo in tale insieme anche i soci), risultante dall'insieme dei loro interessi personali⁷.

⁵ Lo spirito di questa concezione dell'interesse sociale viene spesso riassunto nella celebre risposta dell'impresa Norddeutscher Lloyd ai propri azionisti che si lamentavano degli scarsi profitti della società: "lo scopo di questa società non è distribuire dividendi ai soci, ma per far andare i battelli sul Reno" – in A. ASQUINI, "I battelli del Reno", in Riv. Soc., 1954, p. 616 e ss.

⁶ A questo gruppo fanno capo la teoria dell'*Unternehmen an sich* la cui genesi viene attribuita a W. RATHENAU che considerava la società una forma di organizzazione della grande impresa. Non effettuava distinzioni dal punto di vista giuridico, tra Società per Azioni (*Aktiengesellschaft*) e Impresa (*Unternehmen*) considerando questa un generico "organismo produttivo" -Cfr. W. RATHENAU, *L' economia nuova*, (1918), Biblioteca Aragno, 2019 -

È inoltre riconducibile al medesimo gruppo la teoria della *Person in sich* (anche definita teoria organica) la cui paternità viene attribuita a O. VON GIERKE, secondo la quale, gli aggregati sociali sono enti dotati di vita propria e di una propria volontà. Ne consegue che la personalità giuridica delle società per azioni le rende titolari di un interesse autonomo e superiori rispetto agli interessi dei singoli soci- In E. LAUDANI, *L' impresa societaria tra corporate social responsibility e shareholder value*, (2019), Cammino Diritto n. 10/2019, a p. 4-5

⁷ Ibid.

Tale classificazione delle diverse teorie "istituzionaliste" è riportata anche da D. PREITE in D. PREITE, *Abuso di maggioranza e Conflitto di Interessi del Socio nella Società per Azioni*, in Trattato delle società per azioni (diretto da Colombo e Portale), vol. 3, Torino, Utet, 1993, p. 7

La teoria contrattualista, al contrario, riconduce la nozione di interesse sociale al diritto di proprietà e alla libera determinazione economica dei soci; l'interesse della società discende dal contratto con cui la medesima è stata costituita.

Per questa ragione molti dei sostenitori di tale visione dell'interesse sociale ritengono che lo scopo del contratto di società possa risolversi nell'interesse comune e uniforme dei soci a ottenere un lucro dal proprio investimento⁸.

Altri, invece, pensano che l'interesse sociale, seppur in astratto prestabilito come interesse lucrativo (come si desume dall'art. 2247 c.c. italiano), non condizioni l'operato degli organi della società che sono incaricati di determinare dinamicamente i confini dell'interesse sociale da intendersi come l'interesse espresso dalla, geneticamente mutevole, maggioranza dei soci ed a valutare, di volta in volta, gli strumenti idonei alla sua realizzazione⁹.

Entrambe queste due accezioni dell'interesse sociale sono state in vario modo utilizzate dai teorici della responsabilità sociale delle imprese per giustificare l'esistenza di vincoli alla libertà di una società di perseguire esclusivamente gli interessi egoistici dei propri soci.

Le società dovrebbero invece considerare anche gli interessi di soggetti diversi, su cui in vario modo l'attività di impresa ha un impatto.

La dottrina che si è sviluppata attorno al tema può essere riassunta in tre correnti di pensiero principali.

Una prima schiera di studiosi, che trova sostegno nella dottrina economica neoliberista e in talune teorie contrattualiste dell'interesse sociale, esclude qualsiasi forma di responsabilità della società nei confronti di *stakeholders* diversi dai soci e rimette a fattori esterni, come norme di legge o contratti specifici, il compito di fissare dei limiti al diritto della società di perseguire la (esclusiva) massimizzazione del profitto per i propri soci¹⁰.

⁸ Secondo alcuni tale concezione dell'interesse sociale è stata assimilata dal legislatore italiano nell' art 2247 c.c. "Con il contratto di società due o più persone conferiscono beni o servizi per l'esercizio in comune di una attività economica allo scopo di dividerne gli utili"

⁹ A. MIGNOLI, *L'interesse sociale*, (1958), in *Rivista delle soc.*, p. 740 ss.

¹⁰ F. DENOZZA, *L'interesse sociale tra "coordinamento" e "cooperazione"*, (2010), op.cit., a p. 27
F. DENOZZA ribadisce in un altro saggio che i progetti che ampliano la gamma di interessi rilevanti devono in pratica tenere conto della definizione legale dello scopo della società e delle norme che ne regolano il funzionamento e la costituzione-in F. DENOZZA, *Lo scopo della società: dall'organizzazione al mercato*, (2019), *Orizzonti del Diritto Commerciale Fascicolo 3|2019*, a p. 615
Della stessa opinione F. D'ALESSANDRO in F. D'ALESSANDRO, *il mantello di san martino, la benevolenza del birraio e la ford modello t, senza dimenticare Robin hood (divagazioni semi-serie sulla c.d. responsabilità sociale dell'impresa e dintorni)*, (2022), *Rivista di diritto civile 3|2022*, a p.429

Gli autori che sostengono tale tesi (definita teoria dello *shareholders' value*) ritengono che l'unica responsabilità degli amministratori sia adottare politiche che generino profitto per i soci dell'impresa, e di conseguenza, riducano la responsabilità sociale delle imprese al pedissequo rispetto delle norme imperative, nazionali e internazionali (anche in materia di sostenibilità): occuparsi del benessere sociale è compito dello Stato, attraverso politiche fiscali e *welfare policies* adeguate ed efficaci.

Un secondo orientamento dottrinale (definito *stakeholders' theory*), in antitesi con il primo, trova fondamento in certe dottrine istituzionalistiche dell'interesse sociale. Esso vede la cura degli interessi degli *stakeholders* come un dovere morale e giuridico degli amministratori, e per tale ragione considera legittimo un impegno "sociale" superiore rispetto allo standard minimo previsto dalla normativa, anche qualora questo possa deprimere le aspettative economiche dei soci.

Infine, un terzo gruppo di autori – in una prospettiva efficientistica o, se si vuole, di *law and economics* - sottolinea l'utilità, per i soci stessi, della sostenibilità d'impresa, intesa come l'attenzione per l'impatto che l'attività di impresa ha sul benessere di un'ampia platea di *stakeholders* quali, ad esempio, i dipendenti, i consumatori e la comunità in generale.

Tale visione, oggigiorno, trova il sostegno di un gran numero di operatori economici e finanziari; essa si fonda sull'assunto che perseguire lo sviluppo sostenibile, anche in maniera superiore a quanto imposto dalla legislazione, possa - in talune circostanze – essere strumentale al benessere dell'impresa e dei suoi stessi soci in un periodo medio/lungo¹¹.

F. D'ALESSANDRO sottolinea che è esclusivamente compito dell'ordinamento stabilire dove trovi il suo limite la libertà economica del singolo a causa del pregiudizio che il suo esercizio impone a terzi. In quest'ottica l'esistenza di esternalità negative non costituisce un motivo sufficiente per limitare tale libertà se il legislatore, dopo aver ponderato i diversi interessi contrapposti, sceglie di tutelare l'esercizio dell'attività di impresa piuttosto che gli interessi di eventuali stakeholder su cui essa incide negativamente. Nel caso in cui la legge non ponga limiti all'attività imprenditoriale, la posizione del terzo è paragonabile secondo D'ALESSANDRO a quella del *free rider* ovvero di qualcuno che si avvantaggia approfittando di attività svolte da altri e a spese di altri, senza dare alcun corrispettivo: *“Non esiterei ad attribuire, almeno pro parte, la veste di free rider a chi esigesse di continuare a fruire di vantaggi che gli derivano da una mia attività corrispondendo bensì qualcosa in cambio, ma qualcosa che, essendo insufficiente a coprire i miei costi, non rappresenta per me alcuna utilità netta, ma anzi una posta passiva”*

¹¹ Nel 2019, la *Business Roundtable*, un'associazione di amministratori delegati delle principali aziende statunitensi, ha pubblicato lo *“Statement on the Purpose of a Corporation”*, una dichiarazione di intenti aziendali in cui si sottolinea l'importanza di tutelare gli interessi degli stakeholder (attraverso l'innovazione, la tutela dell'ambiente e le strategie aziendali orientate allo sviluppo) per creare un'economia sostenibile e valore di lungo termine per gli azionisti. – consultabile presso : <https://purpose.businessroundtable.org/>. L'interesse internazionale per lo sviluppo sostenibile è testimoniato inoltre dal Manifesto di Davos 2020 adottato dal *World Economic Forum* (WEF). La prime pagine del Manifesto dichiarano che l'obiettivo delle imprese è quello di coinvolgere tutte le parti interessate per creare un valore condiviso e sostenibile e

Tale dottrina sostiene che vi è uno stretto legame tra sostenibilità finanziaria e sostenibilità ambientale e sociale; con la prima si intende la capacità di un'impresa di sostenere i costi di gestione con i ricavi in un periodo medio-lungo; con la seconda, la capacità dell'impresa di ridurre al minimo le cosiddette "esternalità negative" (i.e. l'insieme degli effetti negativi sulla collettività prodotti dall'attività di impresa) attraverso soluzioni organizzative e produttive che non pregiudichino il benessere di coloro sui quali incide l'attività d'impresa¹².

Poiché le esternalità negative sono fonte di distorsioni del mercato, orientare l'attività di impresa verso lo sviluppo sostenibile influenzerebbe positivamente la stessa possibilità di sopravvivenza economica dell'impresa nel lungo periodo.

2. La visione neoliberista della responsabilità sociale delle imprese: il dovere delle imprese è fare profitti

Nel corso dell'ultimo secolo, specie dopo la fine della Seconda guerra mondiale, ha trovato particolare sostegno un filone dottrinario di matrice neoliberista, che vede gli amministratori responsabili unicamente dell'interesse alla massimizzazione del profitto

afferma l'importanza di lavorare insieme su politiche e soluzioni che rafforzino la prosperità aziendale di lungo termine. Il manifesto è consultabile presso: <https://www.weforum.org/agenda/2019/12/davos-manifesto-2020-the-universal-purpose-of-a-company-in-the-fourth-industrial-revolution/>

Esemplare infine a questo proposito la lettera inviata nel 2022 agli amministratori esecutivi da Larry Fink, amministratore delegato del fondo Blackrock. Nella lettera Fink ha sottolineato agli amministratori delle grandi *corporations* che le loro iniziative economiche, non possano esimersi, in un orizzonte di redditività sostenibile e di lungo termine, di affrontare le crescenti complessità e tensioni sociali, i problemi ambientali e tutti i nuovi rischi che possono minare la stessa prosperità e sicurezza delle aziende e dei loro *stakeholder*. - consultabile presso: <https://www.blackrock.com/us/individual/larry-fink-ceo-letter>

¹² “La sostenibilità finanziaria di un'impresa potrebbe essere definita la sua «sostenibilità intrinseca», infatti essa dipende prevalentemente dall'abilità dell'impresa di generare ricavi tali da ripagare i suoi debiti per un periodo di tempo indefinito. In questa prospettiva il concetto di stabilità di impresa sembra concedere con il concetto di «stabilità» dell'impresa. La sostenibilità ambientale e sociale potrebbe essere definita come sostenibilità estrinseca di un'impresa. Essa non riguarda solo i risultati economici dell'impresa finanziata, bensì le esternalità negative della sua gestione, con particolare riferimento ai noti fattori ESG e quindi *inter alia* (i) ai rischi legati ai cambiamenti climatici, alle emissioni di CO₂, all'inquinamento atmosferico, agli sprechi e alla deforestazione; (ii) agli aspetti sociali, quali le politiche di genere, i diritti umani, gli standards lavorativi e sindacali e (iii) alle pratiche di governo societario, quali le politiche di retribuzione dei manager, la composizione degli organi di gestione (compresa la presenza di amministratori indipendenti e le politiche di diversità), il sistema dei controlli interni.” – in A. CHILOIRO, *ESG e sostenibilità nelle operazioni di finanziamento all'impresa: possibili profili giuridici*, (2022), *Analisi Giuridica dell'Economia*, Fascicolo 1, 2022, a. p. 264

dei soci.

La dottrina trova le proprie origini nelle teorie economiche di Adam Smith¹³. L'economista scozzese vedeva il libero mercato come una “forza” invisibile e benefica (*the invisible hand*) per l'intera collettività, capace di garantire la migliore allocazione delle risorse¹⁴

Per questa ragione lo scopo di lucro, insito nelle attività imprenditoriali, assolverebbe indirettamente a un ruolo positivo per tutta la comunità, generando ricchezza e contribuendo ad aumentare i livelli di occupazione e la crescita economica dello Stato¹⁵.

Allo stesso tempo sarebbe dovere dello stato compensare le esternalità negative¹⁶ che, inevitabilmente, derivano dall'esercizio di attività economiche¹⁷.

Attuando adeguate politiche fiscali, gli stati potrebbero, in un'economia florida, raccogliere maggiori risorse e finanziarie adeguate politiche di *welfare* che compensino i costi sociali (come l'inquinamento e i bassi salari) che possono derivare dall'attività d'impresa¹⁸.

¹³ Cfr. A. SMITH, *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, (1776), a cura di J. Rogers, Clarendon Press, 1869; ID., *The Theory of Moral Sentiments*, (1759), a cura di Knud Haakonssen, Cambridge University Press, 2002.

¹⁴ S. ROSSI, *Il diritto della Corporate Social Responsibility*, (2021), *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 99 Fascicolo 1, 2021, a p. 114.

¹⁵ Tale conclusione A. SMITH viene ripresa da F. D'ALESSANDRO in F. D'ALESSANDRO, *il mantello di san martino, la benevolenza del birraio e la Ford modello t, senza dimenticare Robin hood (divagazioni semi-serie sulla c.d. responsabilità sociale dell'impresa e dintorni)*, (2022), op.cit., a p. 418, che sottolinea che un'impresa che arricchisce i suoi soci senza danneggiare terzi, realizza indirettamente un'utilità sociale attraverso il pagamento delle imposte sui profitti.

¹⁶ Le esternalità negative si verificano quando la produzione o il consumo di un prodotto comporta un costo per una terza parte. Esempi di esternalità negative sono l'inquinamento e i salari legali. Definizione consultabile presso: <https://www.britannica.com/topic/negative-externality>

¹⁷ Cfr. A.C. PIGOU, *The Economics of Welfare*, (1920), 4ª edizione Macmillan 1932.

¹⁸ Ibid.

“Lasciamo alle imprese fare ciò che sanno fare meglio di tutti, ossia utilizzare nel modo più efficiente le risorse disponibili e produrre nuova ricchezza. Appartiene invece alla politica e solo ad essa vegliare sulla concorrenza e sulle esternalità negative, intervenendo solo là dove gli inevitabili fallimenti del mercato lo esigano.” in F. D'ALESSANDRO, *il mantello di san martino, la benevolenza del birraio e la Ford modello t, senza dimenticare Robin Hood (divagazioni semi-serie sulla c.d. responsabilità sociale dell'impresa e dintorni)*, (2022), op.cit., a p. 460

La teoria dello *shareholders' value* ha trovato ampio sostegno sia nella dottrina italiana, che in quella anglosassone da parte dei sostenitori della natura contrattualistica dell'interesse sociale¹⁹.

In un celebre articolo pubblicato sul New York Times, l'economista premio Nobel Milton Friedman ha argomentato eloquentemente ulteriori ragioni a sostegno del primato degli interessi degli azionisti (*shareholder primacy*)²⁰.

Secondo Friedman la *shareholder primacy* fonda le proprie radici nella teoria contrattualistica della natura dell'impresa²¹.

Friedman ritiene che le società possano essere descritte come un "*nexus of contracts*".

Le società sarebbero una *fictio iuris*, prive di una volontà propria, frutto di una rete di contratti volto a soddisfare l'interesse di una categoria di soggetti che ritengono che dalla loro collaborazione possano ottenere maggiori profitti rispetto a quelli che potrebbero ottenere agendo singolarmente²².

Nello specifico, secondo Friedman, i soci sono da considerarsi i proprietari dell'impresa, e pertanto l'unica categoria di soggetti su cui ricade il rischio d'impresa a ragione dei conferimenti effettuati²³.

¹⁹ Tuttavia, alcuni ritengono che la teoria dello *shareholder value* sia solo apparentemente figlia di una concezione contrattualistica dell'interesse sociale (così ad esempio P. JAEGER in P. JAEGER, *L'interesse sociale*, (1964), Giuffrè, 1964, pag. 13 e ss.; P. MONTALENTI, *Il conflitto di interessi nella riforma del diritto societario*, (2003), RDC, pag. 243 e ss.)

N. FACCHIN in proposito evidenzia che nella teoria dello *shareholder value*, rispetto alle concezioni contrattualiste tradizionali, l'interesse dei soci attuali è destinato ad essere soddisfatto pienamente solo con la perdita della qualità di socio, ossia con la cessione delle azioni. Sarebbe possibile sostenere che la teoria dello *shareholder value*, poiché il valore delle azioni dipende dal valore dell'impresa azionaria, sia più vicina ad alcune visioni istituzionalistiche dell'interesse sociale che lo inquadrano con l'interesse superiore dell'impresa alla crescita economica. – In N. FACCHIN, *Interesse sociale nella società per azioni: teoria istituzionalista e teoria contrattualista*, (2018), consultabile presso: <http://www.nicolafacchin.com/2018/06/17/interesse-sociale-nella-societa-per-azioni-teoria-istituzionalista-e-teoria-contrattualista/>

²⁰ M. FRIEDMAN, *A Friedman Doctrine- The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits*, (1970), The New York Times, consultabile presso: <<https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>>

²¹ Ibid.

²² F. DENOZZA, *L'interesse sociale tra "coordinamento" e "cooperazione"*, (2010), op.cit., a p. 10. Molti ritengono che la genesi della teoria del *Nexus of contracts* sia imputabile a R. H. COASE. Il celebre economista, tuttavia, ha una visione più ampia dell'interesse sociale rispetto a quella proposta da FRIEDMAN. Le società incapsulerebbero un insieme di contratti – intercorrenti tra una imprecisabile molteplicità di soggetti – in qualche modo collegati tra loro dall'esercizio dell'attività economica. La società sarebbe strumentale alla soddisfazione degli interessi di tutti i soggetti che con la medesima hanno intessuto una qualche relazione. - in R. H. COASE, *The Nature of the firm*, (1937), *Economica*, New Series, Vol. 4, No. 16, 386, a p. 388.

²³ B. MC SWEENEY, *Maximizing Shareholder-Value: A Panacea for Economic Growth or a Recipe for Economic and Social Disintegration?* (2008), *Critical Perspectives on International Business*, Vol. 4, 55.

Essi affidano la soddisfazione del loro scopo principale (assicurarsi la valorizzazione del proprio investimento attraverso dividendi e/o incremento del valore della partecipazione) agli amministratori (*managers*), legati alla società e agli stessi soci da un rapporto fiduciario riconducibile, in sintesi, al rapporto di *agency*²⁴.

La responsabilità sociale, intesa come il perseguimento di interessi diversi dagli interessi degli azionisti, si porrebbe dunque, in questa prospettiva, in conflitto con l'interesse dell'impresa²⁵.

Fermo restando il rispetto di qualsiasi obbligo la legge imponga, sarebbe persino sovversivo dei principi del sistema capitalistico ritenere che le società, una mera forma di organizzazione dell'attività d'impresa, debbano farsi promotrici di finalità filantropiche o assumano doveri etici nei confronti di altri portatori di interessi senza l'esplicito consenso dei soci²⁶.

Concordemente con le teorie di Smith, Friedman sostiene, quindi, che imporre agli

p. 56.

Di opinione simile G. C. M. RIVOLTA che sostiene la legittimità del profitto quale contropartita dell'impegno e del rischio di chi fa impresa in G. C. M. RIVOLTA, *L'impresa tra legalità e socialità*, in *Boll. Banca pop. Lodi*, 1994, 2, a pp. 13 ss., oggi in Id., *Scritti giuridici*, vol. I, *Impresa, azienda, fallimento*, Milano, 2021, a p. 135 ss.

²⁴ E. LAUDANI, *L'impresa societaria tra corporate social responsibility e shareholder value*, (2019), op.cit., p. 13

I primi teorici di questa accezione del rapporto tra *managers* e soci furono A. BERLE, G. MEANS- in A. BERLE, G. MEANS, *The Modern Corporation and Private Property*, (1932), Commerce Clearing House 1932, a p. 139.

²⁵ Secondo M. FRIEDMAN l'unico motivo alla base dell'investimento degli azionisti è la possibilità di ricavarne un ritorno economico. Vi sarebbe quindi uno stretto legame tra l'interesse degli azionisti e il prezzo attuale delle azioni.

La convinzione che i mercati mobiliari svolgano un ruolo importante nell'economia odierna e che il management debba preoccuparsi solo di massimizzare i rendimenti per gli azionisti offre inoltre un metro per quantificare la *performance* del *management* - Cfr. M. MAGILL et al., *A theory of the Stakeholder Corporation*, (2015), *Econometrica*, Vol. 83, 1685, a p. 1708

²⁶ M. FRIEDMAN, in saggi precedenti come *Capitalism and Freedom* aveva rifiutato l'esistenza di una "responsabilità sociale delle imprese" intesa come un dovere morale degli amministratori esecutivi di adottare strategie aziendali socialmente responsabili e di ridurre l'impatto negativo dei loro processi produttivi sulla società. - in M. FRIEDMAN, (1962), *Capitalism and freedom*, a p. 133

Per utilizzare una celebre espressione utilizzata da ADAM SMITH in A. SMITH, *An Enquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, London 1776, libro I, cap. II: "non è dalla benevolenza del birraio e del fornaio che attendiamo il nostro nutrimento, allo stesso modo non è sulla misericordia dei santi né sulla simpatia dei fabbricanti di mantelli che facciamo assegnamento d'ordinario per coprire le nostre nudità". Attraverso tale analogia l'economista scozzese vuole sottolineare che le imprese non producono beni per finalità filantropiche ma per ricavarne un guadagno.- L' espressione è stata ripresa recentemente da F. D'ALESSANDRO in F. D'ALESSANDRO, *il mantello di san martino, la benevolenza del birraio e la Ford modello t, senza dimenticare Robin Hood (divagazioni semi-serie sulla c.d. responsabilità sociale dell'impresa e dintorni)*, (2022), op.cit., che esamina le difficoltà che le operazioni distributive di carattere collettivo possono far sorgere sia quando derivano da iniziative volontarie dell'impresa che da obblighi legislativi

amministratori il dovere di tutelare interessi di portatori di interessi diversi dai soci equivarrebbe ad una sorta di tassazione a carico di questi ultimi, dacchè il costo di tali politiche andrebbe inevitabilmente a comprimere gli utili e quindi i dividendi²⁷.

Essa costituirebbe, implicitamente, una violazione della divisione tra potere politico ed economico che vede il perseguimento del benessere sociale quale compito dei *civil servants*, eletti attraverso un processo politico²⁸.

2.1 La crisi della visione profittocentrica dell'impresa

Le varie crisi finanziarie, nonché il susseguirsi di disastri climatici, ha portato numerosi critici a mettere in discussione l'efficienza, sia in un'ottica sociale che economica, dell'idea profittocentrica dello scopo di impresa²⁹.

Il limite principale della visione neoliberista dell'interesse sociale e, conseguentemente, dei doveri degli amministratori letti in quest'ottica, è che essa sembra legittimare le imprese a creare esternalità negative, senza doverne sopportare i relativi costi³⁰.

In un saggio del 2009, poco dopo la grande crisi finanziaria del 2008, il premio Nobel per l'economia Joseph Stiglitz sosteneva l'assenza di una validazione empirica del

²⁷ G. BEVIVINO, *Nuovi inputs euro-unitari. La sostenibilità come ponderazione normativa degli interessi di share-holders e stakeholders*, (2022), *Analisi Giuridica dell'Economia*, Fascicolo 1, 2022, a p.128

²⁸ C. ANGELICI, *Divagazioni sulla "responsabilità sociale" d'impresa*, (2018), *Rivista delle società* n. 1/2018, 3, a p. 8

²⁹ Klaus Schwab, il presidente del *World Economic Forum* nel commentare il Manifesto di Davos, ha sostenuto che la visione profitto-centrica dello scopo sociale e il *focus* sugli obiettivi di breve periodo costituisce una forma di capitalismo scollegata dall'economia reale. I giovani, come dimostra l'attivismo recente contro il cambiamento climatico, vogliono lavorare, investire o acquistare da aziende che hanno valori al di là della massimizzazione del valore per gli azionisti. Inoltre, gli investitori hanno iniziato a riconoscere che il loro successo a lungo termine è strettamente legato a quello dei loro clienti, dipendenti e fornitori – in K. SCHWAB, *We must move on from neoliberalism in the post-Covid era*, (2020), consultabile presso: <https://www.weforum.org/agenda/2020/10/coronavirus-covid19-recovery-capitalism-environment-economics-equality/>

³⁰ F. DENOZZA sottolinea che uno dei difetti principali della teoria dello shareholder value è l'impossibilità di concepire leggi o contratti che non lascino agli amministratori margini di discrezionalità che gli consentano di adottare strategie dannose nei confronti degli altri portatori di interessi- in F. DENOZZA, *L'interesse sociale tra "coordinamento" e "cooperazione"*, (2010), op.cit., p. 28

dogma, sostenuto dai teorici economici neoliberalisti, dei benefici per la collettività in generale derivanti dalla persecuzione della sola massimizzazione del profitto dei soci³¹.

Secondo Stiglitz le crisi finanziarie sono la dimostrazione dell'incapacità del mercato di autoregolamentarsi ³².

Fin dal 1929, anno del famoso “martedì nero” di Wall Street³³, infatti il mercato ha dato prova della fallacia della dottrina del “*laissez-faire*” teorizzata da Smith secondo la quale il libero mercato porterebbe alla perfetta allocazione delle risorse.

Le cicliche crisi economiche hanno avuto un enorme costo sociale ed economico e hanno spesso costretto i governi a correggere le distorsioni del mercato attraverso ingenti quantità di fondi pubblici³⁴.

I motivi che portano a imputare i fallimenti del mercato alla cultura profitto-centrica dell'impresa sono diversi.

Gli amministratori, spesso, non hanno incentivi sufficienti per preoccuparsi del successo a lungo termine dell'azienda e sono, invece, lautamente ricompensati per l'adozione di strategie aziendali rischiose che si potrebbero aumentare i profitti dei soci (e degli amministratori stessi) nel breve periodo ma i cui costi, nel caso di insuccesso o di esternalità negative, potrebbero ricadere – in un termine medio/lungo - sulla intera collettività³⁵.

Inoltre, gli amministratori cui siano stati riconosciuti incentivi variabili legati

³¹ D. J. STIGLITZ, *Moving beyond market fundamentalism to a more balanced economy*, (2009), *Annals of Public and Cooperative Economics*, Vol 80, Issue 2009, 345, a p. 346.

³² Ibid.

³³ Durante la metà e la fine degli anni Venti, il mercato azionario degli Stati Uniti conobbe una rapida espansione. I prezzi delle azioni raggiunsero vette altissime, e il pubblico, dai magnati del settore bancario e industriale alle persone di ceto medio-basso, si precipitò dai broker per investire le proprie disponibilità liquide e i propri risparmi in titoli. I prezzi cominciarono a scendere in settembre e all'inizio di ottobre, ma la speculazione continuò. Il primo vero giorno di panico, il 24 ottobre, è noto come giovedì nero; in quel giorno fu scambiato un numero record di 12,9 milioni di azioni, mentre gli investitori si affrettavano a recuperare le perdite.

Molti fattori hanno probabilmente contribuito al crollo del mercato azionario. Tra le cause più importanti vi sono il periodo di speculazione dilagante, la stretta creditizia da parte della Federal Reserve, una moltitudine di prestiti bancari di grandi dimensioni che non potevano essere liquidati e una recessione economica che era iniziata all'inizio dell'estate. Maggiori informazioni riguardo la crisi finanziaria del 1929 sono reperibili presso: <https://www.britannica.com/event/stock-market-crash-of-1929#ref248713>

³⁴ D. J. STIGLITZ, *Moving beyond market fundamentalism to a more balanced economy*, (2009), op.cit.

³⁵ “La preferenza per la massimizzazione dei risultati di breve termine può determinare la misura del successo degli investitori istituzionali in un Mercato incapace di rilevare e riflettere nel prezzo dei prodotti finanziari il valore di lungo termine.” - S. ROSSI, *Il diritto della Corporate Social Responsibility*, (2021), op.cit., a p. 103

all'incremento del valore delle partecipazioni sociali, potrebbero opportunisticamente fornire informazioni finanziarie incomplete o distorte al pubblico per incrementare i propri guadagni personali³⁶.

Questa tipologia di comportamenti ha drammatiche conseguenze per l'equilibrio del mercato³⁷.

Infatti, il mercato si trova a premiare le imprese che realizzano i maggiori profitti nel breve periodo, senza consapevolezza (e quindi senza "prezzare") degli effetti negativi (sia sul profitto degli azionisti, che sul benessere sociale) nel lungo periodo.

La stessa dottrina sulla separazione dei poteri politico ed economico, sostenuta da Smith, secondo la quale i governi hanno il compito e la capacità di controllare attraverso regolamenti e imposte l'impatto sociale delle esternalità negative che derivano dall'attività di impresa, appare decisamente inattuale in un'economia globalizzata.

L'asimmetria informativa, finanziaria e non finanziaria, tra gli amministratori e il pubblico, incide in maniera rilevante sulla capacità degli stati di identificare e rimediare alle esternalità in questione³⁸.

Essa complica la possibilità di implementare politiche di *welfare* adeguate e tempestive, spesso troppo costose per il bilancio dello Stato nel momento in cui la crisi si verifica³⁹.

Problema che assume rilevanza di maggiore portata, se si pensa che le crisi finanziarie che hanno origine in una determinata nazione spesso riverberano i propri effetti sul

³⁶ L'esempio più notorio di questo tipo di comportamento si è verificato nello "scandalo Enron" negli Stati Uniti. Sotto pressione per compiacere gli azionisti e aumentare gli utili, i direttori esecutivi della società iniziarono ad affidarsi a pratiche contabili dubbie come la "contabilità *mark to market*" per nascondere le perdite aziendali. Questo sistema consentiva alla società di registrare i futuri guadagni non realizzati derivanti da alcuni contratti di trading nei conti economici correnti, dando così l'illusione di un aumento dei profitti. -P. BONDARENKO, *Enron Scandal*, (2022), consultabile presso: <https://www.britannica.com/event/Enron-scandal>

³⁷ Sembra che l'asimmetria informativa tra i dirigenti delle società e gli altri partecipanti al mercato e la conseguente distorsione dell'informazione finanziaria siano la principale fallacia della teoria economica di Smith, che fondava il proprio modello economico su un mercato perfettamente trasparente.

³⁸ A. JOHNSTON, *Facing up to social cost: the real meaning of corporate social responsibility*, (2011), Griffith Law Review, Vol 20, Num. 1, 221, a p. 222.

³⁹ La crisi finanziaria del 2008 ha messo in evidenza i limiti dell'intervento statale. Infatti, secondo le stime della Banca Mondiale del 2009, la crisi finanziaria ha portato più di 89 milioni di persone a vivere in estrema povertà e ha aumentato il numero di disoccupati di 37 milioni rispetto all'anno precedente. - In I. MASSA, *The impact of the global financial crisis: What does this tell us about state capacity and political incentives to respond to shocks and manage risks?* (2009), Overseas development Institute, a p.4, consultabile presso: https://assets.publishing.service.gov.uk/media/57a08a80e5274a31e000062e/60895-part1_crisis_lit_review-effects_of_GFC.pdf

mercato globale (e non a caso si parla di *tsunami* economico/finanziario), per i paesi meno sviluppati o in via di sviluppo, privi delle risorse necessarie a proteggere i propri cittadini dagli effetti più drammatici della recessione.

Anche Hart e Zingales si dicono critici della riduzione dell'interesse sociale alla produzione di valore economico per i soci, ritenendo che esso sottovaluti l'inseparabilità delle attività di produzione di profitto dai costi sociali che ne derivano, e sopravvaluti la capacità dello Stato di internalizzare perfettamente le esternalità attraverso la promulgazione di leggi e regolamenti⁴⁰.

Infatti, quando una strategia aziendale profittevole per l'impresa è intrinsecamente connessa a un costo sociale, gli amministratori esecutivi sono chiamati a ponderare adeguatamente i costi e benefici che ne derivano per i soci e, infine, a prendere la decisione che ne massimizzi il *welfare* ⁴¹.

3. La “*stakeholders’ theory*”: la tutela degli interessi degli stakeholders come dovere etico degli amministratori

Dopo la grande crisi del 2008 ha riacquisito linfa vitale una teoria alternativa dell'interesse sociale, che sostiene che le società devono assumersi maggiori responsabilità nei confronti della comunità e di tutti coloro su cui ricadono gli effetti delle loro attività⁴².

L'instabilità finanziaria, gli alti livelli di povertà e le conseguenze negative della globalizzazione hanno fatto crescere la sfiducia nei confronti delle grandi imprese,

⁴⁰ O. HART e L. ZINGALES invitano a considerare come esempio “il caso di Walmart” che vende caricatori ad alta capacità del tipo usato negli omicidi di massa”. Se gli azionisti sono preoccupati per le uccisioni di massa, trasferire i profitti agli azionisti per spendere per il controllo delle armi potrebbe non essere così efficiente come il divieto di vendita dei caricatori ad alta capacità - in O. HART e L. ZINGALES, *Companies Should Maximize Shareholder Welfare not Market Value*, (2017), Journal of Law, Finance, and Accounting, a p. 247.

⁴¹ Si può immaginare ad esempio che gli azionisti, in qualità di membri della comunità umana, siano interessati al a che l'impresa sia ambientalmente sostenibile, poiché i costi sociali dell'attività di impresa ricadrebbero anche su di loro- Ibid., a p. 249.

⁴² Le varie crisi hanno reso un gran numero di imprenditori maggiormente consapevole dell'incapacità dei governi di compensare le esternalità negative che derivano dall'attività di impresa, spingendoli a adottare strategie socialmente e ambientalmente responsabili. - in C. ANGELICI, *Divagazioni sulla “responsabilità sociale” d'impresa*, (2018), op.cit.

alimentando la pressione sugli amministratori affinché le società contribuiscano maggiormente alla creazione di valore per la comunità⁴³.

Lo *stakeholders' capitalism* si pone in contrapposizione all'idea che la massimizzazione del profitto per i soci possa essere l'unico interesse delle società⁴⁴.

Secondo i teorici di questa dottrina le decisioni delle imprese non devono essere considerate impermeabili a valutazioni etiche. Ritengono, al contrario, che sia necessario che le decisioni economiche siano anche eticamente sostenibili e sia, dunque, opportuno gravare gli amministratori, specie quelli esecutivi, di una responsabilità morale⁴⁵.

Si chiede, pertanto, alle imprese una forma di cittadinanza attiva: una gestione più efficiente dell'impatto dell'attività economica sulla collettività e che veda un maggiore coinvolgimento degli *stakeholders*⁴⁶.

La *stakeholders' theory* è alfiere di una visione etica del capitalismo, capace di coniugare lo scopo di lucro con la responsabilità sociale⁴⁷.

I più radicali sostenitori delle responsabilità sociale dell'impresa ritengono che il benessere degli *stakeholders* debba essere considerato uno degli scopi primari dell'impresa, al pari della tutela degli interessi dei soci.

Si tratta di un "approccio pluralistico" perché richiede agli amministratori di soppesare per, poi, bilanciare una pluralità di interessi geneticamente autonomi e in gran parte egoistici⁴⁸.

Alcuni ritengono che questa visione della funzione sociale dell'impresa possa trovare fondamento nella teoria istituzionalistica dell'interesse sociale⁴⁹.

⁴³ G. FERRARINI, *Corporate Purpose and Sustainability*, (2020), Ecgi, Law Working Paper N° 559/2020, a p.18

⁴⁴ D. SUNDHEIM, K. STARR, *Making stakeholder capitalism a reality*, (2020), Harvard Business Review, consultabile presso: <https://hbr.org/2020/01/making-stakeholder-capitalism-a-reality>

⁴⁵ R.E. FREEMAN, *Strategic Management. A Stakeholder Approach*, (1984), Pitman, a p. 4

⁴⁶ U. TOMBARI, *Corporate purpose e diritto societario: dalla «supremazia degli interessi dei soci» alla libertà di scelta dello «scopo sociale»?* in Riv. soc., 2021, a p. 3

⁴⁷ Ibid., a p. 9.

Si esprime in maniera concorde S. ROSSI, *Il diritto della Corporate Social Responsibility*, (2021), op.cit., a p. 114

⁴⁸ G. FERRARINI, *Corporate Purpose and Sustainability*, (2020), op.cit., a p. 54

⁴⁹ M. PALMIERI sostiene che la *stakeholder theory* è sostanzialmente una riproposizione della visione istituzionalistica dell'interesse sociale quale *Unternehmen an sich*, la crisi finanziaria del 2008 tuttavia ha fatto sì che la teoria trovasse accoglimento sotto diverse forme nell'ordinamento anglosassone, sia britannico che statunitense, ordinamenti classicamente orientati a identificare l'interesse sociale con quello

Altri, invece, nel ricercare l'origine della responsabilità sociale delle imprese si rifanno al pensiero di H.R. Bowen, uno dei primi teorici delle responsabilità morali dei managers.

In *"Social Responsibilities of the Businessman"* Bowen - muovendo dalla teoria contrattualistica dell'interesse sociale - incarna la responsabilità sociale d'impresa nel dovere degli imprenditori di perseguire politiche e prendere decisioni in linea con i valori della comunità.

Bowen ritiene che la società di capitali, essendo una *factio iuris* volta a facilitare l'esercizio collettivo di una attività economica, non possa esimersi dalle stesse responsabilità etiche e morali che – *uti singuli* – i soci assumono nei confronti della comunità⁵⁰. Di conseguenza, limitare l'impatto negativo dei processi produttivi sulla collettività rappresenta il dovere primario dell'impresa e dei suoi amministratori⁵¹.

Non mancano ulteriori formulazioni dello *"stakeholder value"* come dovere etico delle imprese.

Davis, per esempio, ritiene che i doveri sociali dell'impresa derivino dall'elevato "potere" che le imprese hanno nella società moderna (parafrasando un noto adagio: "a grandi poteri, corrispondono grandi responsabilità")⁵².

3.1 I limiti della teoria tradizionale degli stakeholder

Sono molte le critiche che sono state mosse alla *stakeholders' theory*.

La prima è quella di non identificare adeguatamente il perimetro degli *stakeholders* i

dei soci. -in M. PALMIERI, *L'interesse sociale: Dallo Shareholder value alle società Benefit*, Banca impresa e società, a. XXXVI, 2017, n. 2, 201, a p. 202.

Sul punto si esprime in maniera concorde anche H. FLEISHER in Cfr. H. FLEISHER, *La definizione normativa dello scopo dell'impresa azionaria: un inventario comparato*, in Riv. soc., 2018, a pp. 803 ss.

⁵⁰ H. R. BOWEN, *Social responsibilities of the businessman*, (1953) University of Iowa Press, 2013. – Secondo Bowen il rispetto degli altri componenti della comunità è un dovere naturale connesso all'essere umano. Questa idea di dovere morale trova le sue radici nella filosofia del diritto naturale, l'idea che esista un sistema di legge o giustizia ritenuto comune a tutti gli esseri umani e derivato dalla natura piuttosto che dalle leggi.

⁵¹ W. C. FREDERICK, *The growing concern over business responsibility*, (1960), California management review, Vol. 2, Issue 4, 54. A pag. 56.

⁵² K. DAVIS, *Can Business Afford to ignore social responsibilities?* (1960), California Management Review, n.2, a p. 71

cui interessi debbano essere presi in considerazione.

Il termine "*stakeholder*" si riferisce solitamente agli individui che sono interessati (nel senso che ne sono in qualche misura affetti) dalle decisioni imprenditoriali, perimetro quindi, ed evidentemente, può essere davvero ampissimo.

Di qui l'evidente complessità della perimetrazione degli *stakeholders* meritevoli di tutela, specie se i criteri di selezione sono parametrati sulla bussola morale di chi è chiamato ad amministrare la società⁵³.

Gli amministratori sarebbero titolari di un potere assolutamente (e forse eccessivamente) discrezionale nello scegliere a quali interessi dare priorità e per quali ragioni.

I limiti della "teoria classica degli stakeholder", vengono messi alla luce in maniera chiara da Denozza, che critica aspramente tale concezione dei doveri degli amministratori; ritenendo che essa voglia contrapporre alla visione neoclassica dell'interesse sociale, basata sulla logica precisa del mercato e del razionale perseguimento da parte dei soci del proprio egoistico interesse, una visione astratta, basata su una vaga idea di moralismo affrancata da parametri precisi e fondata su concetti quasi eterei come, ad esempio, quello di solidarietà⁵⁴.

In definitiva, i sostenitori di questa visione della responsabilità sociale di impresa non forniscono adeguati ancoraggi normativi su come effettuare i *trade-off* tra i diversi portatori di interessi, lasciando i consigli di amministrazione privi di ogni bussola nel superare la immanente (e sovente confliggente) dicotomia tra interessi dei soci e interessi degli *stakeholders*⁵⁵.

⁵³ L. BEBCHUK, R. TALLARITA, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, (2020), Cornell Law Review, 2020, a p. 12 disponibile presso: <https://ssrn.com/abstract=3544978>.

⁵⁴ F. DENOZZA, *L'interesse sociale tra "coordinamento" e "cooperazione"*, (2010), op.cit., p. 7

⁵⁵ M. JENSEN, *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*, (2010), 22 Journal of Applied Corporate Finance 32, and (2002) 12 Business Ethics Quarterly, a p. 235

4. La creazione di “enlightened shareholder value”: quando la creazione di valore per gli stakeholder è funzionale al profitto

Un possibile compromesso tra l’interesse proprietario dei soci e la responsabilità che la società assume nei confronti della comunità è offerto, più di recente, dalla “*enlightened shareholders’ value theory*”, secondo cui l’interesse sociale dovrebbe quindi essere ridefinito nell’ottica dei valori condivisi tra l’impresa e la comunità, e da cui entrambi trarrebbero un mutuo vantaggio⁵⁶.

La teoria dell’*enlightened shareholder value* si fa promotrice dell’adozione di strategie di impresa che migliorino la competitività dell’impresa e, allo stesso tempo, facciano progredire le condizioni economiche e sociali delle comunità in cui svolge la propria attività⁵⁷.

La tutela degli interessi degli *stakeholders* diviene, pertanto, strumentale al successo di lungo periodo dell’impresa; lo sviluppo è sostenibile quando consente contemporaneamente la profittabilità dell’impresa e la tutela del benessere collettivo⁵⁸.

Il profitto è, dunque, come ricorda Alex Edmans in “*Grow the Pie*”, solo una delle componenti del valore generato dall’attività di impresa, sbaglia infatti chi consideri la

⁵⁶ F. D’ALESSANDRO, *il mantello di san martino, la benevolenza del birraio e la Ford modello t, senza dimenticare Robin hood (divagazioni semi-serie sulla c.d. responsabilità sociale dell’impresa e dintorni)*, (2022), Rivista di diritto civile 3/2022, a p.453; F. DENOZZA, *L’interesse sociale tra “coordinamento” e “cooperazione”*, (2010), op.cit., p. 2 e p.7

⁵⁷ M. PORTER and M. KRAMER, *Creating Shared Value: How to reinvent capitalism – and unleash a wave of innovation and growth*, (2011), Harvard Business Review 3, a p. 6

⁵⁸ Tra i sostenitori della teoria il celebre avvocato newyorkese Martin Lipton in un documento scritto per il *World Economic Forum* sosteneva la necessità della cooperazione tra imprese, azionisti e *stakeholder*, ritenendo che capacità di implementare strategie sostenibili sia essenziale alla sopravvivenza della impresa nel lungo periodo – documento consultabile presso https://www3.weforum.org/docs/WEF_Integrated_Corporate_Governance_2020.pdf

Anche P. MONTALENTI argomenta a favore dell’adesione dei principi della responsabilità sociale delle imprese se funzionale all’efficienza dell’impresa in – P. MONTALENTI, *L’interesse sociale*, (2018), Rivista delle società, 303, a p. 306 e ss.

In maniera simile C. ANGELICI, *Divagazioni sulla “responsabilità sociale” d’impresa*, (2018), op.cit., p. 12

Contra M. STELLA RICHTER - A causa della vaghezza del concetto di sostenibilità ambientale e sociale, che include tematiche eterogenee tra loro, è difficile effettuare un’analisi scientifica del rapporto tra sostenibilità sociale e ambientale e la capacità di sopravvivenza dell’impresa nel lungo periodo – a questo proposito Richter adduce l’esempio di molte compagnie aeree che hanno licenziato moltissima forza lavoro in tempo di covid perché il modello di business che adottavano era divenuto insostenibile in M. STELLA RICHTER, *Longtermism*, (2021), In Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo (pp. 901-938). Giappichelli, 2021, a p. 29

quantità di valore prodotta da un'impresa come una “quota fissa” per cui l'estrazione di valore per gli *shareholders* non possa che avvenire a discapito degli interessi degli *stakeholders* (e viceversa)⁵⁹.

I soci non hanno bisogno di sottrarre nulla agli *stakeholders* e gli *stakeholders* non hanno bisogno di difendersi dagli investitori. Essere un'impresa responsabile significa creare valore per tutti i soggetti coinvolti, investendo in innovazione e qualità (l'idea non è lontana dalla filosofia che sottende la “blu economy” elaborata da Gunther Pauli)⁶⁰.

Sotto una diversa prospettiva anche Jensen sostiene che gli interessi di *shareholders* e *stakeholders* sono coniugabili.

Sostiene Jensen, che la sostenibilità di un'impresa influisce positivamente sulle sue variazioni di valore di mercato totale nel lungo termine. Il riferimento al valore di mercato a lungo termine è giustificato dal fatto che i mercati possono non conoscere tutte le implicazioni delle politiche di un'impresa finché non si manifestano, nel tempo, nella generazione di remunerativi flussi di cassa⁶¹ e in quote di mercato⁶².

⁵⁹ Include, ad esempio, il valore che un'azienda crea per i propri dipendenti, clienti e fornitori attraverso un flusso costante di entrate, ovvero il valore dei finanziamenti. Include il valore creato per l'ambiente, ad esempio riducendo il consumo di risorse e le emissioni di carbonio. Infine, il valore creato dalle imprese comprende anche il valore trasferito ai governi attraverso il gettito fiscale. - in A. EDMANS, *Grow the Pie. How Great Companies Deliver Both Purpose and Profit*, (2020), Cambridge University Press, a p.20.

⁶⁰ La “blu economy”, come è noto, è frutto del pensiero del famoso economista belga Gunter Pauli (G. PAULI, *Blue economy*, New Messico, 2010). Gunter Pauli ritiene che tanto la *red economy* (fondata su fonti fossili), quanto la *green economy* (che privilegia la sostenibilità ambientale su quella economica) non riescano a dare risposta alla domanda di uno sviluppo consapevole, e dunque sostenibile, dell'economia. Perché non possa farlo la *red economy* è del tutto intuibile. La *red economy* è infatti fondata sul consumismo. Che ha generato l'attuale crisi economica, e ha compromesso il diritto al benessere delle future generazioni. Meno ovvio che non possa farlo la cosiddetta *green economy*. Tale modello economico infatti alloca, nell'ottica della preservazione dell'ambiente, maggiori costi alle imprese. Costi che poi, prevedibilmente, sono trasferiti ai consumatori. Compromettendo così, anche essa, il benessere collettivo. O almeno di quelle fasce di cittadini che non sono in grado di sopportare il maggior costo collegabile a tale metodologia produttiva. Insomma, entrambi i modelli o hanno fallito, o sono destinati a fallire. Ci sarebbe, però, una terza via. Quella appunto della *economia blu*. I cui fondamentali sono tratti dagli ecosistemi naturali, che mostrano di saper superare gli ostacoli frapposti alla sopravvivenza attraverso due innate abilità: creatività ed innovazione. L'esercizio di tali facoltà consente, nella predicazione di Gunter Pauli, di eliminare i rifiuti dei processi produttivi e di raggiungere la piena capacità produttiva, e con essa la piena occupazione. L'economia blu, al pari degli ecosistemi, si prefigge di essere autosufficiente. La sostenibilità è connessa alla possibilità di riutilizzare i rifiuti delle produzioni industriali. Pertanto, il modello della blu economy sembra in qualche modo coincidere con quello della economia circolare

⁶¹ M. JENSEN, *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*, (2010), op.cit., a p. 246.

⁶² G. FERRARINI, *Corporate Purpose and Sustainability*, (2020), op.cit., a p. 22

La visione "illuminata" del valore per gli azionisti si presta, peraltro, a ridefinire i principi di corretta amministrazione in termini strategie di impresa determinate alla creazione di valore al contempo per soci e *stakeholders*⁶³.

Tale dottrina quindi non si pone in antitesi con i principali pilastri della dottrina neoliberale, quali ad esempio l'interesse sociale inteso come incremento del profitto per i soci e allo stesso tempo valorizza la creazione di rapporti positivi e duraturi basati sul rispetto, sulla fiducia e sul vantaggio reciproco tra soci e *stakeholders* non finanziari⁶⁴.

L'inclusione del benessere degli stakeholder nei valori aziendali è supportata da una vasta letteratura economica che ne ha esaminato le ricadute empiriche⁶⁵, tra cui la riduzione del rischio di fallimento del mercato e l'incremento del valore reputazionale⁶⁶.

4.1 Lo sviluppo sostenibile come mezzo per ridurre i rischi di fallimento del Mercato

Una delle principali argomentazioni a sostegno dell'adozione di una maggiore responsabilità sociale e ambientale da parte delle imprese, si è visto, è che essa è essenziale per ridurre il rischio di fallimento del mercato, nonché evitare gli sconvolgimenti sociali/ambientali promossi dalla *red economy*⁶⁷.

Infatti, l'eccessivo sfruttamento delle risorse naturali e l'impatto negativo dell'attività di alcune imprese sul cambiamento climatico rappresentano una minaccia significativa

⁶³ Ibid.

⁶⁴ R. FREEMAN, K. B. PALMAR, *Stakeholder capitalism*, (2007), Journal of business ethics, Vol.74, num. 4, 303, a p. 304.

⁶⁵ A. ALSHEHHI, H. NOBANEE, N. KHARE, in un'analisi comparativa della vasta letteratura accademica esistente sul legame tra pratiche di sostenibilità e performance finanziaria aziendale, hanno rilevato che la maggior parte degli studiosi ha scoperto una correlazione positiva tra le due cose nel lungo periodo (A. ALSHEHHI, H. NOBANEE, N. KHARE, *The impact of sustainability practices on corporate financial performance: Literature trends and future research potential?*,(2018), Sustainability, Vol 10 Issue 2, 494).

⁶⁶ Di conseguenza, le imprese potrebbero aumentare le proprie vendite e la propria produttività, attrarre dipendenti maggiormente preparati e motivati, attrarre investimenti legati alla persecuzione di obiettivi sostenibili, incrementando in questo modo in maniera stabile i propri profitti, cfr. B. SJÄFJELL, A. JOHNSTON, L. ANKER-SØRENSEN, D.K. MILLON, *Shareholder Primacy: The Main Barrier to Sustainable Companies*, (2015), in *Company Law and Sustainability: Legal Barriers and Opportunities*, Beate Sjøfjell and Benjamin J. Richardson (eds), Cambridge University Press, 2015, 79, a p. 99.

⁶⁷ Ibid., a p. 86.; B. SJÄFJELL, *beyond climate risk: integrating sustainability into the duties of the corporate board*, (2018), Deakin Law Review, Vol. 23, 41, a p. 42.

per la stabilità del mercato.

Nel 2005, nel *Millennium Ecosystem Assessment*, le Nazioni Unite hanno rilevato che “la capacità degli ecosistemi del pianeta di sostenere le generazioni future non può più essere data per scontata”⁶⁸.

Sono diverse, infatti, le analisi degli esperti in materia che indicano che l'economia globale è diventata troppo grande per gli ecosistemi che la sostengono⁶⁹.

Tantopiù che l'esaurimento delle risorse potrebbe essere accelerato dai fenomeni legati al cambiamento climatico, in gran parte derivanti dall'elevata produzione di gas serra⁷⁰.

Secondo l'analisi del premio Nobel Nordhaus, se la temperatura media globale dovesse aumentare di due gradi centigradi, gli effetti sul benessere della comunità e sull'economia mondiale sarebbero incalcolabili⁷¹.

Infatti, i disastri naturali che ne deriverebbero comporterebbero grandi migrazioni e nuove soglie di povertà⁷².

In questa prospettiva l'adozione di strategie di impresa orientate verso lo sviluppo sostenibile diviene strumentale per impedire che la crisi climatica e la conseguente crisi economica compromettano il sistema produttivo.

4.2 Sostenibilità e innovazione

Si è avuto modo di ricordare come sia sempre più frequentemente rimarcato il legame tra sostenibilità e innovazione. Lo sviluppo sostenibile non può prescindere

⁶⁸ Millennium Ecosystem Assessment, *Ecosystems and Human Well-being: Synthesis*, (2005), Island Press, a p.1, consultabile presso: <https://www.millenniumassessment.org/documents/document.356.aspx.pdf>

⁶⁹ J. ROCKSTRÖM, *The Nine Planetary Boundaries*, (2009) consultabile presso: <https://www.stockholmresilience.org/research/planetary-boundaries.html>

⁷⁰ Basti pensare che secondo diversi dati solo 100 aziende del settore energetico sono responsabili del 70% delle emissioni umane di gas serra in P. GRIFFIN, CDP Carbon Majors Report 2017, (2017), Climate accountability Institute, a p. 16, consultabile presso: <https://cdn.cdp.net/cdproduction/cms/reports/documents/000/002/327/original/Carbon-Majors-Report-2017.pdf?1501833772>>

⁷¹ W. NORDHAUS, *Climate change: The ultimate challenge for economics*, (2019), American Economic Review, Vol. 109, num. 6, 1991, a p. 1992.

⁷² Ibid., a p. 1996

dall'innovazione a servizio della *value chain*⁷³.

È un ciclo virtuoso. Le imprese più competitive sono quelle che non solo anticipano le determinazioni del legislatore storico in materia di sostenibilità, ma anche attraverso l'innovazione produttiva e/o organizzativa contengono i costi legati alla internalizzazione e sterilizzazione degli effetti dell'attività sulla collettività e sull'ambiente⁷⁴.

In definitiva, traguardando la sostenibilità tra gli obiettivi dell'impresa è possibile sviluppare competenze difficilmente eguagliabili dai concorrenti⁷⁵.

Per fare un esempio, l'utilizzo di materiali o metodi innovativi può consentire alle imprese di ridurre l'imballaggio dei prodotti, creando un beneficio non solo per l'ambiente, a causa della minore emissione di gas serra, ma anche – per le ragioni innanzi indicate – per l'impresa stessa⁷⁶.

L'innovazione in termini di sostenibilità si riverbera, poi, su tutte le altre imprese che fanno parte della medesima *value chain*. Per rimanere all'esempio proposto in precedenza l'innovazione nell'imballaggio si può tradurre in minori costi di smaltimento per le imprese della filiera, i consumatori finali e la stessa collettività⁷⁷.

4.3 L'impatto positivo della sostenibilità sulla reputazione e il valore del marchio

La creazione di *enlightened shareholders' value* ha, si è detto, riflessi positivi sulla reputazione della impresa e, se non altro per questa ragione, coincide con l'interesse lucrativo⁷⁸.

⁷³ G. FERRARINI, *Corporate Purpose and Sustainability*, (2020), op.cit., a p. 23

⁷⁴ R. NIDUMOLU, C.K. PRAHALAD, AND M.R. RANGASWAMI, *Why Sustainability Is Now the Key Driver of Innovation*, (2009), Harvard Business Review, consultabile presso: <https://hbr.org/2009/09/why-sustainability-is-now-the-key-driver-of-innovation>

⁷⁵ RAM NIDUMOLU, C.K. PRAHALAD, AND M.R. RANGASWAMI, *Why Sustainability Is Now the Key Driver of Innovation*, (2009), op.cit.

⁷⁶ M. PORTER AND M. KRAMER, *Creating Shared Value: How to reinvent capitalism and unleash a wave of innovation and growth*, (2011), op.cit., a p.9

⁷⁷ Ibid.

⁷⁸ Deloitte, *Global survey on reputation risk*, (2014), p. 1, consultabile presso:<
https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Governance-RiskCompliance/gx_grc_Reputation@Risk%20survey%20report_FINAL.pdf>

La reputazione rappresenta infatti un elemento essenziale per il successo di un'impresa e si stima che da essa dipenda quasi un terzo del suo valore di mercato⁷⁹.

Poiché la reputazione di un'azienda dipende in larga misura dalla percezione positiva dei suoi comportamenti da parte degli *stakeholders*, le scelte imprenditoriali che producano esternalità negative a detrimento del benessere di quest'ultimo non possono, in un periodo medio-lungo, che riverberare negativamente sul valore.

Che il perseguimento di politiche orientate allo sviluppo sostenibile influenzi positivamente la reputazione di un'impresa pare essere supportato dai dati di una ricerca condotta da *Nielsen Media Research* sulle abitudini dei consumatori. Quasi la metà delle persone intervistate ha dichiarato di essere incline a cambiare le proprie abitudini per ridurre l'impatto ambientale⁸⁰.

Due terzi dei consumatori hanno inoltre dichiarato che spenderebbero di più per un prodotto se provenisse da un marchio sostenibile⁸¹. Tendenza che sembra destinata ad aumentare progressivamente nel tempo⁸².

Le imprese possono quindi creare valore economico generando valore sociale orientandosi verso prodotti che soddisfino la crescente domanda di prodotti e servizi sostenibili socialmente ed ambientalmente⁸³.

La cura degli interessi degli *stakeholders* sembra preservare la reputazione delle aziende e aumentarne le vendite, garantendo loro una "buona pubblicità" tra i consumatori sensibili al loro impatto sociale e ambientale e offrendo alle imprese sostenibili un vantaggio competitivo rispetto ai loro concorrenti.

⁷⁹ Ibid.

⁸⁰ Nielsen, *The sustainability imperative: new insight on consumer expectations*, (2015), consultabile presso:
https://www.nielsen.com/wpcontent/uploads/sites/3/2019/04/Global20Sustainability20Report_October202015.pdf

⁸¹ Ibid.

⁸² Ibid.- La ricerca mostra anche che la coscienza sociale dei consumatori è aumentata progressivamente nel corso delle generazioni.

⁸³ M. PORTER, M. KRAMER, *Creating Shared Value: How to reinvent capitalism and unleash a wave of innovation and growth*, (2011), op.cit., a p. 7

4.4 Sostenibilità come tutela degli interessi dei dipendenti: la relazione positiva tra migliori condizioni lavorative e la produttività dei lavoratori

Tra gli *stakeholders* di una impresa rientrano a pieno diritto dipendenti e collaboratori della stessa.

Secondo molti l'attenzione di una impresa verso il *welfare* dei propri dipendenti esplica riflessi positivi sulla sua produttività⁸⁴.

Con "sostenibilità lavorativa" si intende, appunto, la capacità attuale e futura dei lavoratori di rimanere nella forza lavoro (livello occupazionale) ed è determinata da una cultura organizzativa sana, che sostiene e valorizza dipendenti e collaboratori, premiandone l'impegno⁸⁵.

Lo stesso Ford, quasi un secolo fa, considerava il benessere dei dipendenti come un valore aggiunto per l'impresa, tanto da reputarlo uno degli obiettivi principali della sua strategia di impresa⁸⁶.

Un'impresa poco attenta ai bisogni dei propri dipendenti determina precarietà e disimpegno con connessa perdita di produttività. Il rapporto *State of the American Workplace* 2017 di Gallup rileva che i dipendenti attivamente disimpegnati costano agli Stati Uniti dai 483 ai 605 miliardi di dollari all'anno in termini di perdita di produttività⁸⁷.

Secondo uno studio pubblicato su *The International Journal of Human Resource Management*, il valore intrinseco del lavoro è fortemente legato a tre fattori: occupabilità, impegno lavorativo e impegno affettivo⁸⁸.

In assenza di una cultura aziendale che riconosca l'importanza del rispetto della dignità

⁸⁴ N. BEDWELL, *Why Employee Stakeholders Are the Secret to Your Organization's Transformative Success*, (2018), Forbes, disponibile presso: <https://www.forbes.com/sites/forbesagencycouncil/2018/11/05/why-employee-stakeholders-are-the-secret-to-your-organizations-transformative-success/?sh=48d55cf7130a>.

⁸⁵ M. TENNEY, *What Is Employee Sustainability?* consultabile presso: <https://businessleadershiptoday.com/what-is-employee-sustainability/>

⁸⁶ . «I do not believe that we should make such an awful profit on our cars. A reasonable profit is right, but not too much. So, it has been my policy to force the price of the car down as fast as production would permit and give the benefits to users and laborers with surprisingly enormous benefits to ourselves» in- H. FORD, S. CROWTHER, *My Life and Work*, (1922), Garden City- New York, 1922, a p. 162.

⁸⁷ I. GALLUP, *State of the American workplace*, (2017), consultabile presso: <http://www.gallup.com/reports/199961/state-american-workplace-report-2017.aspx>

⁸⁸ K. VAN DAM, T. VAN VUUREN, S. KEMPS, *Sustainable employment: the importance of intrinsically valuable work and an age-supportive climate*, (2017), *The International Journal of Human Resource Management*, Vol. 28, num.17, 2449, a p.2452

e dei diritti dei propri dipendenti, essi saranno meno propensi a considerarsi componenti fondamentali dell'impresa e a fornire prestazioni lavorative di alta qualità⁸⁹.

Questo porta le imprese a produrre prodotti e servizi più scadenti e, in generale, a grandi perdite in termini di produttività e guadagni.

Inoltre, essi saranno meno stimolati a continuare a lavorare per l'impresa nel lungo periodo, con conseguenti elevati costi di sostituzione⁹⁰.

Al contrario, quando un'impresa si preoccupa della "sostenibilità lavorativa" dei propri dipendenti, riconoscendo la necessità di creare ambienti in cui i dipendenti rimangano impegnati, ottengano prestazioni di alto livello e siano soddisfatti, coinvolgendoli nei processi decisionali e tutelandone gli interessi, viene ricompensata con maggiore lealtà e prestazioni lavorative più efficienti⁹¹.

Il lavoro è, dunque, "sostenibile", quando l'impresa crea condizioni di vita e di lavoro che incentivano i propri dipendenti a rimanere attivi a lungo, eliminando, al tempo stesso i fattori che potrebbero scoraggiare o impedire il mantenimento della propria *employability* o l'accesso nel mondo lavorativo.

In forza di un meccanismo di reciprocità, i dipendenti lavoreranno di più per un'impresa attenta alle loro esigenze e di cui condividono i valori⁹².

Inoltre, la sostenibilità lavorativa di un'impresa può essere uno strumento per attrarre lavoratori altamente qualificati e di grande talento⁹³. Un'azienda con una cultura organizzativa attraente per questi *top performer* ne ricava un vantaggio competitivo.

Si può quindi concludere che un'impresa che condivide i benefici del proprio successo

⁸⁹ R. FREEMAN, J. S. HARRISON A. C. WICKS, *Managing for Stakeholders: Survival, Reputation, and Success* (2007), Yale University Press, 1, a p. 13.

⁹⁰ La Society for Human Resource Management stima il costo della sostituzione di un dipendente tra il 90% e il 200% del suo stipendio annuale - D. G. ALLEN, *Retaining Talent: A Guide to Analyzing and Managing Employee Turnover*, (2008), SHRM Foundation, consultabile presso : <https://www.shrm.org/hr-today/trends-and-forecasting/special-reports-and-expert-views/documents/retaining-talent.pdf>

⁹¹ A. B. CARROLL, *The pyramid of corporate social responsibility: Toward the moral management of organizational stakeholders*, (1991), Business Horizons, Vol 34 no.4, 39. a p.44.

⁹² Y. FASSIN, *Stakeholder Management, Reciprocity and Stakeholder Responsibility*, (2012), Journal of Business Ethics, Vol 109 Issue 1, 83, at p. 92, consultabile presso: <http://www.jstor.org/stable/23259328>. Similmente R. FREEMAN in R. FREEMAN et AL., *Stakeholder Theory: The State of the Art*, (2010), Cambridge University Press 2010, a p. 153.

⁹³ Una ricerca dimostra che i dipendenti di talento e ad alto rendimento sono fino a otto volte più produttivi di quelli medi in E. O 'BOYLE JR., H. AGUINIS, *The best and the rest: Revisiting the norma of normality and performance*, (2012), Personnel Psychology, Vol. 65, num.1,79, a p.86

con i propri dipendenti ne trarrà grandi vantaggi in termini di produttività⁹⁴.

4.5 Sviluppo sostenibile come mezzo per attirare investimenti

Le considerazioni che precedono sono, del resto, condivise da una ampia fascia di investitori⁹⁵. La sostenibilità incide pertanto anche sull'attrattività dell'impresa sul mercato dei capitali e sul suo stesso merito creditizio⁹⁶.

Seppur con alcune differenze tra i diversi investitori istituzionali (*hedge funds*, fondi aperti, chiusi e fondi pensione) è possibile analizzare alcuni profili di comune di interesse che li spingono a investire in imprese di cui ritengono l'attività socialmente e ambientalmente sostenibile⁹⁷.

Una delle principali ragioni che spinge gli investitori istituzionali a investire in aziende sostenibili è, si è anticipato, la volontà di ridurre i rischi connessi al fallimento del mercato.

Già nel 2015 Mark Carney, governatore della Banca d'Inghilterra, metteva in guardia la comunità finanziaria su come la minaccia del cambiamento climatico potesse danneggiare il valore dei portafogli di investimento, invitando gli investitori a rivolgere i propri investimenti verso aziende che avessero strategie socialmente e ambientalmente sostenibili⁹⁸.

⁹⁴ V. H. HO, *Enlightened shareholder value: Corporate governance beyond the shareholder-stakeholder divide*, (2010), J. Corp. L., Vol. 36, 59, a p. 63.

⁹⁵ Un'indagine su un campione significativo di investitori istituzionali evidenzia come i criteri ESG (e, tra questi, in particolare clima, rispetto diritti umani e valorizzazione del capitale umano) siano tra i principali driver non solo nella selezione di potenziali target - The European House – Ambrosetti, 2021. Inoltre "tra tutti gli investitori, 2.372, che rappresentano 86,3 trilioni di dollari di asset, hanno firmato i Principi per l'investimento responsabile delle Nazioni Unite - un impegno a incorporare le questioni ambientali, sociali e di governance (ESG) nelle decisioni di investimento - entro marzo 2019. Si tratta di un numero sostanzialmente superiore rispetto ai 63 investitori e ai 6,5 trilioni di dollari di asset al momento della fondazione dei principi nel 2006" - in A. EDMANS, *Grow the Pie. How Great Companies Deliver Both Purpose and Profit*, (2020), op.cit., p. 53

⁹⁶ S. A. CERRATO, *Appunti per una via italiana all'ESG. L'impresa costituzionalmente solidale (anche alla luce dei nuovi artt. 9 e 41, comma 3, Cost.)*, (2022), *Analisi Giuridica dell'Economia*, Fascicolo 1, 2022, a p.66

⁹⁷ A. CHILOIRO, *ESG e sostenibilità nelle operazioni di finanziamento all'impresa: possibili profili giuridici*, (2022), op. cit., a p. 276)

⁹⁸ M. CARNEY, *Breaking the Tragedy of the Horizon - climate change and financial stability*, (2015), consultabile presso: [https://www.bankofengland.co.uk/speech/2015/breaking-the-tragedy-of-the-horizon-](https://www.bankofengland.co.uk/speech/2015/breaking-the-tragedy-of-the-horizon)

La sostenibilità dell'impresa da allora è divenuta uno dei fattori considerati dal mercato nelle attività di *risk assesment* e *risk management*⁹⁹.

Inoltre, si è detto, l'attenzione ai profili della sostenibilità da un lato influenza positivamente la redditività a lungo termine dell'impresa, dall'altro, spesso e coerentemente al legame tra sostenibilità e trasparenza, riduce le asimmetrie informative¹⁰⁰.

Non desta sorpresa, allora, che le imprese che adottano strategie sostenibili abbiano un valore dell'attività immateriale più elevato e minori costi di finanziamento azionario¹⁰¹.

Peraltro, investire sulla sostenibilità ha dei riflessi reputazionali positivi anche per gli investitori istituzionali, che attirano in questo modo le risorse dei *millennials* e dei fondi pensione¹⁰².

La dimensione esterna e interna del mercato, che vede da un lato la tutela degli *shareholders* e dall'altro la protezione degli interessi di alcuni *stakeholders*, trovano un'ulteriore punto di intersezione, dunque, nel ruolo che l'indice di redditività che gli investitori istituzionali attribuiscono alle strategie di impresa socialmente e ambientalmente responsabili¹⁰³.

Le politiche di investimento dei grandi investitori divengono, così, non solo un ulteriore motore per l'impegno sociale delle imprese, ma contribuiscono – in sede assembleare - al *monitoring* sulla corretta e socialmente responsabile conduzione dell'impresa da parte dell'organo gestorio.

climate-change-and-financial-stability

⁹⁹ S. ROSSI, *Il diritto della Corporate Social Responsibility*, (2021), op.cit., a p. 111

¹⁰⁰ V. H. HO, *Enlightened shareholder value: Corporate governance beyond the shareholder-stakeholder divide*, (2010), op. cit., a p. 80.

¹⁰¹ DHALI WAL, O. Z. LI, A. TSANG, Y. G. YANG, *Corporate social responsibility disclosure and the cost of equity capital: The roles of stakeholder orientation and financial transparency*, (2014), *Journal of accounting and public policy*, Vol 33 no.4, 328, a p. 346

¹⁰² R. FELICETTI, *La nuova attenzione sui benefici generali e i loro riflessi su investitori istituzionali ed emittenti*, (2021), a p 6, disponibile all'indirizzo: <<https://iris.luiss.it/retrieve/e163de42-daad-19c7-e053-6605fe0a8397/21210901-Felicetti.pdf>>.

¹⁰³ A. CHILOIRO, *ESG e sostenibilità nelle operazioni di finanziamento all'impresa: possibili profili giuridici*, (2022), op. cit., p. 276

4.6 Quando la sostenibilità si riflette positivamente sui profitti: I casi Unilever, Walmart e CLP

In *Restructuring Capitalism*, Rebecca Henderson analizza tre esempi di grandi imprese che dimostrano come spesso strategie improntate verso uno sviluppo sostenibile possano essere coerenti con la logica del profitto.

All'inizio degli anni 2000, Unilever decideva di vendere tè 100% biologico con il marchio "Lipton", allo scopo di ottimizzare la gestione del rischio dell'impresa¹⁰⁴.

La scelta di vendere tè biologico, infatti, consentiva all'impresa di ridurre i fattori che mettono a rischio la redditività dell'intero approvvigionamento di tè, come ad esempio la deforestazione e l'uso massiccio di pesticidi, antiparassitari e fertilizzanti chimici¹⁰⁵.

Inoltre, Unilever si premurava di migliorare le condizioni dei lavoratori maggiormente ritenendo che le cattive condizioni di lavoro nelle piantagioni di tè tradizionali, dove i lavoratori del tè sono spesso pagati meno di 1 dollaro al giorno e molti soffrono di alloggi e servizi igienici inadeguati, mettersero a rischio l'intera catena di approvvigionamento¹⁰⁶.

La scelta, complice della maggiore sensibilità dei consumatori per la sostenibilità di impresa, si rivelava molto profittevole per l'impresa¹⁰⁷.

Nel 2019 il marchio "Sustainable Living" di Unilever è cresciuto il 69% più velocemente rispetto agli altri marchi, arrivando a rappresentare il 75% della crescita dell'impresa¹⁰⁸.

Il secondo esempio citato da Henderson è quello di Walmart.

Il gigante della vendita al dettaglio ha deciso di prendere una posizione ferma sulla responsabilità sociale di impresa.

Il programma di sostenibilità dell'impresa si è rivelato profittevole in termini di risparmio energetico.

¹⁰⁴ R. HENDERSON, *Reimagining Capitalism. How Business Can Save the World*, Penguin Business, 2020, a p. 52

¹⁰⁵ Ibid. p.53

¹⁰⁶ Ibid. p. 54

¹⁰⁷ Ibid. p. 59- molte persone passano a un prodotto più ecologico se ne trovano uno che piace e che soddisfa tutte le loro esigenze in termini di qualità, prezzo e funzionalità

¹⁰⁸ Ibid.

Nel 2017, Walmart ha infatti raddoppiato l'efficienza della sua flotta di trasporto, riducendo i costi di trasporto di oltre 1 miliardo di dollari all'anno (circa il 4% delle vendite nette)¹⁰⁹.

Infine, Henderson considera la sostenibilità nel settore energetico, prendendo quale esempio CLP, una delle più grandi società elettriche asiatiche.

Nel 2004 CLP ha annunciato che avrebbe prodotto il 5% della sua energia da fonti rinnovabili entro il 2010¹¹⁰.

Nel 2007 ha confermato il suo impegno a rendere il 20% della sua capacità di produzione di energia elettrica priva di emissioni di carbonio entro il 2020¹¹¹.

Questa scelta ha offerto un vantaggio competitivo all'impresa, consentendogli di passare a un'energia *carbon neutral* prima della concorrenza, e di adeguarsi più velocemente alla preferenza dei consumatori verso le energie rinnovabili che si è acuita nei corsi del tempo.

Da tali esempi è possibile osservare come la creazione di valore condiviso possa offrire enormi opportunità.

Essi costituiscono una dimostrazione di come affrontando le questioni ambientali e sociali, le aziende possono costruire nuovi business di successo, ridurre i costi e aumentare la domanda per i loro prodotti, garantendo al contempo la sostenibilità a lungo termine della catena di fornitura.

5. Sostenibilità tra corporate governance e regolamentazione: l'organizzazione dell'impresa nel segno dello sviluppo sostenibile

Sono oggi davvero molti i sostenitori dichiarati dell'“*enlightened shareholders' value*”, ritenendo che essa sia la visione del *business purpose* capace di maggiormente sintetizzare la preoccupazione sociale attorno alle istanze di “sostenibilità” e l'interesse dei soci all'incremento del proprio profitto.

Questo entusiasmo attorno all'impegno sociale e ambientale delle imprese ha coinvolto anche il legislatore nazionale ed internazionale portando alla produzione di una

¹⁰⁹ Ibid. p.64

¹¹⁰ Ibid.

¹¹¹ Ibid. p.65

dettagliata regolamentazione pubblica in materia di responsabilità sociale di impresa.

Affinché tuttavia l'impegno alla creazione di valore per un'ampia platea di *stakeholders* si traduca in strategie di impresa che assimilino concretamente tale concezione dell'interesse sociale, è necessario che esso si rifletta anche nelle regole interne di *corporate governance* della società.

Esse devono essere in grado di contenere gli interessi egoistici di alcuni protagonisti della vita societaria alla massimizzazione del (proprio) profitto.

In particolare, molti ritengono che la regolamentazione adeguata dei doveri e degli incentivi degli amministratori e del *management* esecutivo può assumere un ruolo rilevante nello stimolare le imprese ad adottare strategie concretamente sostenibili.

In proposito, nel corso del tempo sono state avanzate diverse proposte di riforma del diritto societario e sono state formulate numerose linee guida per incoraggiare le imprese all'adozione delle *best practices* in materia.

Una parte della dottrina propone di creare 'sfere' istituzionali in cui gli amministratori societari siano tenuti a dialogare con i principali *stakeholders* rilevanti, ed a tenere in considerazione la tutela dei loro interessi nonché delle soluzioni da essi proposte per tutelarli¹¹².

Altri, come ad esempio Mayer, sostengono che sarebbe sufficiente che le imprese specificassero l'"*enlightened shareholders' value*" nel proprio statuto per imporre agli amministratori il dovere 'fiduciario' di tenere in considerazione anche gli interessi degli *stakeholders*¹¹³.

Tale ultima soluzione da molti viene ritenuta inefficace, in quanto una formulazione spesso eccessivamente generica nello statuto degli interessi degli *stakeholders* potrebbe garantire una eccessiva discrezionalità agli amministratori e rendere difficile ai soci controllarne ed esigerne il rispetto.

Inoltre, come osserva Denozza già oggi i soci di maggioranza potrebbero senza eccessiva difficoltà indurre gli amministratori ad adottare "politiche aziendali illuminate", e certamente non sarebbe sufficiente una modifica legislativa della definizione di scopo sociale a frenare – di converso – i comportamenti di gruppi di controllo societari

¹¹² M.FIA, L. SACCONI, *Justice and corporate governance: New insights from Rawlsian social contract and Sen's capabilities approach*, in *Journal of Business Ethics*, 2019, a p.937

¹¹³ Cfr. C. MAYER, *Prosperity. Better Business Makes the Greater Good*, (2018), Oxford University Press, 2018

omogeneamente opportunistici¹¹⁴.

Altri ancora ritengono sia preferibile incoraggiare gli amministratori a perseguire obiettivi specifici legati alla tutela degli interessi degli *stakeholders* attraverso diverse forme di incentivi.

Nel prossimo capitolo, insieme agli strumenti normativi (c.d. di *hard law*) che incidono sulla responsabilità sociale ed ambientale delle imprese in Italia e nel Regno Unito, saranno esaminati i diversi strumenti di *soft law* volti a incentivare i componenti del *management* societario al corretto assolvimento della propria delega a formulare strategie sostenibili.

Verranno esaminate le norme che incidono sulla trasparenza informativa, finanziaria e non finanziaria, verso i soci e il mercato; la regolamentazione dei doveri fiduciari; e il ruolo delle riforme delle politiche retributive degli amministratori e del *top management* nel *framework* normativo che regola la responsabilità sociale delle società britanniche ed italiane.

¹¹⁴ F. DENOZZA, *Due concetti di stakeholderism*, (2022) in *governance e mercati- studi in onore di Paolo Montalenti*, a cura di M. CALLEGARI, S.A. CERRATO, E.R. DESANA, Giappichelli Editore 2022 a p.86

CAPITOLO II

Le politiche retributive degli amministratori nel quadro normativo che regola la responsabilità sociale di impresa in Italia e nel Regno Unito

1. Le politiche retributive degli amministratori nel quadro normativo internazionale e nazionale in materia di responsabilità sociale di impresa

Come esaminato nel capitolo precedente un gran numero di studiosi sta «ripensando profondamente le categorie concettuali impiegate in passato», revocando la validità del paradigma della massimizzazione del profitto, che ignora la dimensione del tempo e che pertanto va integrato con nozioni come quella della sostenibilità « idonee a prendere adeguatamente atto della circostanza, ovvia ma trascurata dagli economisti neoclassici, che il futuro non è esclusivamente funzione del passato»¹¹⁵.

Anche sul fronte *giuridico-regolatorio* si può osservare un nuovo orientamento rispetto al ruolo “sociale” delle imprese collettive¹¹⁶.

La tendenza di alcune grandi imprese britanniche ed italiane ad adottare strategie e modelli di *corporate governance* orientati alla sostenibilità, che prevedono (anche) incentivi remunerativi per gli amministratori e il *top management* legati al raggiungimento di obiettivi “ESG”¹¹⁷, è infatti il prodotto dell’evoluzione di un complesso quadro normativo nazionale ed internazionale in materia di responsabilità sociale di impresa.

Specialmente in seguito alla crisi pandemica, che ha coinvolto l’Europa come il resto del mondo, molti ritengono che sia maggiormente necessario che le imprese adottino politiche orientate ai valori di sostenibilità ambientale e sociale in grado di produrre valore di lungo termine.

L’evoluzione della normativa in materia di responsabilità sociale di impresa ha visto contrapporsi i sostenitori dell’approccio volontaristico (e quindi di una normativa fondata sulla *moral suasion*) ai fautori della necessità di norme imperative in materia.

¹¹⁵ M. RICOLFI, *istituzionalismo, contrattualismo, storia*, (2022) in *governance e mercati- studi in onore di Paolo Montalenti*, a cura di M. CALLEGARI, S.A. CERRATO, E.R. DESANA, Giappichelli Editore 2022 a p.55

¹¹⁶ Ibid.

¹¹⁷ ESG sta per “*enviroment, sustainability and goverance*” ed è un acronimo, oggi comunemente utilizzato per indicare i target legati alle istanze relative alla sostenibilità sociale ed ambientale

Per lungo tempo i *policy maker* hanno prediletto un approccio volontario e non obbligatorio nella regolamentazione della responsabilità sociale di impresa.

I sostenitori della regolamentazione della responsabilità di impresa attraverso strumenti di *soft law* ritenevano che le forze del mercato sarebbero stati sufficienti a incoraggiare le imprese a comportarsi in modo responsabile, poiché il mercato premia le pratiche migliori e punisce le peggiori.

Inoltre, era opinione diffusa che la regolamentazione vincolante della responsabilità sociale di impresa avrebbe compresso la concorrenza, represso l'innovazione e creato oneri amministrativi¹¹⁸.

Tuttavia, in seguito allo scandalo *Enron* e successivamente alla crisi finanziaria dell'eurozona del 2008, tale visione neoliberista della capacità intrinseca del mercato di orientare le imprese verso comportamenti sostenibili è entrata in crisi¹¹⁹.

Dopo la crisi finanziaria ha, pertanto, acquisito maggiore credito nell'opinione degli attori principali del mercato la necessità di vincolare la libertà dei privati.

Attualmente il panorama normativo nazionale ed internazionale è composto da diverse disposizioni imperative e da linee guida a adesione volontaria che in diverso modo incidono sulla responsabilità sociale ed ambientale delle imprese britanniche ed italiane.

In particolare, l'introduzione di obblighi di trasparenza finanziaria e non finanziaria più specifici, di norme che incentivano l'attivismo dei soci e di riforme dei doveri fiduciari degli amministratori concorre nell'attribuire rilevanza, nelle scelte aziendali, ai risvolti sociali ed ambientali (anche al fine di tutelare la *reputation* della società)¹²⁰.

Sono state, inoltre, introdotte sia nel diritto europeo che nel diritto nazionale diverse disposizioni che incoraggiano le società italiane e del Regno Unito a adottare regole interne di *governance* societaria volte ad allineare gli incentivi degli amministratori agli

¹¹⁸ J. ZHAO, *Promoting More Socially Responsibly Corporation through a Corporate Law Regulatory Framework*, (2017), *Legal Studies*, vol.37, n.1, 103, a p.10

¹¹⁹ Vedi Capitolo 1, Para. 3.1

¹²⁰ Come si esaminerà più approfonditamente nel corso di questo secondo capitolo, una delle principali innovazioni a livello europeo in materia è stata la disciplina delle "dichiarazioni non finanziarie", introdotta dalla direttiva 2014/95 e attuata in Italia con il d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254, che ha introdotto maggiori obblighi di trasparenza per le società degli stati membri rispetto a «temi ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani».

Essa è stata seguita dalla direttiva (UE) 2017/828, c.d. *Shareholders' Rights II*, che prevede l'inserimento nella Relazione sulla politica di remunerazione e sui compensi corrisposti di indicazioni sugli «interessi a lungo termine» e sulla «sostenibilità della società».

L'introduzione di doveri di responsabilità sociale delle società trova riscontro anche dal mondo anglosassone specialmente nella Sec. 172 del *Companies Act*, che impone agli amministratori di "*have regard*" degli interessi dei lavoratori, fornitori e clienti, della comunità di riferimento e dell'ambiente, il tutto in una prospettiva di lungo periodo. - M. RICOLFI, *istituzionalismo, contrattualismo, storia*, a p.57

obiettivi di sostenibilità, contrastando gli effetti perversi dello *short-termism* e limitando le esternalità negative che le imprese producono.

In questo capitolo saranno quindi esaminate le norme interne ed esterne che incidono sulla regolamentazione della remunerazione degli amministratori nelle imprese britanniche ed italiane nel quadro normativo più ampio che regola la responsabilità sociale di impresa in Italia e nel Regno Unito.

1.1 L' impegno internazionale per lo sviluppo sostenibile

La responsabilità sociale di impresa è entrata nell'agenda di numerose istituzioni internazionali molto prima dello sviluppo della normativa europea in materia.

Verso la fine degli anni 80' e l'inizio degli anni 90', quando la responsabilità sociale di impresa ha iniziato ad acquisire un ruolo prioritario nel dibattito pubblico, hanno iniziato a svilupparsi una serie di iniziative promosse da organizzazioni internazionali, prevalentemente di natura non vincolante, volte ad incoraggiare le imprese a adottare le migliori pratiche in materia.

In particolare, le Nazioni Unite e l'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico sono state tra le principali promotrici della cooperazione tra Stati e imprese per lo sviluppo sostenibile attraverso accordi di partenariato globale e l'emanazione di linee guida.

Il primo riconoscimento dell'importanza dello sviluppo sostenibile a livello internazionale emerge dal report *"Our Common Future"* del 1987 redatto dalla Commissione Mondiale per l'Ambiente e lo Sviluppo¹²¹.

Esso inquadra la sostenibilità delle attività di impresa come un elemento essenziale

¹²¹ Nazioni Unite, *Report of the World Commission on Environment and Development : Our Common Future*, (1987), disponibile presso: <https://www.unece.org/ceo/it/home/media-e-pubblicazioni/pubblicazioni/sviluppo-sostenibile/brundtland-report.html>.

La sostenibilità era emersa come tema fondamentale anche precedentemente, nella Conferenza delle Nazioni Unite sull'ambiente umano tenutasi a Stoccolma nel 1972. Durante la Conferenza si era sottolineato che fosse necessaria una cooperazione internazionale per salvaguardare le risorse naturali e per migliorare le condizioni di vita dell'umanità.- Nazioni Unite, *Declaration of the United Nations Conference on the Human Environment*, (1972), disponibile presso: https://www.unece.org/ceo/it/home/sviluppo-sostenibile/politica-sostenibilita/agenda2030/onu--le-pietre-miliari-dello-sviluppo-sostenibile/1972--conferenza-delle-nazioni-unite-sullambiente-umano--stoccol.html#tab_content_are_it_home_nachhaltige-entwicklung_internationale-zusammenarbeit_agenda-2030-fuer-nachhaltige-entwicklung_uno--meilensteine-zur-nachhaltigen-entwicklung_1972--uno-konferenz-ueber-die-menschliche-umwelt--stockholm_jcr_content_par_tabs

per ridurre la povertà e incrementare il benessere della società in generale.

In seguito al report sopracitato, nel 1992 le Nazioni Unite hanno dato vita all'*Agenda 21*: un partenariato globale, sorto dalla necessità di adottare un approccio condiviso alle questioni relative all'ambiente e allo sviluppo, in cui si definivano degli obiettivi comuni per un futuro più equo e sostenibile e gli interventi necessari per realizzarlo¹²².

Nei primi anni 2000, dopo il discorso al *World Economic Forum* il 31 gennaio 1999 del Segretario Generale delle Nazioni Unite Kofi Annan, si concretizzò l'idea di incentivare, attraverso *standard* ampiamente condivisi, la cooperazione di imprese e *policy-makers* per lo sviluppo sostenibile¹²³.

Nel 2000 le Nazioni Unite diedero vita al *Global Compact*, un'iniziativa strategica di cittadinanza di impresa a adesione volontaria volta ad incentivare le imprese mondiali a adottare politiche di impresa sostenibili e socialmente responsabili¹²⁴.

Le imprese che aderiscono al *Global Compact* si impegnano ad allineare le loro operazioni e strategie con dieci principi fondamentali attinenti alla tutela dei diritti umani, del lavoro, dell'ambiente e alla lotta alla corruzione.

La generalità dei principi del *Global Compact* li rende applicabili in tutti i 193 Stati membri delle Nazioni Unite, compresi i Paesi in cui la legislazione in materia di diritti umani, lavoro, protezione dell'ambiente e lotta alla corruzione non è avanzata.

Pur non imponendo standard vincolanti alle imprese, le disposizioni del Global

¹²² "Humanity stands at a defining moment in history. We are confronted with a perpetuation of disparities between and within nations, a worsening of poverty, hunger, ill health and illiteracy, and the continuing deterioration of the ecosystems on which we depend for our well-being. However, integration of environment and development concerns and greater attention to them will lead to the fulfilment of basic needs, improved living standards for all, better protected and managed ecosystems, and a safer, more prosperous future. No nation can achieve this on its own; but together we can - in a global partnership for sustainable development. This global partnership must build on the premises of General Assembly resolution 44/228 of 22 December 1989, which was adopted when the nations of the world called for the United Nations Conference on Environment and Development, and on the acceptance of the need to take a balanced and integrated approach to environment and development questions. Agenda 21 addresses the pressing problems of today and aims at preparing the world for the challenges of the next century" - Nazioni Unite, *Conference on Environment and Development (UNCED): action plan Agenda 21*, (1992), disponibile presso: <https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/Agenda21.pdf>

¹²³ "There is an enormous pressure from various interest groups to load the trade regime and investment agreements with restrictions aimed at reaching adequate standards (regarding sustainability objectives). [...] There are two ways we can do this. One is through the international policy arena. [...] The second way you can promote these values is by tackling them directly, by taking action in your own corporate sphere." - Kofi Annan, *speech: Kofi Annan's address to World Economic Forum in Davos*, (1999), disponibile presso: <https://www.un.org/sg/en/content/sg/speeches/1999-02-01/kofi-annans-address-world-economic-forum-davos>

¹²⁴ Ulteriori informazioni rispetto alla *mission* del Global Compact sono reperibili presso: <https://www.unglobalcompact.org/what-is-gc>

Compact richiedono alle società che li recepiscono di presentare annualmente esempi di misure adottate per conformarsi ai dieci principi, come condizione per la loro partecipazione al patto.

Quando aderiscono al *Global Compact*, i partecipanti si impegnano a pubblicare annualmente una *Communication on Progress* (COP): una comunicazione pubblica agli *stakeholders* sui progressi compiuti nell'attuazione dei dieci principi e nel sostegno agli obiettivi di sviluppo delle Nazioni Unite¹²⁵.

Tale comunicazione contiene: una descrizione delle azioni pratiche che la società ha intrapreso e intende intraprendere per attuare i principi del *Global Compact*; gli indicatori che consentono di misurare i risultati e, infine, una dichiarazione dell'amministratore delegato che esprime il continuo sostegno all'iniziativa e rinnova l'impegno costante della società a aderire ai principi in esso contenuti.

Le violazioni della politica sulle *Communication on Progress* comportano il cambiamento dello status di partecipante in "non comunicante" e potranno portare all'espulsione del medesimo.

Le Nazioni Unite si sono successivamente fatte promotrici di ulteriori e più specifici standard per incentivare la responsabilità sociale di impresa.

In particolare, la pubblicazione degli "UN Guiding Principles on Business and Human Rights" nel 2011 conferma l'impegno delle Nazioni Unite verso la sostenibilità intesa come sostenibilità lavorativa, avulsa da ogni forma di sfruttamento¹²⁶.

Le linee guida si fondano sul dovere dello Stato di contrastare le violazioni dei diritti umani da parte di terzi, ivi incluse le imprese.

Pur non essendo vincolanti, essi ispirano la legislazione degli Stati membri, stabilendo gli elementi fondamentali della *due diligence* che le imprese sono invitate a condurre in materia di diritti umani.

Le Nazioni Unite hanno rinnovato l'impegno verso la tutela ambientale e la lotta al cambiamento climatico con la sottoscrizione dell'Accordo di Parigi nel 2015¹²⁷.

I paesi firmatari hanno individuato molteplici obiettivi chiave per la mitigazione della crisi climatica e si sono impegnati ad implementare norme volte a limitare le emissioni di

¹²⁵ Le regole rispetto alla *comication on progress* sono consultabili più approfonditamente presso: <https://www.unglobalcompact.org/participation/report/cop>

¹²⁶ Nazioni Unite, *UN Guiding Principles on Business and Human Rights*, (2011), a p.3, disponibile presso: https://www.ohchr.org/sites/default/files/documents/publications/guidingprinciplesbusinesshr_en.pdf

¹²⁷ Nazioni Unite, *Accordo di Parigi*, (2015), i termini dell'accordo sono consultabili presso: [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:22016A1019\(01\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:22016A1019(01))

gas serra e a conservare l'incremento della temperatura media globale al di sotto del livello Celsius rispetto ai livelli preindustriali.

Infine, nello stesso anno, firmando “*l'Agenda 2030 per lo sviluppo sostenibile*”, 193 Stati membri delle Nazioni Unite hanno assunto un impegno significativo per un futuro sostenibile, impegnandosi a raggiungere 17 obiettivi di sostenibilità sociale e ambientale (i *Sustainable Development Goals - SDG*) attraverso 169 *target* specifici¹²⁸.

I *Sustainable Development Goals* incoraggiano l'adozione di un approccio olistico nel cercare una soluzione a problemi diversi legati alla sostenibilità, come ad esempio la povertà, l'istruzione e il cambiamento climatico.

Un'indagine condotta da KPMG nel 2017 ha rivelato che tale insieme di fondamentali principi di inclusione, etica, responsabilità, fiducia, rispetto, dignità e contrasto alla corruzione sono utilizzati da un ampio campione di imprese sotto forma di indici per poter integrare le questioni sociali e ambientali nei processi imprenditoriali di organizzazione del lavoro, attraverso la misurazione della performance aziendale e individuale, specialmente manageriale¹²⁹.

Per quanto riguarda gli *standard* emanati dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE), essa ha adottato le “*OECD Guidelines for Multinational Enterprises*” nel 1976 e il loro ultimo aggiornamento è avvenuto nel 2011 con la partecipazione attiva di imprese, lavoratori, ONG, Paesi non aderenti e organizzazioni internazionali¹³⁰.

Esse contengono raccomandazioni rivolte dai governi alle imprese multinazionali.

Incoraggiano le imprese a saldare il legame di fiducia reciproca con la comunità in cui operano attraverso il rispetto di principi specifici di condotta responsabile attinenti: alla divulgazione trasparente di informazioni, alla tutela dei diritti umani e dell'ambiente, alla lotta alla corruzione, alla concorrenza e alla fiscalità.

A differenza del Global Compact l'adesione alle “*OECD Guidelines for Multinational Enterprises*” non deriva da una scelta diretta delle imprese. Sono gli Stati membri che si

¹²⁸ Nazioni Unite, *Risoluzione adottata dall'Assemblea Generale il 25 settembre 2015 [senza riferimento a una Commissione Principale (A/70/L. 1)] 70/1. Trasformare il nostro mondo: l'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile*, (2015), consultabile presso: <https://unric.org/it/wpcontent/uploads/sites/3/2019/11/Agenda-2030-Onu-italia.pdf>

¹²⁹ KPMG, *Sustainable Development Goals (SDGs): Leveraging CSR to achieve SDGs*, (2017), disponibile presso: https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/in/pdf/2017/12/SDG_New_Final_Web.pdf
Inoltre, per un esame completo del nuovo modello manageriale nell'ambito della *corporate social responsibility* si veda F. PERRINI, *Sostenibilità*, Milano, 2018, pag. 13.

¹³⁰ OCSE, *OECD Guidelines for Multinational Enterprises*, (2011), consultabile presso: <https://www.oecd.org/daf/inv/mne/48004323.pdf>

impegnano in maniera vincolante ad attuarle secondo la Decisione del Consiglio dell'OECD.

Le Linee guida vengono attuate attraverso i cosiddetti "Punti di contatto nazionali".

Una volta che uno Stato sottoscrive le Linee guida, ci si aspetta che istituisca un "Punto di Contatto Nazionale".

I Punti di Contatto Nazionale hanno lo scopo di risolvere le questioni derivanti dall'attuazione delle Linee guida in modo imparziale, prevedibile, equo e compatibile con la legge.

Tuttavia, essi non agiscono come un ente di monitoraggio con poteri sanzionatori avverso le condotte imprenditoriali non conformi alle Linee guida.

Le linee guida privilegiano, infatti, un approccio normativo piuttosto "morbido" e in caso sorgano conflitti tra le imprese e gli *stakeholders* in merito alla corretta applicazione degli standard affidano ai Punti di contatto nazionali il compito di mediare e negoziare un compromesso.

Sebbene sul piano teorico numerosi commentatori hanno dubitato dell'efficacia di tali iniziative internazionali nell'incentivare la responsabilità sociale d'impresa, poiché sprovviste di adeguati sistemi di *enforcement*, nella prassi, come si esaminerà in seguito, il rispetto e l'adesione a tali iniziative è divenuto uno strumento essenziale per attrarre investitori.

Gli obiettivi da esse definite hanno inoltre assunto il ruolo di *benchmark* di riferimento per le iniziative europee e nazionali che attengono la trasparenza dell'informazioni e obiettivi non-finanziari nei rendiconti annuali e nelle politiche retributive.

1.2 La regolamentazione dell'Unione Europea in materia di responsabilità sociale di impresa

Prevedibilmente la sostenibilità e responsabilità d'impresa è penetrata nelle politiche dell'Unione Europea¹³¹.

Nel 1993, l'allora presidente della Commissione europea Jacques Delors lanciò un

¹³¹ J. MOON, D. VOGEL, *Corporate Social Responsibility, Government, and Civil Society*, (2008), in the Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility, ANDREW CRANE (ed.) et al., 2008, a p. 307

appello alle imprese europee per contribuire alla lotta contro l'esclusione sociale e la disoccupazione, che ha portato all'adozione del “*Manifesto of enterprises against social exclusion*”, firmato da 20 leader di grandi imprese europee e dal Presidente della Commissione¹³².

Il Manifesto ha portato alla creazione della “Rete europea delle imprese per la coesione sociale” nel 1996, ribattezzata in seguito “*CSR Europe*”¹³³.

Nel 2000, in seguito alla nascita del Global Compact, il Consiglio Europeo di Lisbona ha incorporato tra gli obiettivi dell'Unione la creazione di un'economia competitiva fondata sullo sviluppo sostenibile e la coesione sociale¹³⁴.

Nella relazione conclusiva si sottolineava che l'adozione delle *best practices* rispetto alla formazione dei dipendenti, l'organizzazione del lavoro, le pari opportunità, l'inclusione sociale e lo sviluppo sostenibile da parte degli Stati membri dell'Unione costituisce un elemento determinante al raggiungimento di tale obiettivo¹³⁵.

La prima strategia europea per la promozione della responsabilità sociale di impresa è stata resa pubblica nel 2002 con la comunicazione “*Responsabilità sociale delle imprese: un contributo delle imprese allo sviluppo sostenibile*”¹³⁶.

La strategia europea si basava sull'adozione di un approccio olistico alla sostenibilità, coerente con gli strumenti e accordi internazionali esistenti, che considerasse in modo equilibrato le questioni economiche, sociali ed ambientali attraverso l'implementazione

¹³² Unione Europea, *comunicato stampa: Responsabilità sociale delle imprese: la nuova strategia della Commissione per promuovere il contributo delle imprese allo sviluppo sostenibile*, (2002), consultabile presso: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/sl/IP_02_985

¹³³ Ibid.

¹³⁴ “L'Unione si è ora prefissata un nuovo obiettivo strategico per il nuovo decennio: 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. Il raggiungimento di questo obiettivo richiede una strategia globale volta a: predisporre il passaggio verso un'economia e una società basate sulla conoscenza migliorando le politiche in materia di società dell'informazione e di R&S, nonché accelerando il processo di riforma strutturale ai fini della competitività e dell'innovazione e completando il mercato interno; modernizzare il modello sociale europeo, investendo nelle persone e combattendo l'esclusione sociale; - sostenere il contesto economico sano e le prospettive di crescita favorevoli applicando un'adeguata combinazione di politiche macroeconomiche.” - Consiglio Europeo, *Conclusioni della Presidenza al termine del Consiglio Europeo di Lisbona*, (2000), punto 5, consultabile presso https://www.europarl.europa.eu/summits/lis1_it.htm#a

¹³⁵ Ibid.

¹³⁶ Commissione Europea, *Responsabilità sociale delle imprese: un contributo delle imprese allo sviluppo sostenibile*, (2002), consultabile presso: [https://eur-lex.europa.eu/IT/legal-content/summary/corporate-social-responsibility-a-business-contribution-to-sustainable-development.html#:~:text=La%20RSI%20%C3%A8%20l'integrazione,'Unione%20europea%20\(UE\).](https://eur-lex.europa.eu/IT/legal-content/summary/corporate-social-responsibility-a-business-contribution-to-sustainable-development.html#:~:text=La%20RSI%20%C3%A8%20l'integrazione,'Unione%20europea%20(UE).)

di pratiche credibili e trasparenti¹³⁷.

Tuttavia, la promozione della responsabilità sociale di impresa in questa prima strategia europea non era coadiuvata dall'implementazione di strumenti vincolanti, che consentissero agli *stakeholder* di avere contezza concreta dell'impegno sociale e ambientale delle imprese europee¹³⁸.

La Commissione Europea preferiva conferire un carattere volontario alla responsabilità sociale di impresa. Riteneva che la consapevolezza da parte delle imprese dei benefici finanziari derivanti dall'essere socialmente responsabili costituisse uno stimolo più che sufficiente.

Sono state le terribili conseguenze sociali della crisi economica mondiale del 2008 che hanno indotto la Commissione ad un cambio di rotta e ad adottare una nuova strategia rispetto alla sostenibilità.

La crisi ha reso evidente la necessità di incentivare con misure maggiormente vincolanti la transizione dal piano delle mere dichiarazioni d'intenti e dell'adesione (talvolta di facciata) a principi e manifesti a quello dell'implementazione di azioni concrete a sostegno della sostenibilità ambientale e sociale dell'intrapresa economica¹³⁹.

Sulla base di queste premesse nell'ottobre 2011 la Commissione ha adottato una nuova strategia per incentivare la responsabilità sociale delle imprese europee.

Nella comunicazione *"Strategia rinnovata dell'UE per il periodo 2011-14 in materia*

¹³⁷ Ibid.- *"la Commissione propone di integrare gli obiettivi di RSI in tutte le politiche europee. Infatti, conformemente alla sua strategia per lo sviluppo sostenibile, l'UE si è impegnata ad integrare nelle sue politiche considerazioni economiche, sociali ed ambientali. Inoltre, i principi della RSI sono particolarmente importanti nelle politiche europee: dell'occupazione e degli affari sociali, in particolare nei settori dell'educazione e della formazione, della parità di opportunità e dell'integrazione sociale delle persone disabili, dell'anticipazione delle mutazioni industriali e delle ristrutturazioni delle imprese; dell'ambiente, attraverso la valutazione dei risultati ambientali, delle ecotecnologie e dell'eco-efficienza dei prodotti (ossia il rapporto tra la quantità dei prodotti e il loro impatto sull'ambiente); dei consumatori, in particolare per la sensibilizzazione dei consumatori alle norme ambientali e sociali); degli appalti pubblici, al fine di integrare i criteri di ordine sociale e ambientale nelle procedure di aggiudicazione degli appalti; del commercio estero, delle relazioni esterne e dello sviluppo, anche per quanto riguarda le imprese multinazionali; di amministrazione pubblica, visto che anche le istituzioni europee s'impegnano ad applicare i principi della RSI."*

¹³⁸ In quel periodo la responsabilità sociale di impresa era concepita come un impegno volontaristico delle singole imprese: *"La responsabilità sociale d'impresa (RSI) è un concetto in base al quale le imprese integrano le preoccupazioni sociali e ambientali nelle loro operazioni commerciali e nell'interazione con i loro clienti, nell'interazione con gli stakeholder su base volontaria"*

-Commissione europea, *Implementing the Partnership for Growth and Jobs: Making Europe a pole of excellence on CSR*, (2006), consultabile presso: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2006:0136:FIN:en:PDF>

¹³⁹ E. LOFFREDO, *sostenibilità ed economicità dell'impresa: prime riflessioni*, (2022) in *governance e mercati- studi in onore di Paolo Montalenti*, a cura di M. CALLEGARI, S.A. CERRATO, E.R. DESANA, Giappichelli Editore 2022 a p. 211

di responsabilità sociale delle imprese", la Commissione affermava la necessità di implementare strumenti di autoregolamentazione e di regolamentazione che incrementassero la trasparenza delle imprese sui temi sociali e ambientali¹⁴⁰, e parallelamente incentivassero comportamenti etici nei confronti della comunità¹⁴¹.

Rispetto alle precedenti concettualizzazioni della responsabilità sociale di impresa, l'Unione Europea con la strategia 2011-2014 riconosce per la prima volta il ruolo delle autorità pubbliche nell'armonizzazione delle regole relative alla responsabilità sociale d'impresa negli Stati membri, anche attraverso forme di regolamentazione vincolante.

La strategia è culminata con la pubblicazione della Direttiva 2013/34/UE, poi modificata dalla Direttiva 2014/95/UE sulla rendicontazione delle informazioni non finanziarie e dalla Direttiva 2022/2464 sul *reporting* di sostenibilità CSRD, che entrerà in vigore dal 2026 e di cui si dirà in seguito¹⁴².

La Direttiva sulle informazioni non finanziarie 2014/95 (NFRD) marca il passaggio da un approccio volontaristico, basato su azioni di *moral suasion* e su misure premiali, all'adozione di regole prescrittive sugli obblighi informativi che le grandi imprese che operano nel territorio dell'Unione Europea hanno sull'impatto ambientale e sociale delle proprie attività¹⁴³.

Lo scopo della Direttiva è incrementare la trasparenza delle imprese dell'Unione Europea rispetto ai riflessi non materiali dell'attività di impresa e indurre gli amministratori a tenere maggiormente in considerazione le tematiche relative alla sostenibilità¹⁴⁴.

La Direttiva europea è entrata in vigore nel 2018 e si applica a tutte le imprese di interesse con più di 500 dipendenti e un totale di bilancio di 20 milioni di euro o un fatturato netto di 40 milioni di euro, escludendo quindi le piccole e medie imprese.

In particolare, la Direttiva sull'informazione non finanziaria richiede alle imprese di redigere "dichiarazioni annuali" – vale a dire una informativa allegata al bilancio - sulla

¹⁴⁰ Commissione Europea, *Strategia rinnovata dell'UE per il periodo 2011-14 in materia di responsabilità sociale delle imprese*, (2011), consultabile presso: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0681:FIN:IT:PDF>

¹⁴¹ P. SELZNICK, *The Communitarian Persuasion*, Washington, DC: Woodrow Wilson Centre Press (2002), a p. 102.

¹⁴²La Direttiva 2013/34/UE è consultabile all'indirizzo <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013L0034>

¹⁴³ E. LOFFREDO, *sostenibilità ed economicità dell'impresa: prime riflessioni*, (2022), op.cit., a p. 211

¹⁴⁴La Direttiva 2014/95/UE è consultabile all'indirizzo: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0095>

propria *performance* in materia di sostenibilità.

Tale dichiarazione deve includere una spiegazione del modello di *business* adottato dalla società e delle politiche, dei risultati e dei principali rischi dell'attività di impresa rispetto alla tutela dell'ambiente e della comunità¹⁴⁵.

Inoltre, l'articolo 2 della Direttiva sulla rendicontazione non finanziaria ha permesso alla Commissione di preparare linee guida non vincolanti per aiutare le imprese a redigere informazioni non finanziarie standardizzate, e quindi maggiormente comparabili¹⁴⁶.

Nel 2017, la Commissione ha pubblicato le linee guida, ulteriormente integrate nel 2019, con la pubblicazione delle linee guida sulla comunicazione delle informazioni relative ai cambiamenti climatici¹⁴⁷.

L'adozione dei “*Sustainable Development Goals*” da parte delle Nazioni Unite nel 2015, insieme all'Accordo di Parigi sui cambiamenti climatici dello stesso anno, hanno ulteriormente orientato l'impegno dell'Unione Europea verso la promozione di modelli imprenditoriali sostenibili.

Con la comunicazione del 2016: “*Next steps for a sustainable European future - European action for sustainability*”, la Commissione europea ha affermato il suo fermo impegno nella realizzazione degli obiettivi sostenibili definiti dalle Nazioni Unite¹⁴⁸.

Negli anni successivi, l'Unione Europea ha adottato ulteriori misure per aumentare la responsabilità sociale delle imprese.

Nel 2017, il Consiglio europeo ha fornito ulteriori diritti agli azionisti attraverso la *Shareholder Rights Directive II*¹⁴⁹.

La Direttiva prevede delle disposizioni volte a incoraggiare la partecipazione dei soci nell'adozione di una strategia d'impresa sostenibile a lungo termine.

¹⁴⁵ Inoltre, per alcune società (tipicamente quelle quotate in borsa), è prevista l'elaborazione di rapporti sulla diversità. - Direttiva 2013/34/UE, art. 20

¹⁴⁶ Direttiva 2013/34/UE, art. 2 - “*La Commissione elabora orientamenti non vincolanti sulla metodologia di comunicazione delle informazioni di carattere non finanziario, compresi gli indicatori fondamentali di prestazione generali e settoriali, al fine di agevolare la divulgazione pertinente, utile e comparabile di informazioni di carattere non finanziario da parte delle imprese. Nell'elaborazione di tali orientamenti, la Commissione consulta i portatori di interesse.*”

¹⁴⁷ Commissione Europea, *Guidelines on non-financial reporting: Supplement on reporting climate-related information (2019/C 209/01)*, (2019), consultabili all'indirizzo: [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52019XC0620\(01\)&from=EN](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52019XC0620(01)&from=EN)

¹⁴⁸ Commissione Europea, *Next steps for a sustainable European future*, (2016), consultabile presso: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=COM%3A2016%3A739%3AFIN>

¹⁴⁹ La Direttiva 2017/828/UE è consultabile all'indirizzo: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32017L0828>

Attraverso tale direttiva il legislatore europeo ha inteso offrire ai soci ulteriori strumenti di monitoraggio dell'operato degli organi sociali, auspicandosi che soci maggiormente sensibili alle istanze relative alla sostenibilità e alla tutela degli *stakeholder* condizionino proattivamente l'operato degli amministratori favorendo condotte maggiormente responsabili socialmente e ambientalmente ¹⁵⁰.

La Direttiva ha, tra l'altro, introdotto un diritto di voto dei soci sulla politica di retribuzione degli amministratori di cui si tratterà più approfonditamente nei paragrafi successivi.

Nel 2018 poi la Commissione ha stipulato un “*Action Plan*”, diviso in dieci ambiti di intervento, per promuovere una visione di lungo termine e socialmente e ambientalmente sostenibile nella gestione delle imprese che operano nell'Unione¹⁵¹.

A tale scopo la Commissione europea ha commissionato due studi, uno affidato al *British Institute of International and Comparative Law*, a *Civic Consulting* e *London School of Economics Consulting* relativo allo stato dell'arte delle politiche di *due diligence* nella catena di fornitura, il secondo affidato a Ernest e Young relativo allo *short termism* delle società europee e gli eventuali correttivi da attuare in materia di *corporate governance*¹⁵².

Il primo studio, intitolato “*study on due diligence requirements through the supply chain*”, muovendosi dai principi già presenti in diversi codici di autodisciplina che incoraggiavano le imprese a svolgere le opportune attività di due diligence rispetto ai riflessi sociali e ambientali delle proprie attività operative ha raccomandato alla Commissione, l'adozione di una nuova direttiva europea che renda vincolante tale attività di controllo.

Il secondo studio, intitolato “*study on directors' duties and sustainable corporate governance*” ha invece investigato le ragioni di fondo dello *short-termism* che accomuna la *corporate governance* di una parte consistente di società per azioni degli stati membri.

¹⁵⁰ C. CHIRIELEISON, *Lo Shareholder come Stakeholder critico: verso una corporate governance orientata alla responsabilità sociale*, in “Notizie di Politeia”, Anno XXIII - N. 85/86, 2007, pp. 497 ss.

¹⁵¹ Directorate-General for Financial Stability, Financial Services and Capital Markets Union, *Renewed sustainable finance strategy and implementation of the action plan on financing sustainable growth*; (2018), consultabile all'indirizzo: https://finance.ec.europa.eu/publications/renewed-sustainable-finance-strategy-and-implementation-action-plan-financing-sustainable-growth_en

¹⁵² British Institute of International and Comparative Law, a Civic Consulting e London School of Economics Consulting, *Study on due diligence requirements through the supply chain*, (2020), consultabile a: https://media.business-humanrights.org/media/documents/files/documents/DS0120017ENN.en_.pdf Ernest Young, *Study on directors' duties and sustainable corporate governance*, (2020), disponibile a <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/e47928a2-d20b-11ea-adf7-01aa75cd71a1/language-en>:

Lo studio ha delineato possibili interventi di riforma, tra cui la previsione del dovere degli amministratori di individuare e ridurre i rischi in termini di sostenibilità legati alle attività della società; e di perseguire l'interesse sociale attraverso politiche di lungo termine e con un adeguato bilanciamento degli interessi di un'ampia pretora di *stakeholders*.

Inoltre, lo studio ha suggerito di prevedere norme che rendano perentorio per le società europee includere nelle politiche di retribuzione degli amministratori obiettivi di sostenibilità misurabili, specifici e coerenti con l'impegno dell'Unione Europea alla lotta verso le disuguaglianze e il cambiamento climatico e prevedere dei meccanismi di coinvolgimento degli *stakeholders* nelle decisioni potenzialmente più socialmente e ambientalmente impattanti¹⁵³.

In seguito a tali rilievi la Commissione ha recentemente approvato la “*Corporate Sustainability Reporting Directive*” che amplia e approfondisce gli obblighi di informazione non finanziaria delle imprese a cui si applica, cui si è fatto sopra cenno¹⁵⁴.

In particolare, la Direttiva, una volta in vigore, estenderà i doveri di rendicontazione non finanziaria a tutte le grandi imprese e a tutte le società quotate sui mercati regolamentati¹⁵⁵.

Essa inoltre standardizzerà la rendicontazione non finanziaria delle imprese in materia di sostenibilità.

Rispetto ai fattori ambientali le imprese dovranno fornire informazioni dettagliate sulle azioni intraprese: per contrastare o mitigare i cambiamenti climatici; sullo sfruttamento di risorse idriche e marine; per incrementare l'economia circolare e ridurre l'inquinamento nonché per la tutela della biodiversità e degli ecosistemi¹⁵⁶.

Ancora e relativamente all'impegno sociale le imprese dovranno rendere pubbliche le azioni intraprese per garantire parità di trattamento e parità di retribuzione per un lavoro di pari valore, l'occupazione e l'inclusione delle persone con disabilità, le misure contro

¹⁵³ Un'analisi più approfondita delle raccomandazioni di tali studi è stata svolta da E. BARCELLONA in E. BARCELLONA, *La sustainable corporate governance nelle proposte di riforma del diritto europeo: a proposito dei limiti strutturali dello stakeholderism*, (2022) in *governance e mercati- studi in onore di Paolo Montalenti*, a cura di M. CALLEGARI, S.A. CERRATO, E.R. DESANA, Giappichelli Editore 2022

¹⁵⁴ La Direttiva 2022/2464/UE è consultabile presso: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32022L2464>

¹⁵⁵ Direttiva 2022/2464/UE, Art. 17.

¹⁵⁶ Direttiva 2022/2464/UE, art. 46

la violenza e le molestie sul luogo di lavoro, e in generale la creazione di un ambiente di lavoro stimolante, sicuro ed inclusivo¹⁵⁷.

Infine, le imprese saranno tenute a comunicare il ruolo degli organi di amministrazione, gestione e controllo dell'impresa, la loro composizione e le loro competenze rispetto alle istanze che attengono alla sostenibilità¹⁵⁸.

Le informazioni fornite dovranno essere comparabili e attendibili e dovranno essere sottoposte a un controllo di veridicità da parte di un revisore indipendente¹⁵⁹.

Da ultimo bisogna accennare alla proposta di direttiva sulla *due diligence* in materia di sostenibilità¹⁶⁰.

La proposta di Direttiva si basa sugli articoli 50 e 114 del TFUE e aspira a definire nuovi doveri e responsabilità per le imprese rispetto alla tutela dei diritti umani e alla riduzione dei rischi ambientali attuali o potenziali delle loro attività¹⁶¹.

Attraverso una disciplina trasversale, la proposta di Direttiva vuole incentivare l'impegno delle società dei Paesi membri nell'adottare strategie coerenti la creazione di un'economia europea verde e climaticamente neutra, e gli obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite¹⁶².

Tra le riforme più innovative che sono state proposte in fase di discussione della nuova Direttiva figurano: la possibilità di stabilire un dovere fiduciario in capo agli amministratori delle società dei paesi membri relativamente agli impatti ambientali e sociali dell'attività di impresa nonché la possibilità di istituire l'obbligo di collegare la retribuzione variabile degli amministratori al loro contributo per la sostenibilità della società¹⁶³.

¹⁵⁷ Direttiva 2022/2464/UE, art. 49

¹⁵⁸ Direttiva 2022/2464/UE, art. 50

¹⁵⁹ Direttiva 2022/2464/UE, art.44

¹⁶⁰ Informazioni più approfondite riguardo alla proposta di Direttiva sulla "*Corporate sustainability due diligence*" sono reperibili presso: <https://eur-lex.europa.eu/legalcontent/EN/TXT/?uri=CELEX%3A52022PC0071>

¹⁶¹ Comitato dei rappresentanti permanenti presso il Consiglio dell'Unione Europea, *Proposta di DIRETTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937*, (2022), Fascicolo interistituzionale: 2022/0051(COD), a p.1

¹⁶² Ibid.

¹⁶³ Tali proposte figuravano rispettivamente agli art. 26 e 15 della proposta di Direttiva sulla "*Corporate sustainability due diligence*"

Nonostante le proposte di riforma sopracitate non abbiano riscosso il consenso politico necessario per tradursi in norme, perché ritenute eccessivamente lesive della autonomia imprenditoriale, esse documentano la sussistenza di istanze volte ad inasprire i doveri degli amministratori verso una gestione responsabile e sostenibile dell'impresa ¹⁶⁴.

1.3 Remunerazione e responsabilità sociale nel diritto comunitario

Le ultime proposte di riforma in materia di retribuzione sostenibile sono il prodotto di una corrente dottrinarica, da tempo recepita dalle istituzioni europee, che vede le politiche retributive degli amministratori come un fattore determinante della sostenibilità nel lungo periodo delle imprese europee.

Si ritiene che le politiche di remunerazione condizionino in maniera rilevante le scelte strategiche degli amministratori e possano essere uno strumento di *governance* efficace per far sì che gli amministratori prendano in considerazione l'impatto sociale e ambientale delle loro decisioni¹⁶⁵.

Per questa ragione insieme allo sviluppo delle prime strategie europee in materia di responsabilità sociale d'impresa, la Commissione Europea ha iniziato a considerare la necessità di riformare e armonizzare la regolamentazione delle politiche remunerative negli Stati membri.

Risale al 2003 il primo “*Action Plan*” che affronta il tema della remunerazione degli amministratori, contenuto nella Comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento Europeo intitolata “*Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea - Un piano per progredire*”¹⁶⁶.

La Commissione aveva notato che le società europee attribuivano notevole rilevanza alla componente variabile della remunerazione degli amministratori e del *top*

¹⁶⁴ Comitato dei rappresentanti permanenti presso il Consiglio dell'Unione Europea, *Proposta di DIRETTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937*, (2022), Fascicolo interistituzionale: 2022/0051(COD), a p.9-10

¹⁶⁵ I. CAPELLI, *La sostenibilità ambientale e sociale nelle politiche di remunerazione degli amministratori delle società quotate: la rilevanza degli interessi degli stakeholder dopo la SHRD II*, (2020), in Rivista “Orizzonti del diritto commerciale”, fasc. 2, p. 555

¹⁶⁶ Commissione Europea, *Comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento Europeo-Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea - Un piano per progredire - COM 284 definitivo*, (2003), disponibile presso: <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52003DC0284>>

management, e vincolavano per la maggior parte *bonus* e *stock option* al conseguimento di risultati economici di breve periodo.

Il piano, quindi, sperava di stimolare le imprese a adottare obiettivi di lungo termine incrementando la trasparenza rispetto al modello di *corporate governance* adottato dall'impresa e rafforzando così i diritti di *voice* degli azionisti rispetto alle politiche retributive.

La Commissione riteneva che la maggiore trasparenza rispetto alle politiche remunerative degli amministratori avrebbe incoraggiato l'attivismo degli azionisti per integrare politiche remunerative che incentivassero realmente la realizzazione dell'interesse sociale.

1.3.1 Le prime Raccomandazioni Europee

Inizialmente, si è poc'anzi ricordato, la Commissione ha cercato di rendere concreti gli obiettivi del piano attraverso con Raccomandazioni non vincolanti rivolte agli stati membri¹⁶⁷.

Le principali Raccomandazioni in materia sono la Raccomandazione 2004/913/CE, riguardante la promozione di un regime adeguato di remunerazione degli amministratori di società quotate e la Raccomandazione 2005/162/CE, che attiene al ruolo e alle funzioni degli amministratori non esecutivi e dei comitati del consiglio di amministrazione e sorveglianza¹⁶⁸.

In particolare, la Raccomandazione del 2004 atteneva alle politiche retributive degli amministratori delle imprese quotate nei mercati europei.

Essa prevede una serie di *standard* relativi alla trasparenza delle politiche di remunerazione e l'introduzione di politiche di “*say on pay*”, ossia la possibilità di esprimere un voto vincolante o consultivo rispetto ai piani retributivi degli amministratori¹⁶⁹.

¹⁶⁷ G. STROZZI e R. MASTROIANNI le inquadrano come una sorta di “direttive non vincolanti” – in G. STROZZI, R. MASTROIANNI, *Diritto dell'unione europea. parte istituzionale*, (2016), 7 ed., Giappichelli, a p. 319,

¹⁶⁸ La Raccomandazione 2004/913/CE è consultabile presso: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX%3A32004H0913>

La Raccomandazione 2005/162/CE è consultabile presso: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32005H0162&from=ES>

¹⁶⁹ Commissione Europea, Raccomandazione 2004/913/CE par. 4.

La Commissione riteneva, infatti, che la maggiore trasparenza delle società rispetto alle politiche remunerative dei propri amministratori avrebbe consentito di promuovere una maggiore consapevolezza da parte dei soci rispetto alla correlazione tra compensi e risultati.

La maggiore conoscibilità delle informazioni rispetto alle politiche remunerative degli amministratori da parte degli investitori incentiverebbe, infatti, le imprese a rendere chiari i collegamenti tra remunerazione e *performance*.

A tale scopo le imprese quotate avrebbero dovuto pubblicare annualmente un *report* che esponesse le politiche retributive degli amministratori che la società intendeva adottare negli esercizi successivi.

Esso avrebbe dovuto descrivere la struttura e le diverse componenti del pacchetto retributivo di ogni amministratore.

Inoltre, l'introduzione di politiche di “*say on pay*” da parte delle società degli Stati membri, secondo la Commissione, avrebbe potuto vincolare maggiormente l'operato degli amministratori al soddisfacimento dell'interesse sociale, grazie al coinvolgimento di un maggior numero di piccoli azionisti, che specialmente nelle società ad azionariato estremamente diffuso tendono a disinteressarsi alla gestione societaria.

Tale pratica si ispirava alla *Directors' Remuneration Report Regulation* introdotta nel Regno Unito nel 2002 che prevedeva la possibilità che gli azionisti si esprimessero sulla remunerazione degli amministratori attraverso un voto consultivo¹⁷⁰.

Riprendendone i meccanismi la Raccomandazione lasciava agli Stati Membri la possibilità di decidere se attribuire efficacia vincolante o consultiva al voto.

La seconda Raccomandazione, n. 2005/162/CE, era direttamente collegata alla precedente e prevedeva una serie di principi rispetto alle riforme necessarie a implementare una *governance* efficace di impresa.

Il testo prevedeva l'istituzione di un Consiglio di Amministrazione equilibrato, in cui fossero presenti amministratori indipendenti dagli amministratori esecutivi, così da controllare l'operato di questi ultimi e ridurre le possibilità di conflitto d'interessi.

Nello specifico si proponeva di istituire comitati, composti da amministratori in maggioranza indipendenti, nelle aree operative in cui fosse maggiormente probabile l'insorgenza di un conflitto tra proprietà (i soci) e gestione (gli amministratori) quali, ad

¹⁷⁰ M. CAMPOBASSO, *La remunerazione degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*, (2011), *Rivista delle società*, Vol. 4, pp. 703 ss.

esempio, la determinazione della *policy* in materia di nomina e retribuzione dell'organo gestorio¹⁷¹.

I comitati di cui si incoraggiava la creazione erano tre: comitato per la nomina, comitato per la remunerazione e comitato per la revisione dei conti.

Nello specifico, il comitato per la remunerazione aveva il compito di proporre la struttura dei piani di retribuzione nelle sue componenti fisse e variabili, legandola a obiettivi specifici dell'impresa e prevedendo metriche per valutare il conseguimento.

La Commissione raccomandava che esso fosse composto esclusivamente da amministratori non esecutivi, che non partecipassero all'amministrazione corrente (*day-to-day-management*) dell'impresa, e per la maggior parte indipendenti.

Queste prime Raccomandazioni, come del resto le prime strategie europee in materia di responsabilità sociale, tuttavia, a ragione della ampia discrezionalità lasciata alle imprese, non portarono risultati significativi.

Solo a seguito della grande crisi finanziaria del 2008 il legislatore europeo – come si è anticipato - è intervenuto in maniera più incisiva attraverso riforme maggiormente vincolanti in tema di remunerazione e *governance* di impresa.

1.3.2 Gli interventi europei dopo la crisi finanziaria

A causa della crisi apparve chiaro nell'opinione pubblica la necessità di adottare strumenti maggiormente vincolanti per incentivare la sostenibilità finanziaria delle imprese nel lungo periodo.

Nel 2009, l'Unione Europea ha pubblicato la Raccomandazione 2009/385/CE che dedicava particolare attenzione alla necessità limitare la discrezionalità gestionale nelle società quotate per via di una riforma delle politiche retributive¹⁷².

L'obiettivo era di prevedere dei principi specifici per una sana politica retributiva degli amministratori nelle società quotate¹⁷³.

¹⁷¹ Commissione Europea, Raccomandazione 2005/162/CE, Considerando no. 9.

¹⁷² La Raccomandazione 2009/385/CE è consultabile presso: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX%3A32009H0385>

¹⁷³ M. CAMPOBASSO, *La remunerazione degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*, (2011), op. cit., p. 713.

La Raccomandazione sottolineava l'importanza del perseguimento di politiche retributive orientate a promuovere la sostenibilità finanziaria nel lungo periodo delle imprese degli Stati membri.

I punti su cui si soffermava la Commissione erano principalmente la necessità di implementare del principio di “*pay-for-performance*” nonché di un maggiore equilibrio tra politiche di “*short and long term*”¹⁷⁴.

Si sottolineava, relativamente alle componenti variabili nelle politiche retributive degli amministratori, che le stesse dovrebbero essere legate a risultati che favoriscano una gestione orientata al lungo termine e parametrata a indici che ne consentano la valutazione dell'efficacia.

Tali indici devono considerare sia criteri finanziari, sia criteri non finanziari relativi al valore aggiunto nel lungo termine alla società¹⁷⁵.

Inoltre, la Commissione consigliava di congelare una parte della remunerazione variabile e dilazionarne il pagamento per un determinato periodo di tempo¹⁷⁶.

La Raccomandazione si soffermava sui compensi basati su *stock option* e in particolare sui meccanismi di esercizio dei diritti di opzione e di acquisizione delle azioni.

Si raccomandava di predisporre un periodo di maturazione non inferiore a tre anni, a conclusione del quale fosse possibile esercitare il diritto di opzione sui titoli o altresì acquisire le azioni, subordinando tale diritto al raggiungimento di determinati obiettivi¹⁷⁷.

Infine, al fine di consentire eventuali correttivi successivi, la Raccomandazione consigliava di prevedere clausole di *claw back*, ovvero clausole che consentono di ottenere la restituzione dei compensi versati sulla base di dati che si fossero rivelati, in seguito, errati¹⁷⁸.

Successivamente al *report* sull'applicazione della Raccomandazione 2009/284/CE, una Raccomandazione sulla remunerazione degli amministratori specifica per il settore finanziario, la Commissione acquisiva consapevolezza dell'inadeguatezza degli strumenti

¹⁷⁴ P. MARCHETTI, *L'ultima raccomandazione dell'Unione Europea e i Principi del Financial Stability Board in tema di Executive Compensation*, (2010), Il Risparmio, (gennaio-marzo 2010), p. 85.

¹⁷⁵ Commissione Europea, Raccomandazione 2009/385/CE, Par. 3.2.

¹⁷⁶ Commissione Europea, Raccomandazione 2009/385/CE, Par. 3.3.

¹⁷⁷ Commissione Europea, Raccomandazione 2009/385/CE, Para 4.1

¹⁷⁸ Commissione Europea, Raccomandazione 2009/385/CE, Par. 3.4.

di *soft law*, quali le Raccomandazioni, come strumento di armonizzazione delle pratiche remunerative tra gli Stati membri¹⁷⁹.

Per tale ragione il legislatore europeo decideva di orientarsi verso regole precettive in materia.

1.3.3 Le direttive europee in materia di remunerazione degli amministratori

Il Parlamento Europeo ha prediletto lo strumento della Direttiva dopo aver constatato che le raccomandazioni in tema di remunerazioni e diritti degli azionisti non erano state recepite uniformemente nei diversi Stati europei¹⁸⁰.

Rispetto al sistema finanziario il primo intervento normativo vincolante è stata la Direttiva 2010/76/UE, *Capital Requirements Directive* (CRD III)¹⁸¹.

La CRD III prevedeva quindi un insieme di norme che recepivano, rendendoli più specifici, i principi di *governance* rispetto alle politiche di retribuzione già previsti dalle Raccomandazioni emanate negli anni precedenti.

Inoltre, la Direttiva stabiliva che la materia remunerativa divenisse oggetto del controllo delle Autorità di vigilanza dei singoli Paesi chiamate a monitorare la corretta attuazione delle disposizioni normative.

La Direttiva 2013/36/UE (CRD IV) ha sostituito la direttiva CRD III, prevedendo un sistema di regole più dettagliate¹⁸².

In particolare, la Direttiva prevede un *bonus cap* alla componente variabile della remunerazione, la stessa non deve superare il 100% della componente fissa, nonostante ai singoli Stati sia lasciata la facoltà di prevedere la superabilità di tale soglia fino al raggiungimento del 200% previa delibera dell'assemblea¹⁸³.

¹⁷⁹ Commissione Europea, *Relazione sull'applicazione da parte degli Stati membri dell'UE della raccomandazione 2009/384/CE della Commissione sulle politiche retributive nel settore dei servizi finanziari (raccomandazione 2009 sulle politiche retributive nel settore dei servizi finanziari) COM 286 definitivo*, (2010), disponibile presso <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52010DC0286&from=EN>.

¹⁸⁰ Commissione Europea, *Commission Staff Working Document Impact Assessment, Brussels, 9.4.2014 SWD (2014) 127 final*, pp. 27 ss., disponibile presso <https://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-8847-2014-ADD-2/en/pdf>

¹⁸¹ La Direttiva 2010/76/UE è consultabile presso: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32010L0076>

¹⁸² La Direttiva 2013/36/UE è consultabile presso: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex%3A32013L0036>

¹⁸³ La Direttiva 2013/36/UE (CRD IV), Art. 94, 1° comma, lettera g

Sono, poi, presenti una serie di norme relative al monitoraggio e alla supervisione. Oltre al ruolo attivo delle Autorità di vigilanza, la norma assegna all'European Banking Authority, compiti di controllo e comparazione.

Infine, la Direttiva (EU) 2019/878 (CRD V) ha introdotto qualche ulteriore modifica alle disposizioni in materia di retribuzione degli amministratori delle banche¹⁸⁴.

Essa in particolare estende la portata applicativa delle norme in materia di differimento e *retention* dei compensi costituiti da strumenti finanziari, stabilendo che si applichi a tutti gli enti fatta eccezione delle banche di minori dimensioni¹⁸⁵.

Prevede, inoltre, che il periodo di differimento della componente variabile della remunerazione degli amministratori costituita da strumenti finanziari sia di un minimo di 4 anni e di 5 anni per le posizioni esecutive. Introduce, inoltre, il principio di parità di retribuzione tra uomini e donne che svolgono la medesima attività lavorativa¹⁸⁶.

Rispetto alle altre forme di impresa, il legislatore europeo ha previsto nuove disposizioni vincolanti in materia di retribuzione degli amministratori con la Direttiva 2017/828/UE (*Shareholders' Rights Directive II*, o SHRD II)¹⁸⁷.

La nuova direttiva integra il quadro già delineato dalla Direttiva 2007/36/CE (denominata *Shareholders' Rights Directive*, o solo SHRD) che perseguiva l'obiettivo di rafforzare i diritti degli azionisti attraverso una serie di norme in tema di trasparenza, di esercizio dei diritti di voto per delega, e partecipazione assembleare.

Come anticipato precedentemente l'obiettivo primario della Direttiva è quello di incentivare una gestione a lungo termine e sostenibile delle società europee, prevedendo maggiori diritti e poteri per azionisti e intermediari.

La Direttiva muove dall'idea che il maggior coinvolgimento di tutti gli *stakeholder* possa contribuire all'adozione di un approccio più a lungo termine.

Il legislatore ha introdotto una migliore trasparenza e pubblicità delle remunerazioni degli amministratori, prevedendo che esse siano sottoposte al voto vincolante o consultivo dell'assemblea.

La disciplina in tema di remunerazioni è trattata dalla Direttiva negli articoli 9-*bis* e 9-*ter*, nonché dal ventottesimo al quarantunesimo Considerando.

¹⁸⁴ La Direttiva 2019/878/UE è consultabile presso: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32019L0878>

¹⁸⁵ Quelle banche che, in media, hanno avuto un valore dell'attivo pari o inferiore a 5 miliardi di euro nei 4 anni precedenti all'anno fiscale in corso

¹⁸⁶ Direttiva (EU) 2019/878, Art. 94

¹⁸⁷ Direttiva (UE) 2017/828, disponibile presso: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX:32017L0828>.

Come emerge dal Considerando n. 28 il legislatore europeo ha concepito le politiche remunerative degli amministratori come “uno degli strumenti principali a disposizione delle società per allineare i loro interessi e quelli dei loro amministratori”.

Considerando il ruolo primario degli amministratori all'interno delle società, assume grande rilevanza la determinazione di politiche retributive adeguate da parte degli organismi competenti e che gli azionisti possano esprimere la loro opinione riguardo dette politiche.

Il nuovo articolo 9-*bis* detta la disciplina rispetto all'implementazione dei meccanismi di “*say on pay*”.

Essa prevede che le società debbano elaborare una politica di remunerazione e sottoporla obbligatoriamente al voto vincolante o consultivo dell'assemblea, almeno una volta ogni quattro anni.

Nel caso in cui non venga approvata la politica di remunerazione, la società dovrà continuare a pagare gli amministratori ai sensi dell'ultima politica approvata, o della prassi vigenti, e presentare una nuova proposta in merito alla remunerazione nella prima assemblea successiva.

Il paragrafo 4 prevede, tuttavia, la possibilità di derogare temporaneamente alla politica delineata nel caso ricorrano circostanze eccezionali, giustificate da interessi a lungo termine e dalle esigenze di sostenibilità della società.

Questa disposizione potrebbe essere capace di incentivare l'adozione di politiche retributive legate alla sostenibilità dell'impresa¹⁸⁸.

Il comma 6 statuisce, infatti, che la politica di remunerazione deve essere coerente con la strategia d'impresa, gli interessi di lungo periodo e l'impegno per la sostenibilità della società, e illustrare il modo in cui la stessa fornisce tale contributo.

Infine, la norma prevede siano indicate le diverse componenti della remunerazione variabile in modo chiaro, comprensibile e completo.

Passando all'esame dell'articolo 9-*ter* esso sancisce delle regole sulla "Relazione sulla remunerazione," che deve essere redatta dalle società e contenere un quadro completo delle remunerazioni compresi tutti i compensi e benefici erogati ai singoli amministratori nel corso dell'esercizio precedente.

Gli Stati membri devono implementare norme che garantiscano all'assemblea generale di esprimere un voto, di natura consultiva, sulla Relazione; sarà poi compito

¹⁸⁸ F. RIGANTI, *La nuova direttiva sui diritti degli azionisti: alcune riflessioni introduttive (Direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 maggio 2017)*, (2018), a p.789

della società spiegare come abbia tenuto in considerazione il voto dell'assemblea nella Relazione sulla remunerazione dell'esercizio successivo.

Tirando le somme la Direttiva SHRD II sembra solo l'ultimo tassello dell'evoluzione di una normativa europea in materia di responsabilità sociale di impresa che vuole incentivare la consapevolezza dei soci rispetto ai riflessi sugli *stakeholders* dell'attività di impresa attraverso la maggiore trasparenza dei *report* degli amministratori rispetto agli obiettivi finanziari e non finanziari raggiunti.

In particolare, l'istituzione del voto vincolante sulle politiche di remunerazione e del voto consultivo sul documento consultivo di *payout* potrebbero incidere positivamente sulla responsabilità sociale di impresa, permettendo ai soci sensibili di incidere sull'azione degli amministratori in tale ambito¹⁸⁹.

L'auspicio è che tale sistema di regole gestorie sia capace di incentivare una maggiore partecipazione degli azionisti alla vita sociale grazie ai già menzionati strumenti di *engagement*¹⁹⁰.

Qualora così fosse, le norme della direttiva che riguardano le politiche di retribuzione degli amministratori potrebbero svolgere un ruolo rilevante nell'indurre le imprese a ripensare le proprie strategie gestionali per renderle maggiormente attente alla creazione di valore economico in maniera sostenibile¹⁹¹.

2. La responsabilità sociale nella Company Law del Regno Unito

Conseguentemente, e talvolta parallelamente, allo sviluppo di strumenti e norme internazionali che incidono sulla responsabilità sociale di impresa, nel Regno Unito sono state attuate riforme delle norme che regolano il diritto societario allo scopo di promuovere l'adozione di comportamenti ambientalmente e socialmente responsabili da parte delle imprese¹⁹².

¹⁸⁹ F. BIANCONI, F. SURACE, *Nuove tendenze di Corporate Governance e best practice: dove stiamo andando? in Corporate Governance and Research & Development studies - Open Access*, (2020), [S.l.], n. 1, feb. 2020, consultabile presso: http://ojs.francoangeli.it/_ojs/index.php/cgrds/article/view/9139/558 [13/05/2021]. doi: <http://dx.doi.org/10.3280/cgrds1-2019oa9139>.

¹⁹⁰ Ibid., a pp. 776 ss.

¹⁹¹ Comitato per la Corporate Governance, *Relazione annuale*, 31/03/2019, (2019), pp. 93-98.

¹⁹² Sull'importanza del diritto societario nel promuovere la responsabilità sociale d'impresa:

I cambiamenti nel ruolo e nella posizione delle imprese nella comunità richiedono un cambiamento proattivo, progressivo e corrispondente nel diritto societario che stabilisce le regole di comportamento dei principali attori della società.

Le riforme hanno inciso in vario modo sulla suddivisione delle responsabilità tra il settore privato e il governo, così come hanno inciso sul modello di distribuzione degli utili.

Gli approcci legislativi possono essere suddivisi in due categorie principali: norme che incidono sul processo decisionale degli amministratori e norme che incidono sulla trasparenza finanziaria e non finanziaria dell'impresa.

In particolare: le riforme hanno inciso sui doveri fiduciari degli amministratori, hanno incrementato i diritti di *voice* dei soci e gli obblighi di trasparenza non finanziaria dell'impresa, allo scopo di limitarne i comportamenti scorretti e poco etici che possono danneggiare diversi stakeholder e gli ecosistemi.

2.1 La riforma dei doveri fiduciari degli amministratori

Nel Regno Unito, la codificazione dei doveri fiduciari degli amministratori avviene per la prima volta con l'approvazione della riforma del Companies Act del 2006¹⁹³.

La riforma rappresenta uno dei primi interventi normativi nazionali all'interno del panorama legislativo degli stati europei volto ad assimilare la tutela degli interessi di un'ampia pletera di *stakeholder* tra i doveri degli amministratori.

Lo scopo della riforma era di limitare la tendenza degli amministratori delle imprese del Regno Unito a adottare strategie d'impresa orientate prevalentemente a ottenere risultati economici nel breve periodo, trascurando la sostenibilità finanziaria e non finanziaria dell'impresa nel lungo termine.

Già al tempo della riforma, alcuni scandali finanziari avevano testimoniato che l'eccessiva attenzione degli amministratori a generare profitti per l'impresa nel breve periodo attraverso il ricorso ad un'eccessiva leva finanziaria e l'assunzione di connessi rischi potesse rivelarsi dannosa per l'impresa e per il mercato in generale.

J. McCONVILL & M. JOY, 'The Interaction of Directors' Duties and Sustainable Development in Australia: Setting off on the Uncharted Road', (2003), 27 Melbourne University Law Review a p.116.
L. STOUT, *The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public*, (2012), San Francisco: Berrett-Koehler, 2012

¹⁹³ Prima erano desumibili prettamente dal *case law*

Pertanto, con la riforma del Companies Act 2006, il legislatore britannico ha cercato di orientare gli amministratori verso un'ottica *long-terminista* cercando di bilanciare il compito di perseguire l'interesse dei soci con la tutela degli interessi di diversi *stakeholders*.

Nello specifico i doveri fiduciari degli amministratori nel Regno Unito sono regolati dalle *section 171-177* del Companies Act.

Le norme che incidono maggiormente sul dovere degli amministratori di adottare strategie sostenibili nel lungo periodo sono le *section 171* e *172*.

La *section 171* prescrive agli amministratori di rispettare il vincolo di mandato e di conseguenza le disposizioni statutarie, le decisioni assembleari e quanto stabilito dall'atto costitutivo¹⁹⁴.

La *section 172* rende più specifico il principio generale, comune anche ad ordinamenti, secondo il quale gli amministratori debbano agire in buona fede nell'interesse dell'impresa, stabilendo che essi debbano adottare la strategia aziendale che ritengono sia più adeguata a promuovere il successo della società nel lungo periodo, tenendo in considerazione la necessità di sviluppare i rapporti commerciali dell'impresa con fornitori, clienti e altri *stakeholders* e considerando l'impatto delle operazioni della società sulle comunità e sull'ambiente¹⁹⁵.

La disposizione richiede agli amministratori di acquisire consapevolezza delle possibili esternalità negative dell'attività di impresa sugli *stakeholders* (e quindi sull'intera collettività) in modo da poterle tenere in considerazione lungo il processo decisionale, nel contesto più ampio della definizione delle strategie imprenditoriali.

Pertanto, ove gli amministratori negligessero attenzione adeguata agli interessi degli *stakeholder* e da ciò conseguisse un danno all'impresa (in termini di una perdita di fiducia dei consumatori, cattiva pubblicità, azioni giudiziarie, ecc.), nei confronti degli stessi

¹⁹⁴ La *sec. 171* del Companies Act prescrive un "*duty to act within power*"

¹⁹⁵ Companies Act, Sec. 172 - "(1) A director of a company must act in the way he considers, in good faith, would be most likely to promote the success of the company for the benefit of its members as a whole, and in doing so have regard (amongst other matters) to (a) the likely consequences of any decision in the long term, (b) the interests of the company's employees, (c) the need to foster the company's business relationships with suppliers, customers and others, (d) the impact of the company's operations on the community and the environment, (e) the desirability of the company maintaining a reputation for high standards of business conduct, and (f) the need to act fairly as between members of the company.

(2) Where or to the extent that the purposes of the company consist of or include purposes other than the benefit of its members, subsection (1) has effect as if the reference to promoting the success of the company for the benefit of its members were to achieve those purposes. ;(3) The duty imposed by this section has effect subject to any enactment or rule of law requiring directors, in certain circumstances, to consider or act in the interests of creditors of the company."

potrebbe essere promossa un'azione di responsabilità¹⁹⁶.

Il legislatore ha, inoltre, cercato di rendere maggiormente efficace l'adozione di strategie sostenibili e *long-terministe* nelle imprese britanniche prevedendo, con la *section 417*, l'obbligo di rendicontazione da parte degli amministratori delle azioni adottate per adempiere ai doveri fiduciari di cui innanzi. Tale rendiconto era denominato *business review* e, successivamente, *strategic report*.

La riforma era stata accolta come rivoluzionaria al momento della sua introduzione, poiché primo vero riconoscimento nel diritto societario di uno stato europeo dell'importanza della tutela degli interessi degli *stakeholders* per il successo di lunga durata di un'impresa

Tuttavia, alcuni commentatori dubitano che la riforma abbia avuto un impatto concreto sui comportamenti degli amministratori.

Secondo alcuni commentatori la *section 172* non pone vincoli sufficientemente stringenti alla discrezionalità degli amministratori nella considerazione degli interessi degli *stakeholders* nella gestione d'impresa, eppertanto presenta ampie "zone d'ombra" consentendo la facile elusione dei proposti doveri fiduciari¹⁹⁷.

La tutela degli *stakeholders* elencati dalla norma e l'adozione di strategie di lungo periodo sembrano essere postergate rispetto alla promozione degli interessi (egoistici) dei soci¹⁹⁸.

Inoltre, il rapporto di *agency* che lega gli amministratori ai soci potrebbe alleggerire la pressione morale verso l'adozione di politiche maggiormente orientate verso la tutela effettiva degli interessi degli *stakeholders*¹⁹⁹.

In particolare, la presenza di incentivi retributivi esclusivamente legati all'incremento dello *shareholders's value* potrebbe del tutto affrancare l'amministratore da ogni valutazione etica.

A questo si aggiunge l'assenza di adeguati strumenti di *enforcement*²⁰⁰, affidato

¹⁹⁶ S. BRUNO, *the "enlightened shareholder value" in UK companies ten years later: what the European Directive n. 2014/95/EC can do*, (2015), Volume in Memoria di Claude Ducouloux-Favard, *Il Diritto Comparato nel XXI secolo. Scienza, Arte e Passione Civile*, Bruylant, Larcier, Minerva Bancaria., a p.5.

¹⁹⁷ F. DENOZZA, *Due concetti di Stakeholderism*, (2022), op. cit., a p 81

¹⁹⁸ A. KEAY, *The Enlightened Shareholder Value Principle and Corporate Governance*, (2012), 1st ed. Routledge, a p.90.

¹⁹⁹ F. DENOZZA, *Due concetti di Stakeholderism*, (2022), op. cit., a p 82

²⁰⁰ I *remedy* esperibili ai sensi della *common law* sono: la *rescission*, l'*equitable compensation* e l'*accounting for profit*. La *rescission* consiste nell'annullamento di un'operazione conclusa in violazione dei doveri fiduciari. Dopo la rimozione del contratto le parti sono obbligate a restituire quanto trasferito

sostanzialmente alle (assai eventuali) azioni di responsabilità nei confronti degli amministratori.

Azioni assai improbabili vuoi per la ristretta cerchia dei soggetti legittimati a promuoverle, vuoi per la sussistenza di stringenti presupposti tra cui, spicca, la necessità di un danno patrimoniale e misurabile alla società ovvero ai soci²⁰¹.

Nel diritto inglese i soggetti legittimati a promuovere azioni nel caso in cui gli amministratori violino i propri doveri fiduciari sono gli stessi amministratori, ovvero i soci²⁰².

Agli *stakeholders* è, invece, preclusa ogni possibilità di azione avverso gli amministratori per la violazione dei loro doveri fiduciari.

Sul piano empirico, inoltre, le decisioni degli amministratori esecutivi sono infatti spesso prese in accordo con l'intero consiglio e, comunque, un'azione di responsabilità potrebbe danneggiare la società, influenzandone il valore di mercato²⁰³. Di qui il disincentivo verso azioni giudiziali.

Mentre i soci assai difficilmente, e se non nei casi più eclatanti, si determineranno a promuovere una *derivative action*, anche a ragione degli elevati costi del giudizio e della rilevante alea ad esso connessa²⁰⁴.

Infatti, l'ampia discrezionalità di cui gli amministratori godono nella gestione unita ai limiti posti al giudice nel (ri)valutare la condotta degli amministratori imposti dalla regola della *business judgement rule* (B.J.R.) rendono diabolica la prova dell'illecito gestionale da omessa ponderazione degli interessi degli *stakeholders* o da *short termism* (a meno

con la transazione. Nel caso in cui con la transazione siano stati acquisiti diritti da terzi, l'annullamento contrattuale richiede la prova che il terzo fosse consapevole della *breach of duty*.

L'*equitable compensation*, o ossia il risarcimento danni, richiede che sia possibile dimostrare un nesso di causalità tra la violazione dei doveri fiduciari e la lesione riportata dalla società.

Infine, l'*accounting for profit* prevede l'obbligo per l'amministratore di rendere alla società qualsiasi profitto personale a lui derivato dalla violazione dei doveri fiduciari.

²⁰¹ È raro che i soggetti legittimati ad agire giudizialmente contestino agli amministratori una violazione dei propri doveri fiduciari, v. P. DAVIES, *Gower and Davies' principles of modern Company Law*, (2003), 7^a ed., London, 2003, a p.580

²⁰² Il consiglio di amministrazione ha il diritto di promuovere un'azione in responsabilità o uno o più amministratori per violazione di un dovere fiduciario, mentre, i soci hanno la possibilità di far valere la violazione di un dovere fiduciario da parte degli amministratori attraverso una *derivative action*, ovvero una richiesta di risarcimento avanzata da un socio per conto della società in conseguenza di una perdita effettiva o potenziale causata dall'azione o dall'inazione di un amministratore.- A. KEAY, *The Enlightened Shareholder Value Principle and Corporate Governance*, (2012), op.cit., a pag. 139.

²⁰³ Ibid., a p. 137

²⁰⁴ Ibid.

che non sia evidente che gli amministratori abbiano agito in malafede)²⁰⁵.

Manca, peraltro, finanche una definizione normativa di cosa si debba intendere per *short o long terminism*²⁰⁶.

La definizione di ciò che costituisce il "lungo termine" per un'impresa può dipendere da criteri elaborati dalle scienze aziendalistiche e in quanto tali metagiuridici, tra cui le dimensioni dell'azienda, le condizioni economiche e la natura del mercato di riferimento²⁰⁷.

Di conseguenza per alcune società, valutazioni riguardanti l'esercizio successivo potrebbero considerarsi di lungo termine, mentre per le grandi istituzioni finanziarie il lungo termine comprende plurimi esercizi sociali²⁰⁸.

Inoltre, le Corti UK rifuggono, in ossequio alla B.J.R., da valutazioni postume dell'operato degli amministratori.

La regola della B.J.R. ha origini, del resto, nel diritto inglese antichissime e può essere rintracciata in un precedente addirittura del 1742 quando una corte inglese *nel caso Charitable Corp v Sutton*²⁰⁹ ha suggerito per la prima volta che gli amministratori non dovrebbero essere ritenuti responsabili per le decisioni prese in buona fede nell'interesse della società, anche se tali decisioni dovessero produrre un danno a quest'ultima.

In tale fondamentale arresto il *Lord Chancellor* affermava, per la prima volta, che gli amministratori "possono essere colpevoli di atti di commissione o di omissione, di cattiva amministrazione o di non amministrazione", ma quando "gli atti sono eseguiti nell'ambito dei poteri loro conferiti... anche se poi produttivi di conseguenze negative, è molto difficile stabilire che si tratti di violazioni di un dovere fiduciario".

Insomma, secondo la Corte sarebbe ingiusto "dopo che un danno è stato determinato dalla condotta degli amministratori, affermare che essi avessero previsto nel momento in cui assumevano le proprie decisioni ciò che sarebbe poi accaduto, e quindi fossero colpevoli per violazione dei loro doveri fiduciari".

La B.J.R. è divenuta poi un principio consolidato del diritto societario inglese, anche

²⁰⁵Ibid., a p. 389.

²⁰⁶ E. ELHAUGE, *Sacrificing Corporate Profits in the Public Interest*, (2005), *New York University Law Review*, Vol. 80, 733. A p. 756.

²⁰⁷ A. KEAY, *The Enlightened Shareholder Value Principle and Corporate Governance*, (2012), op.cit., pag. 243

²⁰⁸ Ibid.

²⁰⁹ 2 Atk 400, 26 Eng Rep 642 (1742)

se di recente la *sostenibilità* sembra essersi scavata una nicchia nel novero dei doveri fiduciari cui sono tenuti gli amministratori delle società inglesi²¹⁰.

2.2 La regolamentazione dell'informazione non finanziaria

Nonostante i limiti della riforma dei doveri fiduciari, in tempi recenti si assiste a un incremento nell'adozione di politiche sostenibili da parte delle imprese britanniche, probabilmente sintomo di un cambiamento culturale nell'importanza che soci e investitori attribuiscono alla tutela degli *stakeholder*, e ciò principalmente a ragione della rilevanza di tali politiche dal punto di vista economico e finanziario di cui si è dato conto nel primo capitolo.

Non a caso tra le informazioni non finanziarie obbligatoriamente o volontariamente rese al mercato ampia rilevanza assumono le azioni adottate nel campo della sostenibilità e della tutela degli interessi degli *stakeholders*.

La riforma del Companies Act del 2006 aveva inizialmente introdotto degli obblighi di trasparenza non finanziaria nel diritto societario britannico con la *section 417*.

La riforma dei requisiti di rendicontazione non finanziaria aveva lo scopo di consentire ai soci di accedere a informazioni chiare e significative sull'adempimento dei doveri

²¹⁰ Ibid., pag. 137.

Sono state pochi i casi giurisprudenziali che hanno riguardato l'applicazione della sec. 172 del Companies Act. Tra quelli maggiormente significative è opportuno citare *The Queen on the application of People and Planet vs. HM Treasury* (2009). Il caso vedeva coinvolti *People and Planet*, la più grande organizzazione studentesca per difesa diritti umani, ambiente, fame nel mondo e *HM Treasury* e riguardava la gestione di quest'ultimo della partecipazione in *Royal Bank of Scotland* (70% tramite UK Financial Investment Ltd). L'attore contestava che RBS svolgesse attività che non rispettavano l'esigenza di proteggere l'ambiente o i diritti umani in maniera superiore alle altre banche.

HM Treasury si difendeva dicendo che la ricapitalizzazione di RBS era stata decisa per gestire la società in maniera profittevole per i contribuenti britannici, cioè secondo un approccio commerciale.

Il caso fu deciso a favore di *HM Treasury*, la High Court of Justice rigettò la domanda di *People and Planet* e decise che le considerazioni sociali ed ambientali possono essere prese in considerazione dagli amministratori di RBS solo nel contesto degli obblighi loro imposti dalla Sez. 172 CA 2006.

Per questa ragione qualora gli amministratori di RBS cercassero di perseguire gli obiettivi ambientali e sociali, al di là di ciò che consente la Sez. 172, violerebbero la Sezione stessa e si esporrebbero ad un'azione di responsabilità da parte degli azionisti di minoranza se il perseguimento di quelle politiche comportasse un danno al patrimonio sociale.

Il caso evidenzia la portata limitata della Sez. 172 rispetto alla tutela degli interessi degli *stakeholders*.

Questi possono essere presi in considerazione dagli amministratori fin tanto che essi contribuiscono all'aumento di valore della società e delle sue azioni. - Un'analisi più approfondita del caso è stata svolta da S. BRUNO in S. BRUNO, *the "enlightened shareholder value" in UK companies ten years later: what the European Directive n. 2014/95/EC can do*, (2015), Volume in Memoria di Claude Ducouloux-Favard, Il Diritto Comparato nel XXI secolo. Scienza, Arte e Passione Civile, Bruylant, Larcier, Minerva Bancaria.

fiduciari da parte degli amministratori esecutivi ai sensi della *section* 172.

Inoltre, la maggiore trasparenza, secondo il legislatore, avrebbe potuto rafforzare l'*engagement* dei soci in una maggiore *voice* all'interno degli organi sociali, promuovendo un dialogo costruttivo con il *management* della società²¹¹.

Inizialmente, la *section* 417 era obbligatoria per le imprese di grandi dimensioni e richiedeva la presentazione di una "*business review*" all'interno del "*directors' report*"²¹².

La *business review* conteneva una relazione sull'operato degli amministratori durante l'esercizio trascorso, dichiarazioni programmatiche rispetto all'esercizio successivo, e un commento sui rischi e sulle prestazioni significative della società.

In particolare, la relazione era composta da: un'analisi corretta sulle attività societarie; una esposizione delle primarie incertezze e rischi che la società deve affrontare; i più probabili fattori e gli elementi primari che possono incidere positivamente sullo sviluppo, il rendimento e la posizione futuri dell'attività della società; informazioni sull'impatto dell'attività della società sull'ambiente, sui dipendenti della società, e una valutazione dell'efficacia delle politiche sociali implementate dalla società²¹³.

Tali informazioni dovevano essere parametrare attraverso indicatori di performance capaci di misurare efficacemente lo sviluppo e l'efficacia dell'attività della società.

Nelle intenzioni del legislatore, l'obbligo, previsto dalla *sec.* 417, di includere nella *business review* una descrizione dei principali rischi dell'attività di impresa, avrebbe reso gli amministratori più attenti ai rischi e li avrebbe indotti a evitare alcuni degli errori del passato²¹⁴.

Tuttavia, la vaghezza degli obblighi di trasparenza previsti dalla norma rendeva la maggior parte delle *business reviews* insufficienti a rendere chiari ai soci i rischi connessi

²¹¹ Ibid., pag. 156.

²¹² Il *director' report* contiene inoltre: i nomi delle persone che, in qualsiasi momento dell'esercizio, sono state amministratori della società; dettagli delle donazioni o delle spese politiche qualora l'aggregato superi le 2.000 sterline (SI 2008/409, Sch. 5, par. 2, SI 2008/410, Sch. 7, par. 3); nel caso in cui il numero medio settimanale di dipendenti con sede nel Regno Unito sia superiore a 250, una dichiarazione che descriva la politica dell'azienda in materia di assunzione, impiego e formazione continua, sviluppo della carriera e promozione di persone disabili (SI 2008/409, Sch. 5, par. 5, SI 2008/410, Sch. 7, par. 10); ed eventuali indennità elargite a terzi qualificati (CA 2006, s. 236).

²¹³ Si applica alle imprese che hanno un turn over superiore ai 10 milioni di sterline, un totale di bilancio superiore ai 5 milioni e più di 50 dipendenti. – Sec.382, Companies Act 2006

²¹⁴ A. KEAY, *The Enlightened Shareholder Value Principle and Corporate Governance*, (2012), op.cit., a p. 176.

a strategie aziendali eccessivamente *short-terministe*²¹⁵.

Molti soci continuavano a misurare il successo di una società in base alla sua capacità di incrementare i propri profitti nel breve termine, leggendo l'assenza di risultati immediati e tangibili come un segno di inadeguatezza del *management*²¹⁶.

Di conseguenza, molti consigli di amministrazione continuavano a adottare strategie poco sostenibili nel lungo periodo, perdipiù mostrando reticenza nella diffusione di dati o informazioni che avrebbero potuto meglio orientare i soci e i lettori del bilancio sulla correttezza delle strategie di periodo adottate.

L'Accounting Standards Board, in "*A Review of Narrative Reporting by UK Listed Companies*", dopo un attento esame dell'applicazione della normativa in un ampio campione di società britanniche, concludeva che la maggior parte delle società tendeva a fornire troppe informazioni sui rischi generici e pochi dettagli sulle minacce specifiche²¹⁷.

In mancanza di linee guida e requisiti specifici, l'amministrazione societaria, timorosa di perdere il consenso degli *shareholders*, non forniva sufficienti dettagli sulla *business review*²¹⁸.

Conclusioni simili emergevano anche dalle interviste agli amministratori di grandi società britanniche condotte da Olajo Aiyegbayo e Charlotte Villiers²¹⁹.

Gli amministratori dei principali investitori istituzionali dichiaravano di essere preoccupati nel fornire dichiarazioni sugli effetti futuri delle strategie aziendali, temendo che potessero portare a richieste di risarcimento finanziario o danni alla reputazione²²⁰.

Di conseguenza fornivano relazioni molto dettagliate, volte più a evitare eventuali responsabilità che a informare accuratamente i soci²²¹.

In seguito a tali rilievi e all'evoluzione della disciplina dell'Unione Europea in materia di informazione non finanziaria il legislatore britannico integrava e rendeva più specifici

²¹⁵ Ibid., a p. 175.

²¹⁶ Ibid., a p.250

²¹⁷ Accounting Standard Board, *A review of Narrative Reporting by UK listed Companies*, (2010), a pag. 6, disponibile all'indirizzo: <<https://www.iasplus.com/en/binary/uk/0910narrativereporting.pdf>>

²¹⁸ Accounting Standard Board, *A review of Narrative Reporting by UK listed Companies*, (2010), op.cit., pag. 9.

²¹⁹ Le interviste sono raccolte in O. AIYEGBAYO, C. VILLIERS, *The enhanced business review*, (2011), *Journal of business law*, Vol. 7.

²²⁰ Ibid, a pag. 720.

²²¹ Ibid.

i relativi obblighi, sostituendo la *business Review* con la *strategic review*²²².

Così sono stati introdotti obblighi di trasparenza più specifici, in conformità con il *Companies Reporting Regulations 2018* e con la direttiva dell'Unione Europea sull'informativa non finanziaria.

La riforma richiede ora alle grandi imprese di fornire maggiori informazioni su ambiente, dipendenti, questioni sociali, tutela dei diritti umani, contrasto della corruzione e della concussione²²³.

In base alla riforma del 2013, tutte le società quotate con meno di 500 dipendenti sono tenute a comunicare il consumo di energia e le emissioni di gas a effetto serra, nonché le informazioni ambientali relative all'attività di impresa già previste dalla *business review*.

Il Regolamento 2018 impone ulteriori obblighi di comunicazione rispetto alle emissioni di gas serra delle grandi società non quotate e delle grandi società in accomandita per azioni (LLP)²²⁴.

Se l'utilizzo dell'energia e le emissioni di carbonio sono di importanza strategica per l'azienda, l'informativa può essere inclusa nella *strategic review* anziché nel *director's report*.

Le *section 414C, 414CA, 414CB* del *Companies Act* del 2006 mirano a rafforzare il legame tra *strategic report* e le questioni che gli amministratori devono prendere in considerazione ai sensi della *Sec. 172*.

La *Financial Reporting Authority* ha inoltre fornito una guida su come le società debbano esporre le azioni adottate nell'interesse dell'ampio pubblico degli *stakeholders*, in modo da consentire agli azionisti un più analitico esame dell'operato degli amministratori in tale ambito²²⁵.

In merito agli obblighi di *compliance* con i doveri di informazione finanziaria e non finanziaria le *section 441 e 447* del *Companies Act 2006* stabiliscono che gli amministratori delle società quotate debbano depositare obbligatoriamente al termine di

²²² *Companies Act 2006, Sec. 414 A, Sec. 414 C.*

²²³ K. CHALACZKIEWICZ-LADNA, I. ESSER, I. MACNEIL, *Engaging Stakeholders in Corporate Decision-Making through Strategic Reporting: An Empirical Study of FTSE 100 Companies*, (2018), *European Business Law Review*, Vol 29 Issue 5, 729, a p.730, disponibile all'indirizzo: <https://kluwerlawonline.com/journalarticle/European+Business+Law+Review /29.5/E ULR2018028>

²²⁴ Le grandi società non quotate o le LLP qualificate ai sensi del 2018 devono soddisfare due o più dei seguenti requisiti: fatturato pari o superiore a 36 milioni di GBP; bilancio totale pari o superiore a 18 milioni di GBP; numero di dipendenti pari o superiore a 250.

²²⁵ Si tratta della *Guidance on Strategic Report* - Financial Reporting Council, *Guidance on Strategic Report*, (2022), disponibile all'indirizzo: https://www.frc.org.uk/getattachment/343656e8-d9f5-4dc3-aa8e-97507bb4f2ee/Strategic-Report-Guidance_2022.pdf

ogni esercizio le relazioni relative al proprio operato (compresa la *strategic review*) presso l'ufficio competente a tenere il registro dei conti della società (*the registrar for each financial year*).

Se una società non rispetta quanto previsto dalla *section 441* e dalla *section 447*, il tribunale può emettere un'ordinanza con cui impone agli amministratori di porre rimedio all'inadempienza.

Inoltre, qualora la società non riesca a depositare un bilancio conforme a quanto previsto dalla legge (e quindi comprensivo di tutti i prescritti allegati) alla Companies House entro la data prevista dalla legge non solo può essere sanzionata, ma anche gli amministratori della medesima società possono essere perseguiti penalmente²²⁶.

Dal gennaio del 2021, in seguito alla Brexit, le regole di diritto societario dell'Unione Europea cessano di essere applicate direttamente nel Regno Unito.

Per il momento le regole relative all'informazione finanziaria che facevano riferimento al diritto dell'Unione sono state in parte ricopiate all'interno del diritto nazionale.

L'evoluzione successiva della regolamentazione dell'informazione non finanziaria nel Regno Unito è ancora incerta.

Il *Financial Reporting Council* sta attraversando una fase di transizione per creare un'Autorità di Audit, Reporting e Governance (ARGA) più forte.

La Brydon Review del 2019, un rapporto indipendente che ha valutato la qualità e l'efficacia della revisione contabile nel Regno Unito, ha raccomandato la redazione di una dichiarazione non finanziaria per gli enti di interesse pubblico in cui gli amministratori illustrino come considerano le responsabilità ambientali dell'impresa, come l'impresa ha adempiuto ai propri obblighi e le azioni che ha intrapreso per mitigare le esternalità negative.

Tuttavia, le riflessioni su questo tema sono ancora in una fase embrionale e non è certo che la FRC manterrà l'obbligo del dovere di rendicontazione non finanziaria per le imprese di interesse pubblico.

2.3 Le norme che regolano la remunerazione degli amministratori

Il Regno Unito è stato uno dei primi stati a considerare la regolamentazione adeguata

²²⁶ Ai sensi delle *section 451;452;453* del Companies Act 2006

delle politiche retributive degli amministratori come uno strumento essenziale per vincolarli maggiormente alla realizzazione dell'interesse sociale e incentivare il loro impegno per la sostenibilità finanziaria, sociale ed ambientale delle imprese che amministrano.

A partire dagli anni Novanta una serie di casi di cattiva gestione d'impresa di alto profilo hanno messo in luce le lacune normative in materia di rendicontazione finanziaria e di responsabilità degli amministratori²²⁷.

Per rispondere alle preoccupazioni del pubblico, il legislatore, istituì il “*Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*”²²⁸.

La Commissione nel 1992 pubblicò il *Cadbury Report*, che prevedeva alcune raccomandazioni per migliorare la *corporate governance* nelle società del Regno Unito.

Esso conteneva una bozza del “*Code of Best Practices*”, una serie di raccomandazioni rivolte alle società quotate britanniche da applicare secondo un principio di “*comply or explain*”.

Il Codice raccomandava maggiore trasparenza rispetto alla retribuzione degli amministratori con una rendicontazione separata della quota fissa e della quota variabile legata alla *performance*; un'opportuna spiegazione degli indici utilizzati per misurare la performance; l'istituzione di un *remuneration committee* composto prevalentemente o esclusivamente da amministratori non esecutivi; un voto triennale dei soci sui contratti degli amministratori²²⁹.

Nel 1995 per rispondere alle preoccupazioni degli azionisti rispetto ai livelli retributivi sempre più elevati degli amministratori, la *Confederation of British Industry* ha redatto un nuovo report, intitolato *Greenbury Report*.

Esso raccomandava che le *remuneration committees* fossero composte

²²⁷ Tra i casi più rilevanti di quel periodo è opportuno citare lo scandalo del gruppo di arredamento Coloroll in cui l'amministratore John Ashcroft, ha abusato del suo controllo su un fondo pensionistico aziendale per gonfiare i suoi benefici pensionistici a spese dei colleghi amministratori. Rispetto allo scandalo Coloroll maggiori informazioni sono disponibili all' indirizzo: <https://www.independent.co.uk/news/uk/pension-scandal-coloroll-chief-ordered-to-compensate-excolleagues-ombudsman-rules-former-company-chairman-abused-his-position-1368330.html>

Rilevante anche lo scandalo dell'azienda tessile FTSE-100 Polly Peck International in cui l'ex magnate Asil Nadir colpevole di aver sottratto milioni di sterline alle sue stesse società. Più informazioni al riguardo sono reperibili all' indirizzo: <https://www.bbc.com/news/uk-19161940>

²²⁸ Financial Reporting Council, *History of the Uk Corporate Governance Code*, reperibile all'indirizzo: <https://www.frc.org.uk/directors/corporate-governance-and-stewardship/history-of-the-uk-corporate-governance-code>

²²⁹ Financial Reporting Council, *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, (1992), paras 3.1, 4.40-46, *draft Code* para 3

prevalentemente da amministratori indipendenti e competenti in materia retributiva e che i rendiconti sulle remunerazioni contenessero informazioni più dettagliate rispetto alla retribuzione di ogni singolo amministratore nonchè le motivazioni su cui erano fondate le decisioni relative alle politiche retributive degli amministratori²³⁰.

Su spinta del *Greenbury Report*, lo stesso anno, il Financial Reporting Council istituiva il *Committee on Corporate Governance* per redigere un nuovo report che rivedesse e integrasse in maniera organica le raccomandazioni dei precedenti.

Il lavoro della Commissione portò alla redazione del *Hempel Report* e successivamente alla pubblicazione del *Combined Code of Corporate Governance* del 1998²³¹.

Il Codice stabiliva, in primo luogo, che le retribuzioni degli amministratori dovessero essere decise secondo un principio di ragionevolezza.

Le politiche di remunerazione degli amministratori avrebbero dovuto essere sufficienti ad attrarre e trattenere gli amministratori più competenti nel gestire con successo la società ed essere strutturate in modo da ricompensarne la buona performance rispetto agli obiettivi dell'impresa²³².

In secondo luogo, prevedeva norme volte a tutelare l'imparzialità degli organi chiamati a decidere le retribuzioni degli amministratori.

Esso prevedeva che le società dovessero stabilire una procedura formale e trasparente per lo sviluppo della politica di remunerazione degli amministratori esecutivi e per decidere i piani retributivi di ogni amministratore e che nessun amministratore fosse coinvolto nelle decisioni riguardanti la propria remunerazione²³³.

Infine, conteneva norme a tutela della trasparenza delle politiche retributive, prevedendo che la relazione annuale della società contenesse un resoconto della politica retributiva e i dettagli sulla retribuzione di ciascun amministratore²³⁴.

Il *Combined Code*, come i precedenti *report*, si applicava secondo un principio di "comply or explain".

²³⁰ Financial Reporting Council, *Directors' Remuneration: Report of a Study Group chaired by Sir Richard Greenbury*, (1995), paras 1.13 - 1.16

²³¹ Committee on Corporate Governance, *Final report*, (1998), disponibile presso: http://www.ecgi.org/codes/documents/hempel_index.htm

²³² Combined Code, 1998, Section 1, para. B, co.1

²³³ Combined Code, 1998, Section 1, para. B, co.2

²³⁴ Combined Code, 1998, Section 1, para. B, co.3

Il Codice, probabilmente a causa della natura non vincolante delle sue regole, non è stato applicato da un ampio numero di società quotate del Regno Unito.

I dati delle società del FTSE 350 mostravano che meno del 5% di esse avesse sottoposto al voto degli azionisti i piani retributivi ed era predominante una tendenza generale a premiare con alte retribuzioni gli amministratori indipendentemente dalla loro *performance*²³⁵.

Nel 2002 quindi il legislatore britannico decideva di regolare in maniera più dettagliata le politiche retributive e integrare lo *UK Companies Act 1985* con la *Directors' Remuneration Report Regulations*.

La nuova normativa introduceva l'obbligo per le società quotate britanniche di prevedere un voto consultivo degli azionisti sulle politiche retributive degli amministratori.

Essa prevedeva che le società fossero tenute a pubblicare una relazione sulla remunerazione degli amministratori nell'ambito del loro ciclo di rendicontazione annuale che contenesse non solo dettagli sui pacchetti retributivi dei singoli amministratori, ma anche la dichiarazione previsionale della società sulla politica retributiva e il ruolo del consiglio di amministrazione e del comitato per le remunerazioni in questo ambito.

La relazione poi doveva essere sottoposta a un voto non vincolante (o consultivo) degli azionisti in occasione dell'assemblea generale annuale della società quotata²³⁶.

La nuova norma ha avuto due effetti principali: in primo luogo, è aumentata la comunicazione tra le imprese e gli azionisti "di riferimento", in particolare con i principali investitori istituzionali e con gli intermediari finanziari; in secondo luogo, ha contribuito alla diffusione di linee guida rispetto all'adozione di politiche retributive adeguate a incentivare la realizzazione del *business purpose* e il successo di lungo periodo dell'impresa²³⁷.

Successivamente nel 2013 *l'Enterprise and Regulation Reform Act 2013* ha disciplinato il voto vincolante degli azionisti sulle retribuzioni²³⁸.

²³⁵ Cfr. Department of Trade and Industry & Pricewaterhouse Coopers (PwC), *Monitoring of Corporate Aspects of Directors' Remuneration*, (1999)

²³⁶ W. ALISSA, *Board's Response to Shareholders' Dissatisfaction: The case of shareholder's says on pay in the UK*, (2015) *European Accounting Review*, Vol.24 n.4, 727, p.730

²³⁷ M. CONYON, J. CORE & W. GUAY, *Are U.S. CEOs Paid More Than U.K. CEOs? Inferences from Risk-Adjusted Pay*, (2011) *The Review of Financial Studies* Vol.24, n.2, 402, p.429

²³⁸ UK Government Legislation, *Enterprise and Regulation Reform Act 2013*, disponibile presso: <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2013/24/contents>

Questa legge di riforma avrebbe dovuto rilanciare l'economia e aumentare la competitività e la fiducia nelle imprese del Regno Unito²³⁹

Le *section 79-82 dell'Enterprise and Regulation Reform Act* apportano importanti modifiche principalmente alle *section 226, 421, 422 e 439 del Companies Act 2006*, al fine di regolamentare la retribuzione degli amministratori esecutivi e la relativa rendicontazione²⁴⁰.

In occasione dell'assemblea generale, i soci delle società quotate hanno la possibilità di votare sulle relazioni concernenti la remunerazione degli amministratori esecutivi, in maniera proporzionale al numero di azioni che detengono²⁴¹.

La riforma ha inoltre innovato il contenuto della relazione sulla remunerazione che deve includere tre elementi principali: una dichiarazione del presidente del comitato per le remunerazioni, la politica retributiva per gli anni successivi (che deve essere rinnovata almeno ogni tre anni), e una relazione su come la politica retributiva sia stata attuata nell'esercizio finanziario precedente²⁴².

Deve essere, inoltre, presente una tabella della politica retributiva che illustri gli elementi chiave della remunerazione degli amministratori e le informazioni relative a ciascun elemento sotto le seguenti voci: scopo; funzionamento; il massimo valore potenziale; metriche di *performance* e infine le modifiche alla politica²⁴³.

Inoltre, ogni volta che un amministratore esecutivo lasci la società, il consiglio di amministrazione deve pubblicare una dichiarazione in cui si dichiarano i pagamenti che questo amministratore ha ricevuto e/o riceverà in futuro²⁴⁴.

La mancata approvazione del piano retributiva riserva alla società tre opzioni: la prima è quella di continuare ad applicare l'ultima politica approvata dagli azionisti; la seconda

²³⁹ HANSARD, *House of Common debate regarding Enterprise and Regulatory Reform Bill*, disponibile presso: <https://hansard.parliament.uk/Commons/2012-10-17/debates/12101758000002/EnterpriseAndRegulatoryReformBill>

²⁴⁰ Enterprise and Regulating Reform Act 2013, c. 24, Part 6, Payments to directors of quoted companies, consultabile presso: <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2013/24/part/6/crossheading/payments-to-directors-of-quoted-companies/enacted>

²⁴¹ Companies Act 2006, *section 284*.

²⁴² Department for Business, Energy & Industrial Strategy, *Directors' Remuneration Reforms - Frequently asked questions*, (2013), a p.4, disponibile presso: https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/158048/13-727-directors-remuneration-reforms-faq.pdf

²⁴³ Companies Act 2006, *section 439A c.7, c.8; section 226A*

²⁴⁴ Ibid

è quella di implementare l'ultima politica, avviandone al contempo una revisione da sottoporre al voto assembleare; la terza è di convocare l'assemblea generale per l'approvazione di una nuova politica retributiva²⁴⁵.

L'ultima riforma in materia di remunerazione è avvenuta nel 2019 con il “*Companies (Directors' Remuneration Policy and Directors' Remuneration Report) Regulations 2019*”. La norma recepisce gli articoli 9a e 9b della Direttiva 2017/828/CE, rafforzando i diritti dei soci in tema di trasparenza delle politiche retributive.

La nuova norma prevede un dovere di *reporting* più dettagliato rispetto al “*vesting period*” in materia di esercizio del diritto di opzione, o qualsiasi ulteriore periodo in cui agli amministratori sia vietato vendere azioni; maggiori informazioni rispetto al processo decisionale relativo alle politiche retributive, ponendo particolare attenzione rispetto alle modifiche più considerevoli relative alla precedente struttura della remunerazione; la specificazione, nel sito internet della società del risultato della votazione dei soci, prevedendosi – nel caso in cui la delibera non sia stata approvata – l’obbligo di sottoporre entro un anno dalla votazione una nuova e revisionata proposta alla approvazione dei soci.

Rispetto al contenuto della relazione sulla remunerazione il governo non ha emanato linee guida vincolanti che impongano alle imprese di prediligere incentivi di lungo termine e legati alla sostenibilità.

2.3.1 La retribuzione sostenibile nel Codice di Corporate Governance

Nel 2010, dopo la grande crisi, il *Financial Reporting Council* ha riformato il *Combined Code of Corporate Governance* includendovi ulteriori principi per incentivare le imprese a perseguire obiettivi sostenibili e di lungo periodo.

Il Codice, oggi sotto il nome di *UK Corporate Governance Code*, continua ad applicarsi secondo un principio “*comply or explain*”, ed è stato oggetto di diverse riforme di cui l’ultima nel 2018.

La complessa e ampia revisione del Codice effettuata dal *Financial Reporting Council* nel 2018 ha tenuto conto dell'interesse pubblico a incentivare il *management* a perseguire strategie aziendali sostenibili a lungo termine²⁴⁶.

A tal fine, il nuovo *Corporate Governance Code* ha aumentato i doveri del consiglio di amministrazione di attuare strategie di impresa coerenti con il *business purpose*

²⁴⁵ Companies Act 2006, *section* 439A co. 2-6.

²⁴⁶ UK Corporate Governance Code 2018, a p.1.

indicato dai soci, con particolare enfasi sulle prospettive di sostenibilità a lungo termine della società, chiamata a garantire la creazione di valore per i soci e incrementare il benessere di tutti gli *stakeholders*.

In particolare, il Codice sottolinea l'importanza di allineare la remunerazione dei dirigenti allo scopo e ai valori dell'impresa²⁴⁷.

L'idea alla base delle raccomandazioni sulla remunerazione è che collegare la retribuzione degli amministratori a obiettivi legati al successo sostenibile a lungo termine della società incentiverebbe l'interesse degli amministratori a perseguire la crescita sostenibile a lungo termine dell'impresa stessa.

Dei cambiamenti nella struttura degli incentivi degli attori chiave possono rendere più attraente il loro coinvolgimento, limitare la possibilità di pressioni a breve termine, e in generale, rafforzare la stabilità aziendale dal punto di vista della valutazione e della gestione del rischio²⁴⁸.

Il Codice di autodisciplina definisce come pilastri centrali per delineare e attuare politiche retributive degli amministratori in linea con la crescita sostenibile delle società: l'indipendenza del comitato per le remunerazioni; la trasparenza delle politiche adottate nei confronti degli azionisti e piani retributivi che prevedono il pagamento differito dei bonus in azioni.

Per limitare i conflitti di interesse tra i membri del comitato e gli amministratori esecutivi, il Codice suggerisce che il comitato sia composto da almeno tre o, nel caso di società più piccole, da due amministratori non esecutivi indipendenti e debba stabilire sistemi di remunerazione chiari, semplici e proporzionati agli obiettivi della società, tenendo conto dei rischi di una remunerazione eccessiva²⁴⁹.

In secondo luogo, il Codice di autodisciplina sottolinea l'importanza della trasparenza delle politiche retributive nei confronti degli azionisti e del pubblico in generale.

Il Codice stabilisce che il comitato deve redigere una relazione annuale dettagliata che includa spiegazioni esaurienti sulle strategie retributive adottate e indicatori numerici che valutino il loro legame con gli obiettivi della società²⁵⁰.

Recentemente, la Financial Regulation Authority ha anche richiesto a tutte le società

²⁴⁷ UK Corporate Governance Code 2018, Principi P; Q; R.

²⁴⁸ A. KOKKINIS, *Shareholder short-termism in the UK: The kay review and the potential role of corporate law*, (2014), *Corporate Ownership & Control*, Vol 11(3-1), 166, a p.172.

²⁴⁹ UK Corporate Governance Code 2018, Provision n.40.

²⁵⁰ UK Corporate Governance Code 2018, Provision n.41.

quotate nel Regno Unito di presentare una relazione "*comply or explain*" in linea con le raccomandazioni della *Taskforce on Climate-related Financial Disclosures* di modo che i soci possano capire come la remunerazione degli amministratori esecutivi sia correlata a questo obiettivo ed esprimere il proprio dissenso se la ritengono mal strutturata.

Infine, il Codice di Corporate Governance del Regno Unito sottolinea l'importanza di prediligere politiche retributive che concedano incentivi a lungo termine agli amministratori esecutivi²⁵¹.

A questo proposito, raccomanda che gli incentivi retributivi dei dirigenti basati su *stock option* e bonus azionari siano soggetti a un periodo di maturazione e di detenzione totale di cinque anni o più²⁵².

Il codice di *corporate governance* britannico in definitiva fornisce linee guida efficaci ad incentivare le imprese nella creazione di "*enlightened shareholder value*".

3. La responsabilità sociale d'impresa nel diritto italiano

Anche, nel diritto italiano la sostenibilità di impresa occupa oggi un posto di rilievo.

L'ordinamento italiano d'altronde prevede espressamente, e anzi favorisce, modelli organizzativi dell'attività d'impresa con cui – ferma l'"economicità" e quindi la l'idoneità dei ricavi a coprire i costi dei fattori produttivi – è possibile perseguire scopi ideali.

Inoltre, al pari del legislatore inglese e conformandosi alla legislazione europea, inasprisce per le società aperte o quotate gli obblighi informativi estendendoli a fattori non finanziari, e quindi obbligando le società a divulgare nel cosiddetto "bilancio sociale" le azioni effettuate riguardo agli obiettivi ESG.

3.1 Le questioni sociali e ambientali nelle società "ordinarie", le società benefit e le imprese sociali

Almeno dalla riforma del 2003 lo schema societario non è relegato unicamente al perseguimento dello "scopo di lucro", inteso come "lucro soggettivo" vale a dire il

²⁵¹ UK Corporate Governance Code 2018, Provision n.36.

dividendo da corrispondere ai soci. Invero è oramai invalsa l'opinione che il modello societario possa essere utilizzato per perseguire finalità anche ideali. Un parallelo dibattito dottrinale ha ad oggetto la responsabilità sociale d'impresa.

Il comportamento della società rispetto alle emergenze sociali (clima, equità, promozione delle donne etc.) innanzitutto è una informazione, per i motivi che si sono più volte ricordati, rilevante per il mercato.

I nuovi doveri di rendicontazione non-finanziaria, dovuti principalmente all'evoluzione della legislazione europea, hanno contribuito a spostare il dibattito sulla responsabilità sociale delle imprese collettive dal terreno dell'etica a una necessità economica, strumentale alla buona reputazione al successo di lungo termine della società²⁵³. Insomma, sul piano dell'interesse sociale.

Le istanze relative alla sostenibilità hanno infatti acquisito materialità e consistenza, perdendo in parte quel carattere di indeterminatezza che aveva sollevato i maggiori dubbi in dottrina rispetto al suo inserimento nel diritto delle società di capitali²⁵⁴.

Le valutazioni relative alla sostenibilità acquisiscono talvolta un carattere immanente al metodo di impresa, in quanto necessarie per garantire l'equilibrio e la continuità aziendale²⁵⁵.

Anche in assenza di un dovere generale di tutelare gli interessi degli *stakeholders* (in maniera superiore rispetto a quanto impongono le leggi specifiche che tutelano l'ambiente e talune categorie sociali), gli amministratori delle società di capitali si trovano a adottare strategie socialmente e ambientalmente sostenibili (anche in assenza di vincoli giuridici) come strumento di creazione di valore e opportunità economiche ²⁵⁶.

Sono stati inoltre recentemente introdotti nel panorama giuridico italiano dei modelli organizzativi in cui la sostenibilità giunge a caratterizzare lo stesso oggetto sociale quali le imprese sociali e le società benefit²⁵⁷.

3.1.1 Le imprese sociali

Nell'impresa sociale l'attività economica, svolta senza fine di lucro, è orientata al

²⁵³ E. LOFFREDO, *sostenibilità ed economicità dell'impresa: prime riflessioni*, (2022), op.cit, a p. 216

²⁵⁴ Ibid.

²⁵⁵ Ibid.

²⁵⁶ Ibid.

²⁵⁷ Ibid.

perseguimento di finalità civiche, solidaristiche e di utilità sociale.

Il legislatore ha previsto che per acquisire la qualifica di impresa sociale le società commerciali debbano esercitare in via stabile e principale un'attività d'impresa di interesse generale, senza scopo di lucro e per finalità civiche, solidaristiche e di utilità sociale, adottando modalità di gestione responsabili e trasparenti e favorendo il più ampio coinvolgimento dei lavoratori, degli utenti e di altri soggetti interessati alle loro attività (insomma degli *stakeholders* secondo la definizione che *supra* se ne è data)²⁵⁸.

Le attività esercitabili sono elencate nell'art. 2 del d.lgs. n. 112/2017 e comprendono: interventi e servizi sociali; interventi e prestazioni sanitarie; prestazioni socio-sanitarie; educazione, istruzione e formazione professionale, nonché attività culturali di interesse sociale con finalità educativa; interventi e servizi finalizzati alla salvaguardia e al miglioramento delle condizioni dell'ambiente e all'utilizzazione accorta e razionale delle risorse naturali, con esclusione dell'attività, esercitata abitualmente, di raccolta e riciclaggio dei rifiuti urbani, speciali e pericolosi; interventi di tutela e valorizzazione del patrimonio culturale e del paesaggio; formazione universitaria e post-universitaria; ricerca scientifica di particolare interesse sociale; organizzazione e gestione di attività culturali, artistiche o ricreative di interesse sociale, incluse attività, anche editoriali, di promozione e diffusione della cultura e della pratica del volontariato; radiodiffusione sonora a carattere comunitario; organizzazione e gestione di attività turistiche di interesse sociale, culturale o religioso; formazione extra-scolastica, finalizzata alla prevenzione della dispersione scolastica e al successo scolastico e formativo, alla prevenzione del bullismo ed al contrasto della povertà educativa; servizi strumentali alle imprese sociali o ad altri enti del Terzo settore resi da enti composti in misura non inferiore al 70% da imprese sociali o da altri enti del Terzo settore; cooperazione allo sviluppo; attività commerciali, produttive, di educazione informazione, di promozione, di rappresentanza, di concessione in licenza di marchi di certificazione, svolte nell'ambito o a favore di filiere del commercio equo e solidale, da intendersi come un rapporto commerciale con un produttore operante in un'area economica svantaggiata situata, di norma, in un Paese in via di sviluppo; servizi finalizzati all'inserimento o al reinserimento nel mondo del lavoro dei lavoratori e delle persone; alloggio sociale, nonché ogni altra attività di carattere residenziale temporaneo diretta a soddisfare bisogni sociali, sanitari, culturali, formativi o lavorativi; accoglienza umanitaria ed integrazione sociale dei migranti; microcredito; agricoltura sociale; organizzazione e gestione di attività sportive

²⁵⁸ Art. 1, para. 1, DLGS 112/2017.

dilettantistiche; riqualificazione di beni pubblici inutilizzati o di beni confiscati alla criminalità organizzata.

Questo elenco così lungo e nutrito di attività sociali non è tuttavia esaustivo, permettendo il legislatore che della qualifica di impresa sociale possano fregiarsi anche le società il cui scopo non coincida con una o più delle attività innanzi elencate purché occupino per almeno il trenta per cento della forza lavoro persone svantaggiate o disabili²⁵⁹.

L'impresa sociale rientra, sostanzialmente tra gli Enti del terzo settore anche se gode di una disciplina parzialmente autonoma.

L'"attività di interesse generale" che le imprese sociali svolgono può basarsi sia sulla natura dell'attività economica svolta dall'impresa, sia indipendentemente da essa²⁶⁰.

Nello statuto (o in separato regolamento) la società "impresa sociale" deve prevedere adeguate forme di coinvolgimento dei lavoratori e degli altri *stakeholders* (utenti e altri soggetti direttamente interessati alle attività d'impresa).

Per coinvolgimento, precisa il legislatore, deve intendersi un meccanismo di consultazione o di partecipazione mediante cui gli *stakeholders* siano effettivamente posti in grado di esercitare un'influenza sulle decisioni dell'impresa sociale, con particolare riferimento alle questioni che incidono direttamente sulle condizioni di lavoro e sulla qualità dei beni o dei servizi prodotti²⁶¹.

Le imprese sociali sono obbligate, inoltre, a depositare presso il registro delle imprese e pubblicare nel proprio sito internet il bilancio sociale redatto secondo linee guida adottate con DM del Ministro del lavoro tenendo conto, tra gli altri elementi, della natura dell'attività esercitata e delle dimensioni dell'impresa sociale, anche ai fini della valutazione dell'impatto sociale delle attività svolte.

Le linee guida sono state poi adottate con DM del 4 luglio 2019 e prevedono che il bilancio sociale dell'impresa sociale debba includere – oltre a informazioni sulla metodologia - informazioni sull'ente, sul modello di *governance* adottato, sugli *stakeholders*, sulle politiche retributive nonché informazioni qualitative e quantitative sulle azioni realizzate nelle diverse aree di attività dell'ente e altre informazioni di natura non finanziaria²⁶².

²⁵⁹ G. D. MOSCO, *Scopo e oggetto nell'impresa sociale e nella società benefit*, (2018), op. cit., a p.90

²⁶⁰ Art. 2, DLGS 112/2017.

²⁶¹ Decreto Legislativo 112/2017, Art. 11.

²⁶² Decreto ministeriale 4 luglio 2019, Linee Guida, Paragrafo 6

Le imprese sociali devono inoltre dichiarare nel bilancio sociale i loro rapporti con il territorio, le comunità locali e lo sviluppo locale.

Gli oneri pubblicitari innanzi ricordati (pubblicazione sul sito web e deposito presso il registro delle imprese) rendono accessibile al pubblico le informazioni non finanziarie riportate nel bilancio sociale, il che non solo è nell'interesse delle imprese sociali virtuose per i collegati ed intuibili vantaggi reputazionali (e quindi da presumere che tali imprese presteranno molta attenzione alla redazione del documento)²⁶³, ma anche consente un *monitoring* diffuso dell'attività svolta e della sua efficacia.

Le imprese sociali quando assumono la veste di società di capitali si assoggettano integralmente alla relativa disciplina, salva la disciplina integrativa di settore.

Ciò che differenzia maggiormente le imprese sociali dalle società benefit sono i limiti nella possibilità di distribuire dividendi ai soci.

Infatti, le imprese sociali, ferma la possibilità di erogare ristorni ai soci ove costituite in forma cooperativa, possono destinare una quota inferiore al cinquanta per cento degli utili annuali, dedotte eventuali perdite maturate negli esercizi precedenti, alla distribuzione, anche mediante aumento gratuito del capitale sociale o l'emissione di strumenti finanziari, di dividendi ai soci, in misura comunque non superiore all'interesse massimo dei buoni postali fruttiferi, aumentato di due punti e mezzo rispetto al capitale effettivamente versato.

Nonostante le rigide regole di *governance* le imprese sociali hanno iniziato a diffondersi. Al 2021 erano circa 17.000 le imprese sociali attive e iscritte alla “sezione speciale” del Registro Imprese e parallelamente nel RUNTS (Registro Nazionale Terzo Settore). E nonostante un modesto peso statistico (poco più del 1,2% delle imprese italiane) sono riuscite ad attirare oltre il 5% della domanda di lavoro eppertanto rappresentano un settore importante e in crescita nell'economia italiana²⁶⁴.

²⁶³ Decreto ministeriale 4 luglio 2019, Linee Guida, Paragrafo 7

²⁶⁴ Rileva Il Sistema Informativo Excelsior nella pubblicazione “Imprese sociali 2021, https://excelsior.unioncamere.net/index.php?option=com_content&view=article&id=501:i-fabbisogni-professionali-e-formativi-delle-imprese-sociali-indagine-2021&catid=114&Itemid=2656#:~:text=Le%20entrate%20programmate%20dalle%20imprese,4%2C6%20milioni%20di%20entrate, che <<si configurano come organizzazioni imprenditoriali di medio-grande dimensione per la cui gestione sono necessarie competenze manageriali molto qualificate. Il 25% di esse ha più di 50 dipendenti e impiegano mediamente 35 dipendenti. La gran parte di esse sono cooperative sociali, anche se a seguito del nuovo quadro normativo si assiste ad una progressiva diffusione di forme organizzative diverse (società di capitale, società di persone, associazioni, fondazioni) che a partire dal 2017 rappresentano quasi un quarto delle nuove imprese sociali. Di rilievo il contributo fornito nei settori “assistenza sociale non residenziale” (il 62% delle aziende operanti in Italia sono imprese sociali ed occupano oltre l'82% della forza lavoro alle dipendenze), “assistenza sociale residenziale” (le imprese sociali rappresentano circa il 44% delle aziende operanti e poco più del 50,1% dei dipendenti). Inoltre, a seguito della rapida diffusione delle forme organizzative diverse dalle cooperative sociali, si vanno anche

3.1.2 Le società benefit

Oltre alle imprese sociali il legislatore ha introdotto una nuova forma societaria, le cd. “società benefit”, ispirandosi alla disciplina statunitense delle “*B-Corporations*”, con la legge di stabilità 2016²⁶⁵.

Attraverso la nuova forma societaria, il legislatore ha inteso regolare le società lucrative che desiderano perseguire finalità di interesse sociale ed ambientale, svolgendo la propria attività di impresa in maniera responsabile, sostenibile e trasparente nei confronti dei loro principali *stakeholders*²⁶⁶.

Le società benefit, infatti, oltre allo scopo di lucro, hanno la funzione di realizzare una finalità di “beneficio comune”, attinente allo schema della “*triple bottom line*” (*people, planet, profit*), per utilizzare la definizione sviluppata negli anni Novanta da John Elkington per le attività attinenti alla tutela ambientale e sociale²⁶⁷.

Il legislatore non è intervenuto in termini sostitutivi, ma integrativi, rispetto alla funzione lucrativa del contratto di società prevista dell’art. 2247 c.c., prevedendo che le società “benefit” possano orientare la propria attività a finalità di beneficio comune oltre che alla produzione di lucro²⁶⁸.

La denominazione società benefit identifica, infatti, le società che nell’esercizio di una attività lucrativa d’impresa perseguono *anche* “una o più finalità di beneficio comune e operano in modo responsabile, sostenibile e trasparente nei confronti di persone,

affermando ambiti operativi quali la salvaguardia dell’ambiente e delle risorse naturali, la valorizzazione del patrimonio culturale e del paesaggio, le attività ricreative, ecc.>>

²⁶⁵ Legge 28 dicembre 2015, no. 208, art. 1, paragrafi. 376–84.

²⁶⁶ La legge definisce le attività di beneficio comune che le società benefit possono perseguire come) come “il perseguimento, nell’esercizio dell’attività economica delle società benefit di uno o più effetti positivi o la riduzione degli effetti negativi su una o più categorie di persone” (co. 378, lett. a); in tali categorie rientrano “persone, comunità, territori e ambiente, beni ed attività culturali e sociali, enti e associazioni ed altri portatori di interesse” (co. 376), ovvero “soggetti coinvolti, direttamente o indirettamente, dall’attività delle società [...], quali lavoratori, clienti, fornitori, finanziatori, creditori, pubblica amministrazione e società civile” (co. 378, lett. b). - G. D. MOSCO, *Scopo e oggetto nell’impresa sociale e nella società benefit*, (2018), *Analisi Giuridica dell’Economia*, Fascicolo 1, giugno 2018, a p.81

²⁶⁷L. VENTURA, *benefit corporation e società benefit tra innovazione creativa e imitazione di modelli*, in “*Dalla benefit corporation alla società benefit*” a cura di B. DE DONNO – L. VENTURA, Cacucci editore 2018, a p.81. Una discussione più approfondita sul tema della *Triple Bottom Line* è stata affrontata da J. ELKINGTON, *Cannibals with Forks: The Triple Bottom Line of 21st Century Business*, Capstone, Oxford, 1997.; cfr. P. FISK, *People Planet Profit: How To Embrace Sustainability For Innovation And Business Growth*, London – Philadelphia, 2010; T.F. SLAPER, T. HALL, *Triple Bottom Line: What Is It And How Does It Work?* in 4 *Ind. Bus. Rev.* (2011), pp. 4 ss.

²⁶⁸ *Ibid.* a p.82

comunità, territori e ambiente, beni ed attività culturali e sociali, enti e associazioni ed altri portatori di interesse”²⁶⁹.

Le finalità sociali devono essere indicate specificatamente nell’oggetto sociale della società benefit e sono perseguite mediante una gestione volta al bilanciamento con l’interesse dei soci e con l’interesse degli *stakeholders* (vale a dire, come precisa il legislatore, di coloro sui quali l’attività sociale possa avere un impatto direttamente o indirettamente: lavoratori, clienti, fornitori, finanziatori, creditori, pubblica amministrazione e società civile).

L’adozione del modello della “società benefit” deriva da una scelta volontaria dei soci di offrire a determinate categorie di soggetti una tutela specifica, superiore rispetto a quella già garantita dalla normativa di settore ²⁷⁰.

Inizialmente il riconoscimento di una società come “società benefit” non comportava alcun vantaggio specifico e diretto, come ad esempio agevolazioni fiscali, ma esclusivamente riflessi reputazionali positivi.

Attualmente il decreto-legge 19 maggio 2020 n. 34 ha previsto quale incentivo per favorire la diffusione di tale modello di impresa collettiva, la concessione di un credito d’imposta nella misura del 50% sulle spese di costituzione o trasformazione sostenute²⁷¹.

L’importo massimo utilizzabile in compensazione da ciascun beneficiario non può eccedere l’importo di dieci mila euro ed è utilizzabile per spese notarili e d’iscrizione nel Registro delle imprese e spese inerenti all’assistenza professionale e alla consulenza sostenute e direttamente destinate alla costituzione o alla trasformazione in società benefit²⁷².

Il legislatore definisce opportunamente cosa si debba intendere per «beneficio comune»: il perseguimento, nell’esercizio dell’attività economica delle società benefit, di uno o più effetti positivi, o la riduzione degli effetti negativi su persone, comunità, territori e ambiente, beni ed attività culturali e sociali, enti e associazioni ed altri portatori di interesse²⁷³.

Interessanti le regole di *governance* imposte dalla legge. La società benefit deve

²⁶⁹ Legge 28 dicembre 2015, no. 208, art.1, co. 376.

²⁷⁰ B. DE DONNO, *Dalla Benefit Corporation Alla Società Benefit Note Introduttive*, (2018) in “*Dalla benefit corporation alla società benefit*” a cura di B. DE DONNO – L. VENTURA, Cacucci editore 2018

²⁷¹ Decreto-legge 19 maggio 2020, n. 34, articolo 38-ter, comma 1

²⁷² Decreto-legge 19 maggio 2020, articolo 38-ter, comma 2-bis.

²⁷³ Legge 208/2015, art. 1, para. 378, lettera A.

amministrata in modo da bilanciare l'interesse dei soci, il perseguimento delle finalità di beneficio comune e gli interessi degli *stakeholders*. Un vero e proprio dovere fiduciario riconducibile alla teoria, oggetto di questo lavoro, dell'*enlightened shareholders's value*.

Tanto è vero che l'inosservanza da parte degli amministratori degli obblighi assunti nei confronti della comunità è fonte non solo di responsabilità di questi ultimi secondo le regole del diritto societario, ma può integrare un vero e proprio illecito concorrenziale (pubblicità ingannevole) rilevabile e sanzionabile anche dall'Antitrust.

La normativa è completata dalla previsione di oneri informativi non finanziari. La società benefit redige annualmente una relazione concernente il perseguimento del beneficio comune, allegata al bilancio societario e pubblicata nel sito internet della società, e che include: a) la descrizione degli obiettivi specifici, delle modalità e delle azioni attuati dagli amministratori per il perseguimento delle finalità di beneficio comune e delle eventuali circostanze che lo hanno impedito o rallentato; b) la valutazione dell'impatto generato utilizzando lo standard di valutazione esterno con caratteristiche descritte nell'allegato alla legge; c) una sezione dedicata alla descrizione dei nuovi obiettivi che la società intende perseguire nell'esercizio successivo²⁷⁴.

In particolare, in tale relazione, denominata relazione di impatto, gli amministratori devono esporre le attività svolte per realizzare il "beneficio comune"; esaminare l'impatto che l'attività della società ha avuto rispetto agli stakeholder elencati dalla norma (persone, comunità, territori e ambiente, beni ed attività culturali e sociali, enti e associazioni ed altri), e indicare gli obiettivi "*benefit*" per il prossimo esercizio²⁷⁵.

La relazione deve consentire di valutare il grado di trasparenza e responsabilità della società nel perseguimento delle finalità di beneficio comune; il livello di coinvolgimento degli *stakeholder* e con particolare attenzione alle relazioni con i dipendenti e i collaboratori, con i fornitori, con il territorio e le comunità locali in cui la società svolge le proprie attività; le iniziative di volontariato e infine l'impatto della società in termini di utilizzo di risorse, energia, materie prime²⁷⁶.

²⁷⁴ V. D'ANGERIO, *I vantaggi delle società benefit: ecco i passi da fare per trasformare l'azienda*, Sole 24ore, (2021), disponibile presso: <https://www.ilsole24ore.com/art/i-vantaggi-essere-societa-benefit-ecco-passi-fare-trasformare-l-azienda-AEra641>

²⁷⁵ B. DE DONNO, *Dalla Benefit Corporation Alla Società Benefit Note Introduttive*, (2018), op.cit., a p.16

²⁷⁶ L. 28-12-2015 n. 208, Art. 1, comma 378, Allegato 5: "La valutazione dell'impatto deve comprendere le seguenti aree di analisi:

1. Governo d'impresa, per valutare il grado di trasparenza e responsabilità della società nel perseguimento delle finalità di beneficio comune, con particolare attenzione allo scopo della società, al livello di coinvolgimento dei portatori d'interesse, e al grado di trasparenza delle politiche e delle pratiche adottate dalla società; 2. Lavoratori, per valutare le relazioni con i dipendenti e i collaboratori in termini di

La valutazione di impatto delle aree indicate nella relazione deve avvenire attraverso standard di valutazione esterni trasparenti, sufficientemente articolati (come, ad esempio, il *B Impact Assessment* di B Lab, il *GIIRS - Global Impact Investing Rating System*, l'ISO 26000 o altri)²⁷⁷.

Essi devono essere sviluppati da un ente terzo con adeguate competenze, che deve rendere pubblici i criteri di misurazione utilizzati e il proprio processo di valutazione di ogni singola area²⁷⁸.

La relazione di impatto in definitiva provvede elementi adeguati ad analizzare l'operato degli amministratori rispetto al bilanciamento tra profitto e attività rivolte alla creazione di "benefici comuni" e la credibilità generale della società rispetto allo svolgimento di finalità sociali ed ambientali²⁷⁹.

Le società benefit non coincidono geneticamente però con le B-Corp. Quest'ultima è una certificazione rilasciata da un ente (non profit) certificatore americano, B Lab, che qualifica le imprese come "Certified B Corporation" o "B Corp".

Le imprese per ottenere tale certificazione devono superare il benefit impact assesment, rispettando gli standard di B Lab che attengono a quattro aree, ovvero i) la

retribuzioni e benefit, formazione e opportunità di crescita personale, qualità dell'ambiente di lavoro, comunicazione interna, flessibilità e sicurezza del lavoro;3. Altri portatori d'interesse, per valutare le relazioni della società con i propri fornitori, con il territorio e le comunità locali in cui opera, le azioni di volontariato, le donazioni, le attività culturali e sociali, e ogni azione di supporto allo sviluppo locale e della propria catena di fornitura;4. Ambiente, per valutare gli impatti della società, con una prospettiva di ciclo di vita dei prodotti e dei servizi, in termini di utilizzo di risorse, energia, materie prime, processi produttivi, processi logistici e di distribuzione, uso e consumo e fine vita."

²⁷⁷ L. 28-12-2015 n. 208, Allegato 4, articolo 1, comma 378: "Lo standard di valutazione esterno utilizzato dalla società benefit deve essere:

1. Esauriente e articolato nel valutare l'impatto della società e delle sue azioni nel perseguire la finalità di beneficio comune nei confronti di persone, comunità, territori e ambiente, beni ed attività culturali e sociali, enti e associazioni e altri portatori di interesse;2. Sviluppato da un ente che non è controllato dalla società benefit o collegato con la stessa;3. Credibile perché sviluppato da un ente che;

a) ha accesso alle competenze necessarie per valutare l'impatto sociale e ambientale delle attività di una società nel suo complesso;

b) utilizza un approccio scientifico e multidisciplinare per sviluppare lo standard, prevedendo eventualmente anche un periodo di consultazione pubblica.

4. Trasparente perché le informazioni che lo riguardano sono rese pubbliche, in particolare:

a) i criteri utilizzati per la misurazione dell'impatto sociale e ambientale delle attività di una società nel suo complesso;

b) le ponderazioni utilizzate per i diversi criteri previsti per la misurazione;

c) l'identità degli amministratori e l'organo di governo dell'ente che ha sviluppato e gestisce lo standard di valutazione;

d) il processo attraverso il quale vengono effettuate modifiche e aggiornamenti allo standard;

e) un resoconto delle entrate e delle fonti di sostegno finanziario dell'ente per escludere eventuali conflitti di interesse."

²⁷⁸ L. 28-12-2015 n. 208, Allegato 4, articolo 1, comma 378

²⁷⁹ B. DE DONNO, *Dalla Benefit Corporation Alla Società Benefit Note Introduttive*, (2018), op. cit., a p.17

governance aziendale, ii) il trattamento dei dipendenti, iii) l'impatto dell'impresa sulla comunità e iv) sull'ambiente.

Il modello giuridico della benefit corporation, sviluppato e promosso anch'esso dalla stessa B Lab, è regolata diversamente dalla certificazione.

Infatti, a differenza di quest'ultima che prevede una verifica delle performance dell'impresa da parte dall'ente certificatore, la scelta della forma giuridica richiede una auto-dichiarazione da parte dell'impresa (fermo restando i poteri di vigilanza dell'Autorità garante della concorrenza e del mercato, di cui il legislatore ha esteso le attribuzioni in tema di pubblicità ingannevole ex d.lgs 2.8.2007 n. 145 e di tutela del consumatore ex d.lgs 6.9.2005 n. 206 nei confronti delle società benefit che non perseguono il beneficio comune²⁸⁰).

Inoltre, l'impiego del modello giuridico non richiede la certificazione da parte di B Lab o di altre organizzazioni pubbliche o private, ma esclusivamente l'utilizzo di standard terzi per la valutazione dell'impatto sociale e ambientale dell'impresa²⁸¹.

Sono 123 le *B Corp* italiane e danno lavoro a 14.146 persone. Il regolamento B Lab prevede però che la certificazione si perda ove entro un anno la società non assuma la qualifica di società benefit (negli ordinamenti, come quello italiano, che disciplinano tale forma societaria). Per via di tale previsione società benefit e *B Corp* sono destinate inevitabilmente a coincidere.

La legge richiede di bilanciare il perseguimento dell'interesse dei soci e del beneficio comune però non stabilisce limiti rispetto al "*quantum*" delle attività della società volta al perseguimento di finalità sociali o ambientali.

La norma si limita a stabilire che le società benefit possano perseguire il beneficio comune "oltre" allo scopo di divisione degli utili, senza definire una scala di importanza tra i due scopi²⁸².

Ci si chiede se le società siano quindi libere di decidere se attribuire un ruolo marginale o significativo, al perseguimento di finalità sociali rispetto allo scopo lucrativo²⁸³.

²⁸⁰ L. 28-12-2015 n. 208, art. 1, comma 384

²⁸¹ L. VENTURA, *benefit corporation e società benefit tra innovazione creativa e imitazione di modelli*, a p.82

²⁸² G. MARASÀ, *Scopo di lucro e scopo e scopo di beneficio comune nelle società benefit*, (2017), in *Orizzonti dir. comm.*, 2.

²⁸³ L. VENTURA, *«Benefit Corporation» e circolazione di modelli: le «società benefit» un trapianto necessario?* in *Contratto e impresa*, 2016, pp. 1135 ss.

La dottrina si è divisa, riguardo alle società benefit, tra critici ed entusiasti.

Alcuni ritengono che la legge sulle società benefit potrebbe favorire comportamenti del tutto opportunistici, se non di mero marketing aziendale²⁸⁴.

Altri si interrogano sugli spazi consentiti alle società che non vogliono assumere la qualifica di “società benefit” per il perseguimento di scopi sociali o ideali²⁸⁵. E sul punto la prevalente dottrina è concorde nel ritenere non precluso a società diverse da quelle “benefit” il perseguimento di attività in favore degli *stakeholders* se gli amministratori le ritengano funzionali a una gestione «bilanciata» della società, anche qualora tali attività non siano incluse esplicitamente nell’oggetto sociale²⁸⁶.

Tuttavia, in questo caso, gli amministratori dovranno presumibilmente rendere conto dell’utilità per la società dei costi sostenuti nel promuovere interessi “alieni” rispetto a quello lucrativo.

Non mancano in dottrina proposte per estendere la disciplina delle società benefit a tutte le società di capitali e riformare l’art. 2247 c.c., in modo tale da affiancare allo scopo di lucro che caratterizza il contratto di società, il perseguimento della sostenibilità e la tutela degli interessi degli *stakeholders*²⁸⁷.

Tale riforma conferirebbe maggiore rilevanza alle istanze relative alla sostenibilità, incentivando un ampio novero di società a considerare finalità ESG tra i propri obiettivi²⁸⁸.

La proposta, se accolta potrebbe avere una portata rivoluzionaria e costringerebbe numerosissime società a riformare il proprio modello di *governance* per rispondere al meglio ai nuovi doveri²⁸⁹.

²⁸⁴ A. BARTOLACELLI, *The Unsuccessful Pursuit for Sustainability in Italian Business Law*. (2020), in B. Sjöfjell & C. Bruner (Eds.), *The Cambridge Handbook of Corporate Law, Corporate Governance and Sustainability*, (2020), Cambridge Law Handbooks, 290, a p.296

²⁸⁵ Affrontano il tema ASSONIME, *La disciplina delle società benefit, circolare n. 19 del 20 giugno 2016*; C. ANGELICI, *Società benefit*, (2017), in *Orizzonti dir. comm.*, 2; M. STELLA RICHTER JR, *Società benefit e società non benefit*, (2017), in *Orizzonti dir. comm.*, 2.

²⁸⁶ G. D. MOSCO, *Scopo e oggetto nell’impresa sociale e nella società benefit*, (2018), op. cit., a p.83

²⁸⁷ M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, (2019), *Riv. Soc* 5-6, 1003, p. 1005.

²⁸⁸ E quindi non più soltanto le società che ricadono nel “ristretto” campo di applicazione del Codice di Corporate Governance, in cui è espressa attualmente l’idea del successo sostenibile.

²⁸⁹ Potrebbe rivelarsi particolarmente utile in quest’ottica può essere, per esempio, la costituzione di un apposito comitato interno al consiglio di amministrazione con competenze in merito ai temi ESG. Sul punto si esprime F. DENOZZA in F. DENOZZA, *Lo scopo della società: dall’organizzazione al mercato*, (2019), in *Rivista ODC*, 3, p. 618. Si esprime in senso critico rispetto alla costituzione di un comitato di sostenibilità, M. STELLA RICHTER in M. STELLA RICHTER, *Profili attuali dell’amministrazione delle società quotate*, (2021), in *Giur. comm.*, 3,

A prescindere dalla strada che il legislatore deciderà di intraprendere rispetto a una possibile riforma delle norme che regolano il contratto di società all'interno del Codice civile, è possibile rilevare che la forte sensibilità sociale attorno alle istanze relative alla sostenibilità²⁹⁰ costituisce già una fonte di incentivo per l'adozione di strategie gestorie ambientalmente e socialmente sostenibili.

Sempre più società, anche in assenza di una riforma del diritto societario che preveda ulteriori doveri in materia di sostenibilità, fanno propria una visione “illuminata” dell'interesse sociale e, attraverso modelli di *governance* e politiche retributive che incentivano l'impegno sociale e ambientale lungo tutta la catena di valore, sembrano superare la dicotomia tra *business* speculativo e *business* sociale²⁹¹.

Non a caso durante la recente pandemia si è assistito ad un vero e proprio “boom” delle società benefit. Sebbene si tratti di numeri contenuti a percentuale di incremento è significativa. Tra il 2020 e il 2021 il numero delle società benefit è raddoppiato raggiungendo le mille unità, probabilmente a ragione della acquisita consapevolezza – come affermato da Eric Ezechieli - che «la sostenibilità sarà il più importante driver dello sviluppo dell'Ue dei prossimi decenni, siamo solo all'inizio»²⁹².

3.2 Le norme che regolano la trasparenza dell'informazione non finanziaria

Aldilà dell'introduzione nel panorama normativo italiano di particolari forme di organizzazione dell'attività di impresa come le società benefit e le imprese sociali che prevedono quale tratto caratterizzante il perseguimento di finalità di “interesse generale”, l'impegno sociale ed ambientale delle società quotate italiane è incentivato dal recepimento da parte del legislatore della disciplina europea in materia di trasparenza non

p. 424, il quale ne ravvisa un'utilità del tutto marginale. L'Autore evidenzia infatti come il tema della sostenibilità

²⁹⁰ Incentivata dagli obblighi di trasparenza che consentono che l'operato degli amministratori e il raggiungimento degli obiettivi societari sostenibili e di lungo termine sia conoscibile da una vasta platea di stakeholder

²⁹¹ Cfr. M. YUNUS, *Un mondo a tre zeri*, Milano, 2018; G. D. MOSCO, *Scopo e oggetto nell'impresa sociale e nella società benefit*, (2018), op. cit., a p.93

²⁹² V. D'ANGERIO – D. RUSSO, *Imprese, è boom di società benefit nell'anno del Covid-19*, *Il Sole 24 ore*, 29 giugno 2021, <https://www.ilsole24ore.com/art/impres-e-boom-societa-benefit-nell-anno-covid-19-AEEtGIT>

finanziaria di cui si è trattato precedentemente in questo elaborato.

In particolare, in Italia il legislatore ha recepito la normativa europea in materia di informazione non finanziaria con il D.lgs. n. 254/2016.

Il decreto prevede l'obbligo per gli enti di interesse pubblico come le società quotate, le banche, le società assicurative ed i gruppi di grandi dimensioni, di redigere e pubblicare la "dichiarazione non finanziaria".

La dichiarazione è divisa in due sezioni: la prima parte contiene informazioni generali rispetto alla governance, ai rischi dell'attività di impresa e alle strategie e pratiche adottate per approntarli; la seconda contiene informazioni specifiche rispetto agli impatti sociali ed ambientali dell'attività di impresa.

Le informazioni sulle questioni sociali comprendono le azioni per garantire la parità di genere, le misure per attuare i principi dell'organizzazione internazionale e il modo in cui l'azienda si impegna nel dialogo con i sindacati.

Inoltre, la dichiarazione deve presentare informazioni sui diritti umani, sulle misure adottate per prevenire le violazioni dei diritti umani e sulle azioni messe in atto per prevenire la discriminazione.

Infine, deve includere una dichiarazione sulla lotta alla corruzione, e ancora le misure adottate a tal fine.

Per quanto riguarda l'ambiente, le norme italiane sono piuttosto dettagliate, più di quanto richiesto dalla direttiva, e richiedono che il rapporto tenga conto in particolare dell'uso dell'energia e delle risorse rinnovabili, dell'inquinamento atmosferico e degli impatti prevedibili a medio termine sull'ambiente causati dalle operazioni dell'impresa²⁹³.

L'applicazione del decreto è soggetta a un obbligo di "*comply or explain*" ossia l'impresa può decidere di non rendicontare su alcuni degli ambiti previsti dal decreto a patto che fornisca una spiegazione dettagliata ed esauriente rispetto ai motivi di tale decisione²⁹⁴.

La dichiarazione non finanziaria può essere redatta attraverso uno o più standard di rendicontazione nazionale ed internazionale.

L'applicazione della direttiva è soggetta a due tipologie di controllo: un controllo interno affidato al collegio sindacale e il secondo esterno affidato a una società di revisione.

²⁹³ Decreto Legislativo 254/2016, art. 3, para. 2.

²⁹⁴ Decreto Legislativo 254/2016, art. 3, para. 6, e Direttiva 2013/34/EU, art. 19, para. 1.

La relazione deve inoltre essere resa accessibile attraverso il deposito presso il registro delle imprese, insieme al bilancio d'esercizio²⁹⁵.

Il decreto legislativo n. 254 del 2016 infine prevede un dettagliato regime sanzionatorio di natura amministrativa in caso di mancato rispetto della normativa.

Il dovere di divulgare i riflessi non economici della propria attività, come già osservato, incrementa la consapevolezza degli investitori rispetto alle esternalità negative prodotte dalla società che danneggiano gli interessi degli *stakeholder* e di conseguenza costituisce un importante incentivo per le imprese per adottare strategie sostenibili ambientalmente e socialmente.

3.3 La sostenibilità nelle politiche remunerative degli amministratori

Anche in Italia la disciplina che regola la trasparenza e il contenuto dei piani di retribuzione degli amministratori assume un ruolo importante nell'incentivare la responsabilità sociale e la sostenibilità delle società quotate e delle imprese bancarie.

Similarmente alle regole implementate nel Regno Unito, la disciplina normativa italiana della remunerazione degli amministratori delle società per azioni incentiva la trasparenza delle politiche retributive, incoraggia l'attivismo degli azionisti e stimola gli amministratori a adottare politiche sostenibili e di lungo periodo.

A seguito delle varie crisi finanziarie e delle indicazioni della Commissione Europea il legislatore italiano ha iniziato a definire una disciplina normativa più dettagliata rispetto agli incentivi retributivi degli amministratori.

Tuttavia, la disciplina non è affatto uniforme. Per le società "chiuse" non vigono regole particolari relativamente alla remunerazione degli amministratori, affidata all'autonomia statutaria e per gli amministratori investiti di particolari cariche allo stesso organo gestorio.

Il limite all'autonomia dei privati è costituito dalla ragionevolezza della misura del compenso da valutarsi in base al fatturato ed alla dimensione economica e finanziaria dell'impresa, nonché da rapportarsi all'impegno chiesto per la sua gestione²⁹⁶.

²⁹⁵ Decreto Legislativo 254/2016, art. 5, para. 1.

²⁹⁶ *Ex multiss.* Cass. n. 28748 del 3 dicembre 2008

La quantificazione della retribuzione deve essere adeguata a servire due scopi: attirare e trattenere i soggetti più competenti nel garantire la creazione di valore per l'impresa ed i suoi soci; allineare gli interessi degli azionisti, della società e degli stakeholders in generale, in modo da ridurre i costi di *agency* e le esternalità negative²⁹⁷.

Le diverse risorse in materia di remunerazione che sono intervenute nel corso del tempo contribuiscono alla formulazione di politiche retributive ragionevoli, consentendo ai soci e ad altri stakeholder di monitorare e neutralizzare le cattive inclinazioni dei “*compensation designers*” nell'implementare schemi retributivi poco trasparenti e slegati dagli obiettivi societari²⁹⁸.

3.3.1 La disciplina del Codice civile

In particolare, il Codice civile contiene alcune norme in materia di remunerazioni comuni a tutte le società per azioni, agli art. 2364, co.3 e l'art. 2389 c.c.

L'articolo 2364 comma 3 prevede che sia compito dell'assemblea ordinaria determinare la remunerazione degli amministratori qualora le società siano prive del consiglio di sorveglianza e non sia stabilito diversamente dallo statuto.

L'art. 2389, aggiornato nell'attuale formulazione con la riforma del diritto societario del 2003, detta ulteriori principi generali in materia di compensi degli amministratori.

Il primo comma prevede che i compensi dei membri del consiglio di amministrazione siano stabiliti all'atto di nomina o dall'assemblea.

Il secondo comma stabilisce che la remunerazione possa essere composta in tutto o in parte da strumenti finanziari.

Il terzo comma prevede un regime particolare in merito alla competenza a prendere decisioni rispetto alla remunerazione degli amministratori investiti di particolari incarichi: tale compito è affidato al consiglio di amministrazione nella sua interezza, in conformità allo statuto e dopo aver sentito il parere del collegio sindacale²⁹⁹.

²⁹⁷ D. SANTOSUOSSO, *La remunerazione degli amministratori: nuove norme per 'sanare' le cattive prassi*, (2010), Rivista di diritto societario, fascicolo 2, a p. 2

²⁹⁸ Ibid.

²⁹⁹ F. BONELLI, *Gli amministratori di S.P.A. dopo la riforma delle società*, (2004), Giuffrè editore, a p. 135; G. D. MOSCO, *Commento all'art. 2389*, in G. NICCOLINI, A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali*, Commentario, vol. 2, Napoli, (2004), a p. 636.

Infine, la norma prevede la possibilità per l'assemblea, qualora sia previsto dallo statuto, di poter porre un importo complessivo della remunerazione degli amministratori, inclusi coloro che sono investiti di particolari cariche.

Completa la disciplina la normativa sul bilancio. Infatti, i compensi degli amministratori sono riportati tra i costi di produzione e devono espressamente essere riportati nella nota integrativa (unitamente alle anticipazioni e ai crediti loro eventualmente concessi).

Le disposizioni del Codice, ancorché generiche, sembrano tutelare i diritti dei soci attribuendo all'assemblea un ruolo incisivo nelle decisioni relative alla remunerazione degli amministratori.

3.3.2 La disciplina bancaria

L'ordinamento italiano prevede alcune disposizioni specifiche rispetto alla regolamentazione della remunerazione variabile degli amministratori bancari.

La normativa di settore assimila le disposizioni dell'Unione Europea volte a ridurre gli incentivi all'adozione di politiche di investimento rischiose e insostenibili.

Essa contiene principi e criteri specifici volti a formulare politiche retributive nell'interesse di tutti gli stakeholder e in linea con i valori, le strategie e gli obiettivi di lungo termine della banca.

Nello specifico la Circolare della Banca d'Italia n. 285 del 2013 ha recepito le disposizioni della Direttiva CRD IV e nel 2021 ha recepito le disposizioni previste dalla CRD V con il 37° aggiornamento della stessa.

La Banca di Italia ha inoltre recepito le linee guida emanate nel 2017 dall'*European Banking Authority*, aggiornate da ultimo nel 2021, in materia di politiche retributive adeguate con il documento "*Disposizioni in materia di politiche e prassi di remunerazione e incentivazione nelle banche e nei gruppi bancari*" del 2021³⁰⁰.

In particolare, il Titolo IV, Capitolo 2, sezione I, para.5 della Circolare della Banca di Italia n.238/2013 prevede che le politiche retributive debbano essere definite

³⁰⁰ European Banking Authority, *EBA Guidelines*- EBA/GL/2015/22,(2015), disponibili presso: <https://www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/2021/11/Guidelines-on-a-common-assessment-methodology-for-granting-authorisation-as-a-credit-institution.pdf>.

Recepito dal documento della Banca d'Italia, *Disposizioni in materia di politiche e prassi di remunerazione e incentivazione nelle banche e nei gruppi bancari*, (2021), consultabile presso: <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/consultazioni/2020/revisione-disposizioni-remun-incentiv/Tavola-resoconto-consultazione.pdf>

coerentemente con gli obiettivi e valori dell'impresa, e degli obiettivi di finanza sostenibile, tra cui figura l'adeguata ponderazione dei fattori ambientali, sociali e di governance e dell'interesse al successo sostenibile di lungo periodo della banca.

A tale scopo gli incentivi retributivi, basati su *stock option* o legati alla *performance*, devono essere coerenti con le politiche di governance e di gestione dei rischi della banca; devono inoltre tenere in considerazione il costo e il livello del capitale e della liquidità necessari per affrontare le attività avviate e porsi in linea con gli obiettivi di lungo termine della società.

Essi non possono basarsi solo su obiettivi di natura commerciale, ma incentivare anche la correttezza nelle relazioni con la clientela, la tutela e la fidelizzazione della stessa e il contenimento dei rischi legali e reputazionali.

Infine, la III sezione del medesimo titolo della Circolare della Banca d'Italia sopracitata poi prevede ulteriori disposizioni rispetto alla struttura della remunerazione.

Tra le disposizioni che incentivano maggiormente l'adozione di strategie sostenibili e di lungo periodo figurano in primo luogo le regole che prevedono un bilanciamento tra parte variabile e parte fissa della remunerazione.

Il rapporto tra la componente variabile e quella fissa della retribuzione individuale dei vertici aziendali deve essere paritario (rapporto di 1:1) e può essere innalzato, solo qualora lo preveda lo statuto, attraverso una decisione motivata dell'assemblea fino a un rapporto di 2:1³⁰¹.

In secondo luogo, nella III sezione si stabiliscono ulteriori regole rispetto alla struttura della componente variabile.

Essa deve rispettare determinati criteri: deve essere parametrata a indicatori di *performance* ben individuati e considerevoli dei rischi; il periodo di valutazione della *performance* deve essere perlomeno annuale e, preferibilmente, pluriennale; il valore complessivo della retribuzione variabile deve essere basato su risultati concreti e di lunga durata e tenere in considerazione obiettivi quantitativi e qualitativi, finanziari e non finanziari³⁰².

Allo scopo di adeguare gli incentivi agli interessi di lungo periodo della banca, gli strumenti finanziari sono sottoposti a un divieto di vendita per un periodo proporzionato

³⁰¹ Banca d'Italia, Circolare della Banca di Italia n.238/2013, Titolo IV, Capitolo 2, sezione III, para.1.2

³⁰² Banca d'Italia, Circolare della Banca di Italia n.238/2013, Titolo IV, Capitolo 2, sezione III, para.2.1

(periodo di *retention*), che non può essere inferiore a 1 anno e può essere ridotto a non meno di 6 mesi per gli strumenti finanziari differiti per almeno 5 anni³⁰³.

Deve essere inoltre sottoposta, per una porzione almeno pari al 40%, a sistemi di pagamento differito per un intervallo di tempo non minore di 4-5 anni, così che la loro quantificazione si adegui all'evoluzione nel tempo dei rischi assunti dalla banca (meccanismi di *malus*)³⁰⁴.

Infine, possono essere previsti meccanismi di *claw back* per gli incentivi riconosciuti a soggetti che hanno determinato o concorso a determinare comportamenti in violazione di disposizioni di legge, regolamentari o statutarie o a eventuali codici etici o di condotta adottati dalla banca, che hanno determinato una perdita rilevante per la banca o per la clientela³⁰⁵.

3.3.3 La disciplina specifica delle società quotate

Ulteriori disposizioni in materia di remunerazione sono contenute nella disciplina speciale per le società quotate nel Decreto Legislativo 24 febbraio 1998 n. 58 o Testo Unico Della Finanza (“T.U.F.”).

Un primo riferimento normativo all’interno del T.U.F. riguardo alla remunerazione degli amministratori è presente nell’articolo 114-*bis*, introdotto dalla legge 28 dicembre 2005, n. 262 (c.d. Legge sul risparmio).

Esso ha lo scopo di fornire da informazioni più dettagliate e trasparenti ai soci e al pubblico rispetto ai piani di incentivazione e colmare le lacune normative rispetto a talune forme incentivazione azionaria³⁰⁶.

L’articolo stabilisce che i compensi basati sul pagamento di strumenti finanziari verso chiunque abbia un rapporto con la società, siano sottoposti al voto assembleare³⁰⁷.

³⁰³ Banca d’Italia, Circolare della Banca di Italia n.238/2013, Titolo IV, Capitolo 2, sezione III, para.2.1

³⁰⁴ Banca d’Italia, Circolare della Banca di Italia n.238/2013, Titolo IV, Capitolo 2, sezione III, para.2.1

³⁰⁵ Banca d’Italia, Circolare della Banca di Italia n.238/2013, Titolo IV, Capitolo 2, sezione III, para.2.1

³⁰⁶ M. CAMPOBASSO, *La remunerazione degli amministratori di società quotate: l’esperienza italiana*, (2011), op. cit., p. 720.

³⁰⁷ T.U.F, Art.114-bis: “1. I piani di compensi basati su strumenti finanziari a favore di componenti del consiglio di amministrazione ovvero del consiglio di gestione, di dipendenti o di collaboratori non legati alla società da rapporti di lavoro subordinato, ovvero di componenti del consiglio di amministrazione ovvero del consiglio di gestione, di dipendenti o di collaboratori di altre società controllanti o controllate sono approvati dall’assemblea ordinaria dei soci. ((Nei termini e con le modalità previsti dall’articolo 125-ter, comma 1.)) l’emittente mette a disposizione del pubblico la relazione con le informazioni concernenti:

L'assemblea dovrà essere adeguatamente informata sulle motivazioni alla base di tale scelta, chi beneficia del piano, i modi in cui esso verrà attuato ed eventuali vincoli alla distribuzione delle azioni.

La norma prevede, inoltre, che la relazione contenente le informazioni previste dall'articolo 114-bis siano rese note al pubblico nei termini di pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea.

L'allegato 3A, schema 7, del Regolamento Emittenti, redatto dalla CONSOB indica nel dettaglio i contenuti della relazione che deve essere portata a conoscenza dell'assemblea in occasione della delibera sull'approvazione dei piani.

Il legislatore italiano ha assimilato nell'art. 123-ter del T.U.F, con il D.lgs. n.259/2010, le Raccomandazioni della Commissione Europea 2004/913/CE e 2009/385/CE³⁰⁸.

Successivamente la norma è stata ulteriormente modificata per integrare la disciplina della Direttiva UE 2017/828 con il D.lgs. n.49/2019.

La norma ha lo scopo di garantire che la determinazione dei compensi dell'organo di amministrazione e del *top management* sia equilibrata e adottata in maniera trasparente³⁰⁹.

a) le ragioni che motivano l'adozione del piano; b) i componenti del consiglio di amministrazione ovvero del consiglio di gestione della società, delle controllanti o controllate, che beneficiano del piano; b-bis) le categorie di dipendenti, o di collaboratori della società e delle società controllanti o controllate della società, che beneficiano del piano; c) le modalità e le clausole di attuazione del piano, specificando se la sua attuazione è subordinata al verificarsi di condizioni e, in particolare, al conseguimento di risultati determinati; d) l'eventuale sostegno del piano da parte del Fondo speciale per l'incentivazione della partecipazione dei lavoratori nelle imprese, di cui all'articolo 4, comma 112, della Legge 24 dicembre 2003, n. 350; e) le modalità per la determinazione dei prezzi o dei criteri per la determinazione dei prezzi per la sottoscrizione o per l'acquisto delle azioni; f) i vincoli di disponibilità gravanti sulle azioni ovvero sui diritti di opzione attribuiti, con particolare riferimento ai termini entro i quali sia consentito o vietato il successivo trasferimento alla stessa società o a terzi.2. Le disposizioni del presente articolo si applicano agli emittenti quotati e agli emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante ai sensi dell'articolo 116.3. La Consob definisce con proprio regolamento le informazioni, relative agli elementi indicati nel comma 1, che devono essere fornite in relazione alle varie modalità di realizzazione del piano, prevedendo informazioni più dettagliate per piani di particolare rilevanza."

³⁰⁸Decreto legislativo n. 259/2010 consultabile presso: <<https://www.normattiva.it/atto/caricaDettaglioAtto?atto.dataPubblicazioneGazzetta=2011-02-07&atto.codiceredazionale=011G0029&atto.articolo.numero=1&atto.articolo.sottoarticolo=1&atto.articolo.tipo.articolo=0>>

³⁰⁹ Cfr. V. CALANDRA BUONAURO, *Commentario Breve al Testo Unico della Finanza*, (2020), Cedam, Collana Breviaria Iuris: Osserva I. CAPELLI, *La sostenibilità ambientale e sociale nelle politiche di remunerazione degli amministratori delle società quotate: la rilevanza degli interessi degli stakeholder dopo la SHRD II*, op. cit., reperibile presso:http://images.rivistaodc.eu/f/articoli/157_articolo_h4vp2_ORIZZONTI.pdf, che <<negli ultimi anni si registra una crescente attenzione verso le politiche di remunerazione che, insieme ai compensi individuali del personale più rilevante, sono oggetto di specifici e dettagliati obblighi di trasparenza. In virtù di queste regole, il tema dei compensi non appartiene più, come in passato, all'ambito delle notizie riservate, né può essere fatto oggetto di un atteggiamento riferibile al celebre *motto never explain, never apologize*; al contrario, l'art. 123-ter t.u.f. consegna agli azionisti e al mercato dettagliati strumenti per il monitoraggio delle politiche di remunerazione e della relativa attuazione>>.

L'articolo stabilisce che l'impresa debba mettere a disposizione del pubblico, almeno ventuno giorni prima dell'assemblea prevista dall'articolo 2364 e 2364 bis, una relazione sulla politica di remunerazione e sui compensi corrisposti agli amministratori e che ne definisca la struttura ed i contenuti³¹⁰.

Essa viene approvata dal consiglio di amministrazione per le società che adottano il sistema tradizionale o dal consiglio di sorveglianza per il dualistico.

In linea con quanto previsto dalle Raccomandazioni europee, la relazione è divisa in due sezioni.

La prima di carattere generale, contiene indicazioni sulla politica di remunerazione dei componenti dell'organo di amministrazione e di controllo, dei direttori generali e dei dirigenti con responsabilità strategiche ed espone le procedure adottate relative all'adozione e attuazione della stessa.

In particolare, essa illustra gli organi e i soggetti che hanno predisposto e approvato e revisionato le politiche retributive; descrive accuratamente come le politiche decise siano coerenti con la strategia d'impresa e il *business purpose*; le percentuali di approvazione della politica nell'esercizio precedente e le metriche per valutare la *performance* degli amministratori.

La seconda illustra analiticamente gli elementi che compongono la remunerazione di ciascun amministratore, tra cui anche i trattamenti di fine rapporto, precisando le componenti riferibili ad attività svolte in esercizi precedenti ma retribuite nell'esercizio di riferimento e altresì le attività di competenza dello stesso, la cui retribuzione avverrà però in quelli successivi³¹¹.

Essa deve riflettere la coerenza dei trattamenti previsti in caso di cessazione o risoluzione del rapporto di lavoro con il piano di remunerazione dell'esercizio di riferimento e illustrare come le società abbiano tenuto conto del voto espresso l'anno precedente³¹².

L'art. 84-*quater* del Regolamento degli Emittenti stabilisce il contenuto, la forma, e la struttura della prima parte della relazione e prevede che le politiche retributive specificino che essa contribuisca al raggiungimento degli obiettivi aziendali e al benessere nel lungo termine dell'impresa.

³¹⁰ T.U.F., Art.123-ter, co.1

³¹¹ T.U.F., Art.123-ter, co. 4, lettera b

³¹² T.U.F., Art.123-ter, co. 4, lettera a e lettera b-bis.

L'articolo inoltre prevede che i compensi degli amministratori debbano essere stabiliti tenendo in considerazione i livelli retributivi degli altri dipendenti della società; che ogni componente della stessa debba essere determinata attraverso criteri chiari, semplici ed esaustivi e infine che siano previsti dei criteri chiari e specifici per l'applicazione di clausole di *malus* e *claw-back*.

Ulteriori disposizioni rispetto alla struttura e al contenuto della relazione sulla remunerazione sono previste dall'allegato 3A del medesimo Regolamento.

Esso prevede che la relazione debba infatti indicare: i destinatari del provvedimento; le ragioni che giustificano l'adozione del piano; la procedura e i termini per l'assegnazione delle diverse forme di compenso e le diverse caratteristiche degli strumenti attribuiti.

Alcune disposizioni di carattere maggiormente specifico e tecnico rispetto al contenuto della relazione sono contenute nello schema *7-bis* del medesimo allegato³¹³.

Inoltre, le ultime modifiche normative disciplinano dettagliatamente il diritto di "*say on pay*" dei soci.

Si prevede la possibilità per l'assemblea di esprimere un voto vincolante e preventivo sulla prima parte della relazione sulla remunerazione e nel caso in cui il voto abbia esito negativo, il consiglio è tenuto a presentare una nuova politica nell'assemblea successiva.

È poi previsto che l'assemblea possa esprimere un voto consultivo rispetto alla seconda sezione della relazione e sebbene esso non abbia effetti vincolanti, è soggetto a determinati obblighi pubblicitari che spingono l'impresa a tenerne conto.

La Relazione dovrà indicare come la società abbia tenuto in considerazione le indicazioni dei soci.

Infine, il quinto comma dell'articolo prevede che i piani di retribuzione previsti dall'articolo 114-*bis* debbano essere allegati alla relazione o debba essere indicato dover reperirli nella pagina web della società.

La normativa di settore, quindi, prevede un'ulteriore tutela per gli azionisti delle società quotate, incentivandone l'attivismo e la partecipazione alla vita societaria.

Secondo il legislatore, infatti, il diritto degli azionisti di esprimersi sulla remunerazione degli amministratori contribuisce alla redazione di politiche retributive

³¹³ CLEARY GOTTlieb, *SRD II: CONSOB modifica il Regolamento Parti Correlate e il Regolamento Emittenti*, Alert Memorandum del 22.12.2020, (2020), consultabile presso: <https://www.clearygottlieb.com/-/media/files/alert-memos-2020/2020_12_22-srd-ii_consob-modifica-il-regolamento-parti-correlate-e-il-regolamento-emittenti-pdf.pdf>

maggiormente commisurate al raggiungimento dell'interesse sociale alla sostenibilità e al benessere di lungo periodo dell'impresa³¹⁴.

Il quadro normativo sembra rispecchiare le linee di indirizzo dell'Unione volte a incentivare la trasparenza informativa nei confronti degli azionisti e degli altri *stakeholders*.

Per concludere l'esame della disciplina italiana in materia di retribuzione degli amministratori bisogna esaminare le norme contenute nel Codice di autodisciplina in merito alla composizione e la trasparenza informativa riguardante i compensi.

Il Codice è stato emanato per la prima volta nel 1999 ed è stato varato da un Comitato per la Corporate Governance composto da associazioni di impresa, Assogestioni e dalla Borsa Italiana³¹⁵.

Il Codice costituisce una fonte secondaria e, come la controparte britannica, l'applicazione delle norme in esso contenute ha carattere volontario.

Le società che aderiscono alla sua applicazione saranno tenute a un obbligo di “*comply or explain*” rispetto all'applicazione delle disposizioni in esso contenute. Esse dovranno comunicare nella relazione sulla gestione prevista dall'articolo 123-*bis* del T.U.F, le ragioni per cui decidono di non aderire a certe disposizioni.

L'attuale formulazione del Codice di Corporate Governance italiano è il prodotto di un vero e proprio ripensamento strutturale del suo contenuto avvenuto nel 2020, volto a realizzare separazione più nitida tra i principi inderogabili di corretta amministrazione e le raccomandazioni rispetto alla cui applicazione è concessa maggiore flessibilità³¹⁶.

Attraverso una struttura più snella e fruibile il codice vuole consolidare i principi di corretta amministrazione già diffusi nella prassi delle imprese italiane e allo stesso tempo incoraggiare l'adozione di politiche sostenibili e di lungo termine con numerose raccomandazioni rispetto al legame tra remunerazione degli amministratori e successo sostenibile dell'impresa³¹⁷.

³¹⁴ T.U.F., Art.123-ter, co.3-bis

³¹⁵ Maggiori informazioni rispetto alla composizione del Comitato per la Corporate Governance sono reperibili presso: <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/comitato/comitato.htm>

³¹⁶ M. SIRI, *la sostenibilità nei codici di autodisciplina*, (2022) in *governance e mercati- studi in onore di Paolo Montalenti*, a cura di M. CALLEGARI, S.A. CERRATO, E.R. DESANA, Giappichelli Editore 2022 a p.333

“*Il carattere maggiormente proporzionale e flessibile del nuovo Codice si coglie anche dal numero crescente di raccomandazioni la cui portata precettiva è calibrata in virtù del criterio dimensionale degli emittenti (grandi/piccoli)*” - caratteristica del Codice esaminata più approfonditamente da M. BELCREDI, S. BOZZI, In M. BELCREDI, S. BOZZI, *Rapporto Fin-Gov sulla Corporate Governance in Italia*, 2021, a p.8

³¹⁷ Il Codice definisce il successo sostenibile come “*obiettivo che guida l'azione dell'organo*

In particolare, il Codice italiano di Corporate Governance in maniera simile al Codice di Corporate Governance del Regno Unito, introduce il concetto di “successo sostenibile”, inteso come creazione di valore nel lungo termine a beneficio dei soci, tenendo in considerazione gli interessi degli altri portatori di interessi rilevanti per la società, quale fine ultimo a cui deve ambire la gestione d’impresa³¹⁸.

Secondo il Codice, le imprese di grandi dimensioni non dovrebbero parametrare il proprio operato unicamente sulla soddisfazione degli interessi degli azionisti, ma dovrebbero considerare adeguatamente gli interessi di altri *stakeholders*, dalla cui soddisfazione dipende la buona reputazione e il successo di lungo periodo della società.

In tale maniera sarebbe possibile irrobustire le prospettive di continuità della società, attraverso strategie che creino valore nel tempo e bilancino le esigenze di profitto con più diffusi bisogni ambientali e sociali. Il Codice, quindi, integra l’obiettivo di successo sostenibile sia rispetto alle politiche retributive, che al sistema interno di controllo e monitoraggio, rendendolo un principio immanente all’intera auto-disciplina³¹⁹.

Ai sensi dei principi I e II (art. 1), perseguire il successo sostenibile per la società è il compito principale dell’organismo amministrativo, che deve definire strategie coerenti con tale obiettivo.

La verifica della coerenza delle strategie di impresa con lo “sviluppo sostenibile” è affidata al comitato controllo e rischi³²⁰.

diamministrazione 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”. - Principio XV (art.5)

Sul rilievo della sostenibilità nel codice di corporate governance italiano ha scritto in maniera più approfondita C. MALBERTI, *L’enviromental, social, and corporate governance nel diritto societario italiano: svolta epocale o colpo di coda?* in *Giornale di diritto del lavoro e relazioni industriali*, 2020, a p.168,661,680

³¹⁸ P. MARCHETTI, *Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate*, (2020), *Rivista delle società*, Vol.1, p. 272.

³¹⁹ U. TOMBARI, L. ALESSANDRO, *IL “nuovo” Codice di Corporate Governance delle società quotate: prime riflessioni*, (2020), in *IlSocietario.it*, disponibile al link: <http://ilsocietario.it/articoli/focus/il-nuovo-codice-di-corporate-governance-delle-societ-quotate-prime-riflessioni>

³²⁰ Il Codice ne ha arricchito notevolmente i compiti prevedendo che “*esso debba 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*” - Assonime, *Doveri degli amministratori e sostenibilità*, (2021), n.6, a p.53

Il principio XV (art. 5) attribuisce al successo sostenibile il ruolo di cardine su cui incentrare interamente le politiche retributive degli amministratori predisposte dal *board*³²¹.

L'implementazione nei piani di retribuzione degli amministratori di obiettivi di performance misurabili e legati alla promozione del successo sostenibile della società assume un ruolo rilevante nell'incentivare gli amministratori a realizzare strategie responsabili ambientalmente e socialmente³²².

L'articolo fornisce delle linee guida volte a integrare la disciplina del TUF rispetto alla forma e la misura dei compensi degli amministratori.

In primo luogo, riprendendo i dettami dell'Unione Europea nella Raccomandazione 2004/913/CE, stabilisce che le politiche di remunerazione debbano essere orientate a trattenere e motivare i soggetti dotati delle competenze e della professionalità che richiede la posizione che rivestono all'interno della società³²³.

Esse devono essere adottate in maniera trasparente dall'organo di amministrazione, che è anche tenuto a controllare che i criteri e i principi dettati siano rispettati nella loro erogazione³²⁴.

Nella formulazione delle politiche assume un ruolo rilevante il Comitato della remunerazione, un organo interno del consiglio che svolge funzioni istruttorie e propositive in materia di remunerazione.

Tale organo è composto esclusivamente da amministratori non esecutivi, per la maggior parte indipendenti e deve includere almeno un membro in possesso di adeguate conoscenze ed esperienza in ambito finanziario e di politiche retributive³²⁵.

La raccomandazione n. 25 assegna al Comitato il compito di assistere il Consiglio di amministrazione nell'elaborazione della politica per la remunerazione e gli offre la

³²¹ La precedente formulazione del codice conteneva un dettato simile nell'articolo 6, che tuttavia faceva riferimento alla remunerazione in generale - in I. CAPELLI, *Le remunerazioni*, in M. CERA, G. PRESTI (diretto da), *Il testo unico finanziario*, (2020), Zannichelli, pp.1896 ss.

³²² M. STELLA RICHTER, *Profili attuali dell'amministrazione delle società quotate*, in Giur. Comm., (2021), a p.416

³²³ Codice di Corporate Governance, art.5, principio XV

³²⁴ Codice di Corporate Governance, art.5, Principi XVI e XVII

³²⁵ Il Codice di Corporate Governance prevede che il consiglio di amministrazione sia composto da almeno due amministratori dotati dei requisiti di indipendenza previsti dall'articolo 2 Raccomandazione 7, oltre a quelli previsti ex lege dal Codice civile e dal T.U.F. (articolo 2 Raccomandazione 5). Al riguardo G. MEO, *L'amministrazione nelle società quotate*, (2020) in M. CERA, G. PRESTI, *Il testo Unico Finanziario*, Zanichelli, pp. 1844 ss. e M. CAMPOBASSO, *La remunerazione degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*, (2011), op. cit., p. 715

possibilità di presentare proposte o fornire consigli rispetto alla retribuzione degli amministratori esecutivi e di altri amministratori che rivestono cariche particolari, nonché sulla predisposizione dei *target di performance* da raggiungere³²⁶.

Il Comitato possiede anche compiti di controllo rispetto all'applicazione concreta delle politiche retributive e al conseguimento degli obiettivi di performance³²⁷.

Esso infine vaglia periodicamente l'adeguatezza e la coerenza delle politiche di remunerazione degli amministratori e del *top management*³²⁸.

Il Comitato, tuttavia, non possiede il potere di deliberare direttamente sulla materia retributiva poiché sarebbe necessaria la concessione di una delega che lo qualificerebbe al pari del comitato esecutivo a norma dell'articolo 2381c.c. e di conseguenza porrebbe i membri in una posizione di conflitto di interessi rispetto al ruolo che gli è affidato³²⁹.

Nelle raccomandazioni n. 26 e 27, il Codice prevede delle indicazioni più analitiche rispetto al contenuto delle politiche retributive, concentrandosi in particolar modo sulle componenti variabili dei compensi.

Esse prevedono che il Comitato operi un bilanciamento tra la quota fissa e la quota variabile della remunerazione degli amministratori tenendo in considerazione: il settore di riferimento in cui opera l'impresa, le politiche per gestire i rischi della società e la loro adeguatezza rispetto agli scopi e gli obiettivi che l'impresa vuole raggiungere.

Inoltre, stabiliscono che la remunerazione variabile sia sottoposta a un tetto massimo, sia legata ad obiettivi di *performance* di lungo termine coerenti con l'interesse sociale alla promozione del successo sostenibile, e siano sottoposte a clausole di *claw-back* nel caso in cui siano assegnate in base a dati che si sono rivelati manifestamente errati nel corso del tempo o altre circostanze eventualmente individuate dalla società³³⁰.

Tirando le somme le norme in tema di remunerazione degli amministratori nelle società quotate italiane, si pongono in linea con il *framework* europeo che guarda ai piani di retribuzione come strumento per incrementare la consapevolezza degli azionisti rispetto all'operato del management e il conseguimento degli obiettivi finanziari e non finanziari che la società si pone.

³²⁶ Codice di Corporate Governance, raccomandazione n.25, lettere a e b

³²⁷ Codice di Corporate Governance, raccomandazione n.25, lettera c.

³²⁸ Codice di Corporate Governance, raccomandazione n.25, lettera d.

³²⁹ S. BRUNO, F. BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedure, risultati, prospettive*, Rivista delle società, Vol.6, a p. 1280

³³⁰ Codice di Corporate Governance, Raccomandazione n. 27, lettere b; c; e.

In particolare, le disposizioni del Codice di autodisciplina sembrano emulare la disciplina della *sec. 172* del Companies Act e del Codice di Corporate Governance del Regno Unito.

Sebbene nel Codice non vi sia alcun riferimento esplicito all'adozione di indici relativi alla misurazione delle performance legate alla sostenibilità sociale ed ambientale dell'attività di impresa; le disposizioni settoriali esaminate, se considerate nel quadro olistico del complesso insieme di norme che attualmente incentivano la responsabilità sociale, potrebbero incrementare la pressione sociale sui Consigli di amministrazione affinché leghino una quota della remunerazione variabile degli amministratori ad obiettivi ESG³³¹.

Insieme agli obblighi di trasparenza del Testo Unico della Finanza, esse potrebbero orientare il Consiglio di Amministrazione a adottare politiche retributive orientate alla sostenibilità di lungo periodo; considerare la sostenibilità ambientale e sociale nei propri processi decisionali e impiegare fattori ESG nel governo dei rischi d'impresa³³².

³³¹ Obiettivi relativi alla sostenibilità ambientale; sociale e di *governance* (L' acronimo ESG infatti sta per *Enviroment, Social and Governance*)

³³²Così S. BRUNO, F. BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedure, risultati, prospettive*, op. cit., p. 1276.; M. SIRI, *la sostenibilità nei codici di autodisciplina*, (2022) in *governance e mercati- studi in onore di Paolo Montalenti*, a cura di M. CALLEGARI, S.A. CERRATO, E.R. DESANA, Giappichelli Editore 2022, a p.335

CAPITOLO III

La responsabilità sociale e la remunerazione sostenibile nella prassi delle imprese italiane e britanniche

1. La responsabilità sociale e la retribuzione sostenibile nella prassi delle società quotate nel mercato italiano e del Regno Unito

A fronte dell'analisi dell'evoluzione dottrinarie del concetto di *business purpose* e della dettagliata normativa internazionale e nazionale in materia di responsabilità sociale di impresa è opportuno domandarsi se, nella prassi, essa abbia spronato le società italiane e del Regno Unito, a adottare strategie e modelli di *business*, inclusivi, sostenibili e orientati al successo di lungo periodo dell'impresa³³³.

L'adozione da parte delle società italiane e del Regno Unito delle *best practices* in materia di ESG è il frutto di interventi di natura pubblicistica e autoregolamentazione, sia a livello nazionale che nella legislazione europea³³⁴.

Focalizzando l'analisi sulla prassi delle società quotate (poiché ad esse sono rivolti i principali interventi normativi e sono maggiormente sensibili a valutazioni reputazionali) è possibile osservare come l'introduzione del concetto di successo sostenibile nei Codici di *corporate governance* britannico ed italiano sia solo l'ultimo tassello di un graduale mutamento di orizzonte attorno al ruolo delle società nella transizione verso un modello economico maggiormente sostenibile³³⁵.

Infatti, l'evoluzione legislativa, assieme probabilmente alla rilevanza mediatica che le istanze relative alla sostenibilità hanno acquisito nel tempo, ha portato a un cambiamento nelle aspettative dei soci, specialmente degli investitori istituzionali, nei confronti delle

³³³ P. MARCHETTI, *Il bicchiere mezzo pieno*, (2021), in Riv. Soc., 2-3, p. 336 ss.

³³⁴ M. SIRI, *la sostenibilità nei codici di autodisciplina*, (2022) in *governance e mercati- studi in onore di Paolo Montalenti*, a cura di M. CALLEGARI, S.A. CERRATO, E.R. DESANA, Giappichelli Editore 2022, a p.338

³³⁵ G. STRAMBELLI, *Soft law e fattori ESG: dai codici di corporate governance alle corporate guidelines ed alle index exclusion policies*, (2022) in *governance e mercati- studi in onore di Paolo Montalenti*, a cura di M. CALLEGARI, S.A. CERRATO, E.R. DESANA, Giappichelli Editore 2022 a p.342

società in cui detengono partecipazioni azionarie, adesso sempre più attenti all'adozione di politiche in materia sociale³³⁶

È ormai una tendenza predominante dei grandi investitori, esercitare i propri poteri di monitoraggio e controllo per spingere le imprese ad integrare nelle proprie strategie e decisioni anche fattori sociali e ambientali, attraverso modelli di *governance* che incentivano il perseguimento degli obiettivi ESG e l'utilizzo di sistemi di produzione e fornitura di servizi orientati allo sviluppo sostenibile³³⁷.

In particolare, utilizzano i propri diritti di “*say on pay*”, per influenzare il comitato preposto a redigere le politiche di remunerazione degli amministratori a prevedere incentivi ESG nella componente variabile del compenso³³⁸.

1.1 La nuova pressione dei soci per la sostenibilità

La concentrazione azionaria attorno a grandi investitori istituzionali ha probabilmente favorito l'evoluzione della *corporate governance* delle principali imprese quotate britanniche e italiane in un'ottica di sostenibilità.

Inoltre, a differenza dei piccoli azionisti indipendenti, maggiormente indifferenti rispetto a riflessi reputazionali dei propri investimenti, in questo periodo storico in cui predomina una sensibilità generale rispetto ai temi legati alla sostenibilità, gli investitori

³³⁶ Cfr. J.R. MACEY, *ESG investing: Why Here? Why Now?* (2021), Yale Law & Economics Research Paper, Law & Economics Center at George Mason University Scalia Law School Research Paper Series No. 22-013, a p.25ss.

³³⁷ E. LOFFREDO, *sostenibilità ed economicità dell'impresa: prime riflessioni*, (2022), op. cit., a p. 223
Sul punto anche G. STRAMBELLI, *Soft law e fattori ESG: dai codici di corporate governance alle corporate guidelines ed alle index exclusion policies*, a p.344:
“I maggiori asset manager e, in particolare, quelli che hanno una parte consistente delle masse amministrare investite in fondi passivi possono, in considerazione della rilevante entità delle partecipazioni detenute, influenzare la condotta delle società partecipate anche senza attuare interventi diretti ma, semplicemente, rappresentando le proprie preferenze, nell'implicito presupposto che la mancata considerazione di queste ultime può determinare una reazione mediante l'espressione di un voto contrario o l'avvio di iniziative di iniziative di engagement ovvero l'ap-poggio di iniziative più aggressive da parte di fondi attivisti.”

³³⁸ Dagli studi di CALLAN e THOMAS e MAHONEY e THORN emerge che il rating di sostenibilità delle imprese analizzate è positivamente connesso all'utilizzo di *stock option*, *bonus* legate a obiettivi ESG.- S.J. CALLAN, J.M. THOMAS, *Executive compensation, corporate social responsibility, and corporate financial performance: a multi-equation framework*, (2011) *Corp Soc Responsib Environ Manag*18(6):332–351; L.S. MAHONEY, L. THORN, *An examination of the structure of executive compensation and corporate social responsibility: a Canadian investigation*, (2006) *J Bus Ethics* 69(2):149–162

istituzionali sono chiamati a prevedere e rispondere alle aspettative dei propri clienti riguardo all'integrazione di fattori ESG nelle strategie di investimento e *stewardship* che mettono in atto³³⁹.

A causa della concentrazione azionaria in mano a grandi investitori, il voto sulle politiche di remunerazione ha acquisito un ruolo fondamentale nella vita societaria ed è divenuto uno luogo essenziale di confronto tra il *management* e i principali investitori.

Si è affermata nella prassi, infatti, l'adozione, da parte degli investitori istituzionali, di *stewardship* e *proxy voting guidelines* che forniscono alle società in cui gli investitori hanno partecipazioni una preventiva indicazione delle proprie politiche di voto rispetto alle politiche di retribuzione³⁴⁰.

Più precisamente, i maggiori investitori istituzionali internazionali impiegano principi di *stewardship* globali insieme a *proxy voting guidelines* sulla base delle caratteristiche dei *framework* regolatorio nazionali³⁴¹.

Queste *guidelines* sono sempre più utilizzate non solo per assolvere gli obblighi di trasparenza imposti dalla legge nei confronti dei clienti, ma anche quale strumento per comunicare alle società partecipate gli assetti organizzativi e le strategie che si prediligono in materia di sostenibilità³⁴².

Infatti, pur focalizzandosi ancora prevalentemente sui profili di *corporate governance*, è possibile osservare una tendenza crescente da parte degli investitori istituzionali nell'attribuire rilievo, all'interno delle proprie *voting guidelines*, alle tematiche ambientali e sociali, con l'obiettivo di gestire e contenere al meglio i rischi sistematici del proprio portafoglio³⁴³.

Per esempio, i *Global Corporate Governance and Responsible Investment Principles* che adotta Legal&General, il principale *asset manager* britannico, espressamente affermano che essi delineano le aspettative rispetto ai temi che la società ritiene essenziali

³³⁹ M. BARZUZA, Q. CURTIS, D. WEBBER, *Shareholder Value(s): Index Fund Activism and the New Millennial Corporate Governance*, (2019), in Southern California Law review, 2020, a p.1243 ss.

³⁴⁰ G. STRAMBELLI, *Soft law e fattori ESG: dai codici di corporate governance alle corporate guidelines ed alle index exclusion policies*, (2022) in *governance e mercati- studi in onore di Paolo Montalenti*, a cura di M. CALLEGARI, S.A. CERRATO, E.R. DESANA, Giappichelli Editore 2022 a p.345

³⁴¹ Ibid., a p.346

³⁴² J.N. GORDON, *Systematic Stewardship*, 2021, ap. 20, reperibile presso: [https://www.ecgi.global/sites/default/files/Systematic%20Stewardship%20\(2021\).pdf](https://www.ecgi.global/sites/default/files/Systematic%20Stewardship%20(2021).pdf)

³⁴³ G. STRAMBELLI, *Soft law e fattori ESG: dai codici di corporate governance alle corporate guidelines ed alle index exclusion policies*, (2022) in *governance e mercati- studi in onore di Paolo Montalenti*, a cura di M. CALLEGARI, S.A. CERRATO, E.R. DESANA, Giappichelli Editore 2022 a p.345

per un quadro di governance efficiente e per la costruzione di un modello aziendale sostenibile³⁴⁴.

Ne deriva che numerose società cercano di adottare modelli di *corporate governance* che possano soddisfare le aspettative degli investitori istituzionali e dei gestori finanziari, coinvolgendoli talvolta nelle fasi di redazione dei piani di incentivazione degli amministratori (in special modo rispetto alla definizione degli obiettivi relativi alla sostenibilità e alla *corporate social responsibility*)³⁴⁵.

1.2 La rilevanza dei fattori di sostenibilità negli indici di mercato

Un altro fattore che alimenta l'impegno sociale delle imprese è l'attitudine di alcuni *index provider*³⁴⁶ a regolare l'inclusione e l'esclusione dei titoli azionari dai loro indici (anche) sulla base di parametri, predefiniti e misurabili, che riguardano le *performance* di sostenibilità delle società³⁴⁷.

Definendo i parametri per includere una società in un indice determinato, gli *index provider* hanno assunto il ruolo predominante (per certi versi superiore rispetto al ruolo degli investitori istituzionali e delle stesse previsioni in materia di sostenibilità dei codici di *corporate governance*) nell'orientare il comportamento delle società quotate³⁴⁸.

³⁴⁴ LEGAL & GENERAL INVESTMENT MANAGEMENT, *Global Corporate Governance and Responsible Investment Principles*, (2021), disponibili presso: https://www.lgim.com/landg-assets/lgim/_document-library/capabilities/lgim-global-corporate-governance-and-responsible-investment-principles.pdf

³⁴⁵ M.BELCREDI, S. BOZZI, CIAVARELLA, V. NOVEMBRE, *Proxy advisors and shareholder engagement. Evidence from Italian say-on-pay* (2015), Quaderno della CONSOB n.81

³⁴⁶ Gli *index providers* sono aziende che progettano e calcolano gli indici. Hanno la responsabilità di stabilire le regole che decidono quali titoli includere in ogni indice, come l'indice sarà gestito e come i titoli saranno aggiunti o rimossi dall'indice nel tempo. – più informazioni al riguardo presso: <https://www.spglobal.com/spdji/en/research-insights/index-literacy/who-s-behind-the-index/>

³⁴⁷ G. STRAMBELLI, *Soft law e fattori ESG: dai codici di corporate governance alle corporate guidelines ed alle index exclusion policies*, (2022) in *governance e mercati- studi in onore di Paolo Montalenti*, a cura di M. CALLEGARI, S.A. CERRATO, E.R. DESANA, Giappichelli Editore 2022 a p.345

³⁴⁸ J. PETRY, J. FICHTER, E. HEEMSJERK, *Steering capital: the growing private authority of index providers in the age of passive asset management*, in *Review of International Political economy*, (2021), a p.152ss. e R. WIGGLESWORTH, *the index providers are quietly building up enormous powers*, in *Financial Times*, 2020

La possibilità di essere esclusa da un determinato indice può avere dei riflessi negativi sulla liquidità, la reputazione e la quotazione della società, determina quindi un incentivo rilevante per rispettare i parametri definiti dagli *index providers*³⁴⁹.

Sono sempre più diffusi *index fund* legati a criteri che considerano non soltanto le *performance* finanziarie delle società ma anche la loro *performance* sociale ed ambientale, come ad esempio il *Gender Diversity Index ETF* di *StateStreet* che considera quale parametro il livello di *gender diversity* nel consiglio di amministrazione e tra i vertici aziendali³⁵⁰.

Altri indici prevedono l'esclusione delle società che non rispettano i principi di sostenibilità del *UN Global Compact* o altri *standard* internazionalmente riconosciuti di sostenibilità³⁵¹.

Tra gli indici più popolari in tal senso si possono citare i *Dow Jones Sustainability Indices* (DJSI) ed il *CDP ranking*³⁵².

I *Dow Jones Sustainability Indices* sono un gruppo di indici che misurano la sostenibilità delle società appartenenti a diversi settori, paragonandone la performance rispetto al 10% delle imprese più sostenibili del settore a cui appartengono (*il DJS Global Index*).

Il posizionamento nell'indice dipende dalla adozione di strutture societarie che rispecchino e siano in grado di attuare in maniera concreta il piano strategico per la sostenibilità dell'impresa; dall'impatto sul clima delle strategie aziendali e delle misure adottate per rendere sostenibile il ciclo di vita dei prodotti dell'impresa; dall'adozione di

³⁴⁹ Evidenze rispetto all'importanza del rispetto dei parametri degli *index providers* emergono dai lavori di ricerca e analisi di S. CLAESSENS & YISHAY YAFEH e S. JOHNSON: Cfr. S. CLAESSENS, YISHAY YAFEH, *Additions to Market Indices and the Comovement of Stock Returns Around the World*, a p.1 disponibile presso: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Additions-to-Market-Indices-and-the-Comovement-of-Stock-Returns-Around-the-World-24688>
Cfr. S. JOHNSON, *FTSE Russell threatens to expel 208 ESG offenders from FTSE4Good*, in *Financial Times*, 15 giugno 2021.

³⁵⁰ Più informazioni rispetto all'indice sono reperibili presso: <https://www.ssga.com/us/en/intermediary/etfs/funds/spdr-msci-usa-gender-diversity-etf-she>

³⁵¹ G. STRAMBELLI, *Soft law e fattori ESG: dai codici di corporate governance alle corporate guidelines ed alle index exclusion policies*, (2022) in *governance e mercati- studi in onore di Paolo Montalenti*, a cura di M. CALLEGARI, S.A. CERRATO, E.R. DESANA, Giappichelli Editore 2022 a p.352

³⁵² Informazioni più approfondite rispetto ai *Dow Jones Sustainability Indices (DJSI)* sono reperibili presso: <https://www.spglobal.com/spdji/en/indices/esg/dow-jones-sustainability-world-index/#overview>
Informazioni più approfondite rispetto al *CDP ranking* sono reperibili presso: <https://www.cdp.net/en/companies/companies-scores>

pratiche lavorative inclusive che consentano lo sviluppo e la formazione del capitale umano ed infine dalle attività filantropiche in cui la società è coinvolta.

Ogni voce viene valutata sulla base dei *GRI Standard*³⁵³, e il processo viene ripetuto con cadenza annuale in modo tale da tenere periodicamente aggiornato l'elenco delle imprese maggiormente sostenibili.

CDP utilizza un metodo differente di valutazione: assegna un punteggio di carattere alfabetico alle società rispetto alla trasparenza e completezza delle dichiarazioni di carattere non finanziario, alla gestione dei rischi legati al cambiamento climatico e alla tutela dell'ambiente e all'adozione delle *best practice* in materia di sostenibilità.

Le società che ricevono una valutazione massima rispetto all'impegno per la lotta contro il cambiamento climatico, la tutela della natura e la sicurezza dell'acqua, vengono inserite nella cosiddetta "*A list*".

I parametri relativi all'ingresso e alla permanenza in tali indici possono avere un'influenza significativa sulla condotta delle società, che possono ricavare benefici reputazionali e in termini di finanziamenti dall'inclusione in uno o più indici³⁵⁴.

In definitiva la diffusione di indici legati a parametri ESG costituisce un ulteriore incentivo all'adozione di pratiche di corporate governance, come prevedere obiettivi di sostenibilità nei piani di incentivazione degli amministratori, improntati alla produzione di valore sostenibile³⁵⁵

³⁵³ Gli "standard globali per gli impatti sulla sostenibilità" (*GRI standards*), sono sviluppati da GRI (*Global Reporting Initiative*), una organizzazione internazionale indipendente che aiuta le aziende e le altre organizzazioni ad assumersi la responsabilità dei loro impatti.

Essi consentono a qualsiasi organizzazione - grande o piccola, privata o pubblica - di comprendere e rendicontare il proprio impatto sull'economia, sull'ambiente e sulle persone in modo comparabile e credibile, aumentando così la trasparenza sul proprio contributo allo sviluppo sostenibile.

Gli Standard sono concepiti come un insieme modulare di facile utilizzo, che offre un quadro completo degli argomenti materiali di un'organizzazione, dei relativi impatti e del modo in cui vengono gestiti.

Gli Standard Universali - ora rivisti per incorporare il reporting sui diritti umani e la due diligence ambientale, in linea con le aspettative intergovernative - si applicano a tutte le organizzazioni;

I nuovi Standard settoriali consentono una rendicontazione più coerente sugli impatti specifici del settore;

Gli Standard tematici - adattati per essere utilizzati con gli Standard universali rivisti - elencano le informazioni rilevanti per un determinato argomento. - Più informazioni rispetto agli *standards* sono reperibili presso: <https://www.globalreporting.org/about-gri/>

³⁵⁴ B. BENNET, R.M STULZ, Z. WANG, *Keeping Up with the Joneses and the Real Effects of S&P 500 Inclusion*, (2021), Working Paper Series from Ohio State University, Charles A. Dice Center for Research in Financial Economics, a p.14

³⁵⁵ J. PETRY, J. FICHTER, E. HEEMSJERK, *Steering capital: the growing private authority of index providers in the age of passive asset management*, in Review of International Political economy, (2021), a p.171 ss

1.3 L'analisi dei dati delle principali società quotate alla borsa di Londra e di Milano

In questo nuovo contesto normativo e culturale in cui l'impegno per la sostenibilità riveste un'importanza prioritaria per le imprese italiane e britanniche si comprende la necessità di adottare strumenti di *corporate governance* adeguati a raggiungere i propri obiettivi sociali ed ambientali.

A questo scopo i dati evidenziano un utilizzo crescente, da parte delle imprese britanniche ed italiane, di piani di remunerazione degli amministratori e del *top management* che prevedono incentivi retributivi legati ad obiettivi non-finanziari, probabilmente a causa delle numerose ricerche che nel corso degli anni ne hanno evidenziato i benefici reputazionali.

Per citare alcuni dei lavori più influenti, Heller, già nel 1993, analizzando i dati di diverse imprese, ha riscontrato che le società adottano obiettivi legati alla soddisfazione dei dipendenti, alla produttività o alla sostenibilità ambientale hanno performance migliori in questi campi³⁵⁶.

Allo stesso modo Hilb, in un lavoro di ricerca più recente, ha riscontrato una correlazione tra una *governance* societaria di successo e l'adozione di piani di incentivazione che attribuiscono un peso equilibrato alle *performance* finanziarie e non finanziarie³⁵⁷.

Passando all'analisi dei dati relativi al loro impiego, da un'indagine dell'istituto Assonime emerge che in media il 60% delle società quotate britanniche ed italiane ha sviluppato strategie di impresa che includono il conseguimento di obiettivi specifici legati alla sostenibilità ambientale e sociale³⁵⁸.

I compensi degli amministratori esecutivi legati ad obiettivi di sostenibilità occupano in media circa il 15% della quota di compenso legata alla loro *performance* nei due mercati di riferimento.

³⁵⁶ R. HELLER, *When the share is less than fair-executive compensation*, (1993), *Management Today*, a p. 9

³⁵⁷ M. HILB, *New corporate governance: successful board management tools*, (2011), 4th edn. Springer, Cham

³⁵⁸ B. L. CONNELLY, S. T. CERTO, R. D. IRELAND, C. R. REUTZEL, *Signaling Theory: A Review and Assessment*, (2010), *Journal of Management*, Volume 37, Issue 1, a p.42

Per altre analisi rispetto all'inclusione di obiettivi di carattere non finanziario nelle strategie delle imprese quotate italiane vedi anche KPMG e NED Community, *Informativa extra finanziaria: da compliance a governance strategica dei rischi e delle opportunità*, 2020.

In particolare, nel Regno Unito l'analisi dei dati dell'ultimo anno mostra che è raddoppiato il numero di società del FTSE 100 che incorporano misure legate alla sostenibilità nei loro piani di retribuzione degli amministratori.

Attualmente, oltre il 60% del totale del campione esaminato collega parte (in media il 16%) della componente variabile della remunerazione legata alla *performance* a obiettivi di sostenibilità a lungo termine³⁵⁹.

Alcuni settori più di altri includono in modo più consistente gli incentivi legati alla sostenibilità della società tra le componenti della retribuzione degli amministratori, in quanto il loro conseguimento si riflette in modo significativo sulla loro reputazione.

Ad esempio, tra le società del FTSE 100, quelle con la più alta integrazione di obiettivi ESG nelle componenti dei piani retributivi appartengono ai settori del petrolio, del gas e dei minerali, dei prodotti chimici e farmaceutici e dei servizi di pubblica utilità³⁶⁰.

Anche l'analisi delle Relazioni in materia di politiche di remunerazione e compensi delle società quotate nel mercato italiano, appartenenti al MTA, mostra che nel 2021 c'è stato un incremento del 40% nel numero di imprese che parametrizza a fattori non finanziari una quota dei compensi degli amministratori delegati rispetto all'anno precedente³⁶¹.

Quasi il doppio delle imprese considerate lega tali componenti ad obiettivi di breve periodo rispetto a coloro che le adottano in riferimento ad obiettivi di lungo termine³⁶².

Emerge inoltre che quasi la totalità delle società di grandi dimensioni (il 91%), appartenenti all'indice FTSE MIB lega parte del compenso variabile degli amministratori a fattori ESG³⁶³.

Non vi sono differenze rilevanti tra i vari settori, è infatti possibile rilevare un legame tra la remunerazione variabili e fattori legati alla sostenibilità ambientale e sociale in 24 emittenti finanziari (49% del settore), 59 industriali (47% del settore) e 23 imprese di servizi³⁶⁴.

³⁵⁹ KPMG, *Paying for sustainable growth*, (2021), disponibile presso: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/uk/pdf/2021/11/paying-for-sustainable-growth.pdf>

³⁶⁰ Ibid

³⁶¹ CONSOB, *Report on non-financial reporting of Italian listed companies*, (2021), consultabile presso: www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/2022/07/Report-on-non-financial-reporting-of-Italian-listed-companies.pdf

³⁶² Ibid.

³⁶³ Ibid.

³⁶⁴ Ibid.

Non esiste un modello *standard* di obiettivi non finanziari a cui allineare la remunerazione degli amministratori, la scelta di tali parametri dipende dalla “scala di priorità” dei diversi interessi degli *stakeholders* che si desidera tutelare³⁶⁵.

Nel corso del tempo, tuttavia, sono state predisposte dagli studiosi della materia diverse linee guida per redigere piani di incentivazione che contengono obiettivi ESG come, ad esempio, le indicazioni in materia formulate da Berrone e Gomez-Meija, e i *Principles for Responsible Investors (PRI)*³⁶⁶.

Le diverse linee guida rispetto allo sviluppo di politiche retributive che riflettano adeguatamente l’interesse sociale alla sostenibilità attribuiscono in primo luogo rilevanza alla misurabilità e comparabilità degli obiettivi di sostenibilità, così da ottimizzare l’allocazione delle risorse nel breve periodo e favorire strategie di investimento di lungo termine³⁶⁷.

In secondo luogo, si soffermano sull’importanza di scegliere indici coerenti con i poteri decisionali dell’amministratore o *manager* chiamato a raggiungerli nonché con il piano strategico dell’impresa.

Infine, ritengono necessario, affinché i piani di incentivi siano opportunamente parametrati alla *corporate social performance*, che il comitato preposto a delineare le caratteristiche delle politiche retributive posseda competenze specifiche ed un’esperienza adeguata in materia di remunerazione e di sostenibilità³⁶⁸.

Risultano esemplificative rispetto all’adozione di strategie sostenibili e di piani di incentivazione che riflettono l’impegno per la sostenibilità, Shell plc ed Enel S.p.A, due importanti multinazionali leader del settore dell’energia di cui di seguito ho intenzione di analizzare la politica per la sostenibilità e i suoi riflessi sul loro modello di *corporate governance*.

³⁶⁵ I. CAPELLI, *La sostenibilità ambientale e sociale nelle politiche di remunerazione degli amministratori delle società quotate: la rilevanza degli interessi degli stakeholder dopo la SHRD II*, (2020), Riv.ODC, a p. 586.

Dello stesso avviso M. A. EDKUN in M. A. EDKUN, *Fairness of CEO Compensation*, (2019), in Compensation for Non-financial performance (ESG Scores), Contributions to Management Science, MANAGEMENT SC.

³⁶⁶ P. BERRONE, L. R. GOMEZ-MEIJA, *Environmental performance and executive compensation: An integrated agency-institutional perspective*, (2009), Academy of Management Journal, 52(1), 103–126; PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTORS (PRI), Integrating ESG issues into executive pay, (2016)

³⁶⁷ Ibid.

³⁶⁸ S.J. CALLAN, J.M. THOMAS, *Relating CEO compensation to social performance and financial performance: does the measure of compensation matter?* (2014), Corp Soc Responsibility Environ Manag 21(4), 202, a p.210

2. La strategia per lo sviluppo sostenibile di Shell plc

Shell plc, è una multinazionale quotata nel mercato di Londra che si occupa della produzione di petrolio, dell'energia e dei prodotti petrolchimici.

Sin dal 1997, il Gruppo pone lo sviluppo sostenibile al centro dei propri valori.

Inoltre, dal 2015, si dichiara un forte sostenitore dell'obiettivo più ambizioso dell'Accordo di Parigi, che consiste nel limitare l'aumento della temperatura media globale in questo secolo a 1,5 gradi Celsius rispetto ai livelli preindustriali³⁶⁹.

Nel 2021, dopo una sentenza del tribunale dell'Aia che ha ordinato a Shell di ridurre le sue emissioni globali di carbonio del 45% entro la fine del 2030 rispetto ai livelli del 2019, all'esito di una causa storica intentata da Friends of the Earth³⁷⁰, la società ha incrementato il proprio impegno per la sostenibilità.

Nel febbraio dello stesso anno, Shell ha annunciato *Powering Progress*, una strategia progettata per creare valore per tutti gli *stakeholder* dell'impresa attraverso un maggiore impegno per l'azzeramento delle emissioni nette di gas serra e una migliore integrazione delle istanze relative alla sostenibilità nelle politiche della società³⁷¹.

La strategia per la sostenibilità di Shell è stata poi sottoposta, nel maggio 2021, a una votazione consultiva da parte degli azionisti e ha ottenuto il sostegno dell'88,74% dei votanti³⁷².

Attraverso la propria strategia per la sostenibilità, Shell ambisce a soddisfare la crescente esigenza mondiale di soluzioni energetiche sostenibili diversificando le fonti che utilizza, privilegiando quelle che hanno il minore impatto ambientale.

Entro il 2030 la società vuole dimezzare il suo livello di emissioni assolute di gas serra rispetto ai dati del 2016, trasformando il proprio modello di *business* e trovando nuove opportunità nella vendita di prodotti e servizi a basse emissioni di carbonio, come i

³⁶⁹SHELL, *sustainability report 2021*, (2021), consultabile presso: https://reports.shell.com/sustainability-report/2021/_assets/downloads/shell-sustainability-report-2021.pdf

³⁷⁰ Corte dell'Aia, C/09/571932 / HA ZA 19-379,26-05-2021

³⁷¹SHELL, *Powering progress*, (2021), consultabile presso: https://www.shell.com/powering-progress/_jcr_content/root/main/section_1137543954/simple/simple/call_to_action_copy/links/item0.stream/1661848336721/cbf0f8960d75c99ff359936c5c69009d9dd3b7d6/shell-powering-progress-20210412.pdf

³⁷² SHELL, *Director's remuneration Report*, (2021), consultabile presso: <https://reports.shell.com/annual-report/2021/governance/directors-remuneration-report.html>

biocarburanti, l'idrogeno, l'elettricità generata dall'energia solare ed eolica e la ricarica dei veicoli elettrici³⁷³.

Shell aspira inoltre a decarbonizzare tutti i settori verso i quali si rivolge la propria attività, e riflettere efficacemente gli Obiettivi di Sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite attraverso la protezione e il miglioramento della biodiversità³⁷⁴.

A tale scopo Shell ha intenzione di utilizzare più efficientemente l'acqua e altre risorse essenziali e ridurre i rifiuti prodotti dalle sue attività aumentando il riciclo di plastica³⁷⁵.

Shell dichiara anche di voler incrementare il proprio impegno rispetto alla sostenibilità sociale della propria attività includendo il rispetto dei diritti umani tra i propri valori fondamentali, fornendo occupazione e formazione nelle comunità in cui opera e creando una realtà diversificata e inclusiva in cui tutti si sentano valorizzati e rispettati³⁷⁶.

La strategia per lo sviluppo sostenibile di Shell è ambiziosa e non priva di rischi economici.

Per esempio, il processo di transizione energetica espone Shell a una serie di fattori che potrebbero influenzare l'intera catena del valore e avere un impatto sulla domanda dei suoi prodotti, sui suoi costi operativi, sulle catene di approvvigionamento e sui mercati.

Da un lato l'incapacità di decarbonizzare i portafogli aziendali in linea con le aspettative degli investitori e dei finanziatori potrebbe influire negativamente sulla capacità di attrarre potenziali *partner* e finanziatori e incrementare il rischio di azioni legali pubbliche, private o governative volte ad inibire l'esplorazione, l'estrazione e la lavorazione degli idrocarburi.

Dall'altro una transizione energetica troppo veloce rischia altrettanto di danneggiare l'impresa, portandola a proporre sul mercato prodotti troppo avanzati rispetto al comune sentire, di cui la domanda non rispecchierebbe i costi sostenuti per produrli.

³⁷³ SHELL, *Powering progress*, (2021), consultabile presso: https://www.shell.com/powering-progress/_jcr_content/root/main/section_1137543954/simple/simple/call_to_action_copy/links/item0.stream/1661848336721/cbf0f8960d75c99ff359936c5c69009d9dd3b7d6/shell-powering-progress-20210412.pdf

³⁷⁴ Ibid.

³⁷⁵ Ibid.- Entro il 2025, mira a eliminare la plastica monouso non necessaria, come sacchetti, cannucce e posate, dai negozi delle nostre stazioni di servizio. Ambisce ad aumentare la quantità di materiali riciclati utilizzati per realizzare i suoi prodotti, a partire dalla plastica e utilizzare 1 milione di tonnellate di rifiuti plastici all'anno nei nostri impianti chimici globali. Shell aspira ad aumentare la quantità di plastica riciclata negli imballaggi che utilizza fino al 30% e garantire la loro riutilizzabilità o riciclabilità entro il 2030. Inoltre, ha intenzione di ridurre il consumo di acqua dolce del 15% entro il 2025, rispetto ai livelli del 2018, nelle aree sottoposte a stress idrico, ossia nei luoghi in cui vi è un'elevata pressione sulle risorse di acqua dolce.

³⁷⁶ Ibid.

L'incertezza intrinseca e la natura pervasiva dei rischi della strategia e del modello di *business*, richiedono quindi che i rischi e le opportunità legati al clima siano monitorati su più orizzonti temporali.

Nel breve termine, Shell ha intenzione di sviluppare proiezioni finanziarie dettagliate e utilizzarle per gestire le performance e le aspettative rispetto alle misure di decarbonizzazione necessarie per raggiungere i suoi obiettivi su un ciclo triennale³⁷⁷.

Nel medio termine, ovvero tra tre a dieci anni, Shell aspira ad incorporare nel suo piano operativo gli investimenti e i cambiamenti necessari per rimodellare radicalmente il proprio portafoglio³⁷⁸.

Infine, nel lungo termine, tra oltre dieci anni, Shell prevede di avere un portafoglio e il *mix* di prodotti molto diversificato, tale da far fronte al passaggio da un approccio basato sugli asset a un modello di business basato sui clienti³⁷⁹.

Nonostante i potenziali rischi economici che possono derivare dalla transizione energetica, Shell ritiene che la sua strategia per la sostenibilità possa creare valore sostenibile e di lungo periodo per i suoi azionisti e realizzare le condizioni per l'apprezzamento del prezzo delle azioni³⁸⁰.

Prevede infatti di investire tra i 19 e i 22 miliardi di dollari all'anno per rendere concreta la propria strategia per la sostenibilità e aspira ad aumentare i dividendi per azione di circa il 4% ogni anno, distribuendo agli azionisti il 20-30% del flusso di cassa derivante dalle sue operazioni³⁸¹.

2.1 La sostenibilità nella governance societaria di Shell plc

Nel 2021, Shell ha ridisegnato e ristrutturato il suo modello di *corporate governance* per azzerare le emissioni nette di gas serra che derivano dall'attività di impresa entro il

³⁷⁷ Ibid.

³⁷⁸ Ibid.

³⁷⁹ Ibid.

³⁸⁰ Ibid.

³⁸¹ Ibid.

2050, al passo con i progressi della società verso il raggiungimento degli obiettivi dell'Accordo di Parigi³⁸².

Tre comitati del consiglio di amministrazione forniscono una supervisione primaria sulla realizzazione della strategia per la transizione energetica: il comitato esecutivo per la sicurezza, l'ambiente e la sostenibilità (SESCo), il comitato di revisione e il comitato per la remunerazione.

Il comitato esecutivo per la sicurezza, l'ambiente e la sostenibilità (SESCo), è un organo interno preposto ad assistere il Consiglio di amministrazione nella revisione delle politiche, delle prassi, degli obiettivi di impresa per quanto riguarda la sicurezza, l'ambiente, compreso il cambiamento climatico, e la sostenibilità in senso lato.

In particolare, esso ha il compito di approvare il piano annuale di garanzia di Shell per la salute, la sicurezza, l'ambiente, le prestazioni sociali e la gestione degli *asset*, ed esaminare l'esecuzione del piano e i risultati degli audit.

Si occupa di consigliare il comitato per la remunerazione rispetto alle metriche relative alla sicurezza e alla transizione energetica, utilizzate per misurare il raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità legati a parte della retribuzione variabile degli amministratori.

Infine, ha il compito di esaminare e considerare le prospettive degli *stakeholder* esterni in relazione all'attività di Shell e il modo in cui la società affronta le questioni di interesse pubblico che potrebbero influire sulla sua reputazione.

In linea con il ruolo strategico che Shell attribuisce a tale organo, il presidente del consiglio di amministrazione e l'amministratore delegato di Shell plc partecipano regolarmente alle riunioni del Comitato per discutere di argomenti specifici³⁸³.

Durante il 2021 il comitato ha condotto discussioni approfondite con il *senior management* su come gli obiettivi di transizione energetica di Shell per il breve, medio e lungo termine potrebbero essere raggiunti attraverso una combinazione di sviluppo di attività energetiche a basse emissioni di carbonio; la trasformazione degli asset esistenti in parchi energetici e chimici; programmi di riduzione delle emissioni di carbonio e utilizzo di soluzioni basate sullo stoccaggio del carbonio³⁸⁴.

³⁸²SHELL, *Annual report and accounts*, (2021), consultabile presso: chrome-extension://efaidnbmninnkpbcajpcglclefindmkaj/https://reports.shell.com/annual-report/2021/_assets/downloads/shell-annual-report-2021.pdf

³⁸³ Ibid.

³⁸⁴ Ibid.

Il comitato di revisione contabile supervisiona l'efficacia dei controlli interni e del quadro di gestione del rischio, per garantire che i bilanci riflettano i rischi e le opportunità associati alla strategia di transizione energetica e al cambiamento climatico.

Infine, il comitato per la remunerazione stabilisce la politica retributiva e gli obiettivi, volti a sfidare e sostenere il management a ridurre le emissioni di carbonio, mantenendo al contempo il valore per gli azionisti.

Il comitato per la remunerazione è anche responsabile della determinazione della retribuzione del presidente del consiglio di amministrazione.

Il comitato monitora il livello e la struttura della retribuzione dei dirigenti di livello inferiore al *senior management* e, se del caso, formula raccomandazioni per garantire la coerenza e l'allineamento con gli obiettivi retributivi di Shell.

Nel definire la politica di remunerazione degli amministratori esecutivi, il comitato esamina e considera la remunerazione della forza lavoro e le relative politiche, nonché il modo in cui la retribuzione e i benefici si allineano alla cultura.

Nell'esercizio delle sue responsabilità, il comitato tiene conto di una serie di considerazioni degli *stakeholders* e delle disposizioni del Codice di Corporate Governance del Regno Unito, cercando di riflettere i principi di chiarezza, semplicità, gestione del rischio, prevedibilità, proporzionalità e allineamento con lo scopo di impresa nei piani retributivi.

Per quanto riguarda l'esecuzione delle strategie, il consiglio di amministrazione delega all'amministratore delegato la gestione delle azioni di Shell in relazione alla strategia aziendale, che viene assistito da una serie di posizioni dirigenziali³⁸⁵ sulle questioni legate

³⁸⁵ Ibid. -

Il direttore della "Strategia, della Sostenibilità e delle Relazioni Aziendali" affianca l'amministratore delegato nello sviluppo della strategia di transizione energetica di Shell, compreso lo sviluppo di scenari climatici e l'incremento del Quadro di Gestione del Carbonio dell'Azienda.

Il direttore delle attività di "downstream" identifica le opportunità legate al clima, gestendo e mitigando i rischi climatici delle nostre attività downstream esistenti.

Il direttore del settore "Gas, Rinnovabili e Soluzioni Energetiche" è responsabile della ricerca e dello sviluppo di soluzioni e opportunità a basse emissioni di carbonio, comprese quelle relative alle nostre attività nel settore solare, dell'idrogeno e dell'eolico, nonché della gestione e della mitigazione delle emissioni di carbonio delle nostre attività.

Il direttore delle attività di "upstream" è responsabile dell'identificazione delle opportunità di riduzione delle emissioni e delle basse emissioni di carbonio nella nostra attività upstream di petrolio e gas, attraverso la gestione e la mitigazione delle nostre emissioni di carbonio.

Il direttore del settore "progetti e tecnologia" è responsabile della definizione degli standard di emissioni, clima e reporting applicabili a tutte le attività e dello sviluppo di nuove tecnologie che aiuteranno le nostre attività a raggiungere gli obiettivi di emissioni nette a zero, attraverso misure di efficienza energetica e attività di ricerca e sviluppo orientate alla decarbonizzazione.

Infine, il chief financial officer (CFO) è responsabile del monitoraggio dell'effettiva applicazione dello Shell Control Framework, che fornisce la base per la gestione dei rischi materiali, compresi i rischi e le opportunità legati al clima, e la garanzia delle informazioni finanziarie, delle emissioni di carbonio e delle informazioni legate al clima.

al clima nell'implementare la strategia di transizione energetica di Shell e garantire che tali questioni siano adeguatamente monitorate.

2.2 Gli obiettivi sostenibili nei piani di incentivazione di Shell

Il comitato per la remunerazione ha redatto il *Directors' Remuneration Report* del 2021 in conformità con i requisiti legali e le raccomandazioni Codice di Corporate Governance del Regno Unito.

Esso ha attribuito un peso rilevante al conseguimento di obiettivi di carattere non finanziario (il 30%) nel commisurare il valore del bonus annuale degli amministratori.

Gli obiettivi selezionati sono stati legati in maniera equivalente all'adozione di strategie coerenti con le ambizioni di Shell rispetto alla transizione energetica e all'adozione di politiche aziendali adeguate a garantire la sicurezza dei lavoratori³⁸⁶.

Tale politica di retribuzione ha avuto degli effetti positivi rispetto alla *performance* degli amministratori che nel 2021 hanno adottato strategie ampiamente in linea con gli obiettivi climatici di Shell.

Essi hanno implementato un'ampia gamma di azioni in tutto il portafoglio, come ad esempio i progetti di abbattimento in QGC Australia e Pearl GTL in Qatar, volte a ridurre le emissioni assolute di gas serra³⁸⁷.

Ciò ha permesso a Shell di compiere progressi eccellenti rispetto alle proprie ambizioni nella lotta al cambiamento climatico, con un punteggio vicino all'eccellenza nelle metriche che misurano le emissioni assolute di gas serra della società³⁸⁸.

Anche la *performance* in materia di sicurezza è stata eccellente, con risultati persino leggermente superiori rispetto agli obiettivi prefissati.

³⁸⁶ Le altre determinanti sono i risultati finanziari e l'eccellenza operativa, entrambi hanno un peso del 35% sul bonus totale - SHELL, *Director's remuneration Report*, (2021), consultabile presso: <https://reports.shell.com/annual-report/2021/governance/directors-remuneration-report.html>

³⁸⁷ Ibid.

³⁸⁸ Ibid.

Essa è stata misurata attraverso l'indice "Frequenza di Infortuni Gravi e Fatali (SIF-F)", uno strumento introdotto nel 2021 per misurare la performance dell'impresa rispetto alla sicurezza del personale³⁸⁹.

Per quanto riguarda invece i bonus di lungo termine invece il comitato ha attribuito agli obiettivi legati alla transazione energetica un peso del 10% sul valore totale del bonus, in modo tale da offrire un ulteriore incentivo agli amministratori nell'adozione di strategie aziendali climaticamente sostenibili di lungo periodo³⁹⁰.

La *performance* di lungo periodo degli amministratori rispetto alla transizione energetica è stata misurata con un insieme di metriche dettagliate che valutano la riduzione delle emissioni nette di carbonio nella realizzazione dei prodotti energetici dell'impresa, in un bacino temporale più ampio³⁹¹.

Tali metriche costituiscono quindi un utile strumento per misurare la solidità delle strategie adottate dagli amministratori per la crescita sostenibile di Shell nel lungo periodo³⁹².

Stando alla relazione sulle politiche di retribuzione del 2021, la previsione di tali obiettivi di lungo termine ha incentivato gli amministratori ad adottare strategie che hanno ridotto le emissioni di gas serra del 2,5% (in linea con il *range* di obiettivi del 2-3%)³⁹³.

Il comitato ha infine effettuato delle piccole modifiche al piano di retribuzione degli amministratori per i futuri esercizi.

In primo luogo, è stata ampliata la portata della misura relativa ai progressi nella transizione energetica nella *scorecard* annuale dei bonus che adesso si basa su tre temi chiave: la vendita di prodotti a basse emissioni di carbonio, la riduzione delle emissioni e la collaborazione alla decarbonizzazione³⁹⁴.

In secondo luogo, Shell ha introdotto una nuova metrica non finanziaria per rapportare parte della retribuzione variabile degli amministratori alla soddisfazione del cliente.

³⁸⁹ Ibid.

³⁹⁰ Ibid.-Le altre componenti che determinano i bonus di lungo termine sono il Rendimento totale degli azionisti (TSR), Ritorno sul capitale medio impiegato (ROACE); e la performance FCF che hanno ciascuno un peso del 22,5% sulla quantificazione totale del bonus.

³⁹¹ Ibid.

³⁹² Ibid.

³⁹³ Ibid.

³⁹⁴ Ibid.

La metrica si basa sui punteggi di soddisfazione dei clienti e sul loro grado di preferenza di Shell rispetto ai marchi concorrenti. Essa combina elementi di *performance business-to-business* e *business-to-customer*³⁹⁵.

3. La strategia per lo sviluppo sostenibile di Enel

Enel è uno dei più importanti gruppi di società italiani per capitalizzazione, è un'impresa leader nel settore energetico ed è presente in 47 Stati con oltre 1000 società controllate.

Da più di dieci anni Enel ha posto al centro delle proprie strategie di impresa obiettivi di sviluppo sostenibile, volti alla creazione di valore per tutti gli *stakeholders*.

Dal 2020, Enel fa parte del *Global Sustainability Standards Board*, l'organismo indipendente che ha la responsabilità esclusiva di sviluppare ed emettere gli Standard della *Global Reporting Initiative* (GRI).

Inoltre, Enel è stata membro di diversi *European Financial Advisory Group* (EFRAG) sui temi della sostenibilità, e nel 2021 ha partecipato al "*Project Task Force*" sugli *standard* europei di rendicontazione della sostenibilità, con lo scopo di coadiuvare la Commissione Europea nello sviluppo di *standard* adeguati di sostenibilità, come parte della revisione della *Corporate Sustainability Reporting Directive*³⁹⁶.

Attraverso il suo piano strategico per la sostenibilità Enel pianifica impegni e obiettivi per lo sviluppo sostenibile il cui raggiungimento ritiene necessario per costruire un mondo più verde ed equo, in linea con gli obiettivi internazionali di sostenibilità e i parametri dei principali indici ESG³⁹⁷.

Il piano di sostenibilità viene redatto in sinergia con la strategia finanziaria della società, ed è il frutto di un'attenta analisi di priorità che contempera fattori materiali e immateriali.

³⁹⁵ Ibid.

³⁹⁶ ENEL, *Informativa di sostenibilità semestrale al 30.06.2022*, (2022), disponibile presso: file:///Users/mac/Downloads/informativa-sostenibilita-semestrale_30giugno2022.pdf

³⁹⁷ ENEL, *Il percorso verso Net-Zero*, (2021), disponibile presso: www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/sostenibilita/2021/net-zero_it.pdf

La valutazione delle questioni materiali consiste nell'esame approfondito delle operazioni della società che generano rischi significativi, effettivi o potenziali, per la comunità in cui essa opera, l'ambiente circostante e l'impresa stessa.

Il monitoraggio continuo delle aspettative degli *stakeholder*, consente di comprendere l'evoluzione delle questioni materiali nel tempo, identificare gli obiettivi ESG (per creare valore sostenibile a lungo termine³⁹⁸).

I rischi attuali e potenziali che derivano dalle questioni materiali per la società e per i suoi *stakeholders* vengono esaminati in maniera combinata³⁹⁹.

Al termine dell'analisi di ciascuna questione materiale Enel identifica e valuta le questioni prioritarie per l'impresa e per i suoi principali *stakeholder*, ed elabora la matrice delle priorità del Gruppo, evidenziando come esse si legano ai 17 Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDG) dell'Agenda 2030⁴⁰⁰.

Successivamente, in base alla matrice di priorità così sviluppata, Enel seleziona gli obiettivi concreti di sostenibilità che l'amministrazione dovrà impegnarsi a raggiungere.

I *target* scelti si suddividono in obiettivi di breve, medio e lungo termine, e il progresso verso il loro raggiungimento viene aggiornato ogni anno al fine di rendere trasparente e verificabile il percorso verso un progresso sostenibile⁴⁰¹.

Nell'ultimo piano strategico di sostenibilità della società gli obiettivi principali sono: la riduzione delle emissioni; l'elettrificazione; realizzare un ambiente di lavoro inclusivo che valorizzi le ambizioni dei dipendenti; preservare la biodiversità; tutelare i diritti

³⁹⁸ Quest' approccio alle materialità viene definito da Enel *dynamic materiality*. Il concetto di materialità dinamica, annunciato nel 2020 dal Forum Economico Mondiale nel documento intitolato "*Embracing the new age of materiality*" considera le materialità come un processo dinamico in base al quale ciò che può essere finanziariamente immateriale oggi può diventare materiale domani.- più informazioni al riguardo in ENEL, *Informativa di sostenibilità semestrale al 30.06.2022*, (2022), disponibile presso www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/sostenibilita/2022/informativa-sostenibilita-semestrale_30giugno2022.pdf

³⁹⁹ Ibid.- Tale approccio viene definito "*double materiality analysis*". Attraverso di esso l'impresa valuta l'impatto dell'attività societaria due prospettive di uguale importanza:
- gli impatti potenziali e quelli effettivi subiti dall'impresa (*financial materiality*). Queste questioni materiali sono quelle che generano rischi o opportunità per l'Azienda influenzando i suoi flussi di cassa futuri e quindi il valore aziendale nel breve, medio o lungo termine;
- impatti potenziali ed effettivi generati dalla società (*impact materiality*). Tali questioni materiali sono quelle per cui l'impresa genera impatti significativi effettivi o potenziali sulla società e sull'ambiente circostante nel breve, medio o lungo termine.

⁴⁰⁰ Ibid.- Questo approccio viene definito "*single materiality analysis*".

⁴⁰¹ Ibid.

umani e creare un'economia circolare attraverso la digitalizzazione e innovazioni tecnologiche⁴⁰².

Una parte consistente del piano strategico di Enel riguarda il contrasto al cambiamento climatico.

In particolare, Enel aspira ad anticipare il suo obiettivo di abbattimento delle emissioni nette di gas serra dal 2050 al 2040, sia per le emissioni dirette che per quelle indirette, incentivando l'elettrificazione della domanda energetica dei suoi clienti, offrendo un servizio affidabile e sostenibile, rafforzando le reti e le infrastrutture⁴⁰³.

Enel inoltre ambisce a valorizzare la diversità e le caratteristiche personali dei propri dipendenti, promuovendone lo sviluppo individuale.

Il gruppo lavora per elaborare *action plans* e progetti specifici volti a promuovere la possibilità di accedere all'energia attraverso soluzioni economicamente accessibili e sostenere un'istruzione di qualità e lo sviluppo socioeconomico delle comunità in cui opera.⁴⁰⁴

Rispetto ai diritti umani dal 2013 Enel ha sviluppato un sistema di gestione specifico che applica all'intero perimetro geografico in cui opera il gruppo, che viene applicato e monitorato attraverso un processo di *due diligence*.

Per misurare i suoi risultati Enel utilizza le linee guida dei più noti standard internazionali, tra cui il *GRI (Global Reporting Initiative)*, il *SASB (Sustainability Accounting Standards Board)*, l'*IIRC (International Integrated Reporting Framework)*, lo standard *dell'Accountability AA1000AP (2018)* e l'*SDG Compass*.

3.1 Il governo societario sostenibile del Gruppo Enel

Enel adotta i principi di *corporate governance* contenuti nel Codice di autodisciplina italiano e le *best practice* internazionali allo scopo di orientare l'attività di impresa alla creazione di successo sostenibile.

⁴⁰² Ibid.

⁴⁰³ Ibid.

⁴⁰⁴ Ibid.

L'assetto di governo societario di Enel garantisce che siano adeguatamente tenute in considerazione le istanze relative alla sostenibilità sociale ed ambientale nei processi decisionali rilevanti⁴⁰⁵.

Il consiglio di amministrazione, in quanto organo investito di poteri relativi alle politiche strategiche, organizzative e di controllo della società, svolge un ruolo centrale nella *governance* aziendale.

Ai sensi dello statuto, il consiglio di amministrazione è dotato di ampi poteri e ha l'autorità di compiere qualsiasi azione che ritiene opportuna per l'attuazione e il raggiungimento dell'interesse sociale, tenendo in considerazione la necessità di perseguire il successo sostenibile e di lungo periodo.

Il consiglio analizza e ratifica la strategia dell'impresa, compresi il *budget* annuale e il *business plan* in cui sono contenuti i principali obiettivi e le operazioni pianificate che riguardano le questioni di sostenibilità, la transizione energetica e la lotta al cambiamento climatico.

Esso garantisce l'idoneità del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, il cosiddetto "ICRMS"⁴⁰⁶, e ne indirizza l'operato.

Infine, fa in modo che le politiche retributive degli amministratori, dei revisori dei conti e del personale direttivo chiave siano coerenti con le ambizioni sostenibili della società e gli interessi degli azionisti.

In conformità alle disposizioni del Codice civile italiano, il consiglio di amministrazione delega parte delle sue responsabilità di gestione all'amministratore delegato e, sulla base delle raccomandazioni del Codice di corporate governance italiano e di quanto previsto dalla normativa Consob, istituisce comitati interni che forniscono raccomandazioni e consigli.

L'amministratore delegato definisce un modello di *business* sostenibile identificando una strategia mirata a guidare la transizione energetica e ridurre le emissioni di carbonio.

Inoltre, nell'ambito dei poteri assegnati, l'amministratore delegato gestisce le attività commerciali legate all'impegno di Enel nella lotta al cambiamento climatico e rappresenta la società in varie iniziative che si occupano di sostenibilità.

⁴⁰⁵ Enel, *report on corporate governance and ownership structure*, (2022), consultabile presso: <https://www.enel.com/investors/governance/corporate-governance-system>

⁴⁰⁶ Ibid.- L'ICRMS consiste nell'insieme di regole, procedure e strutture organizzative volte a consentire l'identificazione, la misurazione, gestione e monitoraggio dei principali rischi aziendali, compresi i rischi aziendali, compresi i rischi legati al cambiamento climatico.

Egli comunica al consiglio di amministrazione tutte attività che svolge nell'esercizio delle deleghe conferite.

Dal 2012 il comitato di *corporate governance* (poi rinominato nel 2016 comitato per la *corporate governance* e la sostenibilità) assiste il consiglio di amministrazione sulle questioni di sostenibilità, comprese quelle relative alla riduzione delle emissioni di gas serra e l'*engagement* degli *stakeholder*⁴⁰⁷.

Esso ha poteri istruttori, di natura propositiva e consultiva rispetto agli obiettivi di sostenibilità che l'impresa si prefissa, i metodi che seleziona per la loro realizzazione, e i parametri selezionati per misurarne la realizzazione nella dichiarazione non finanziaria e nel bilancio di sostenibilità⁴⁰⁸.

Esso valuta la completezza e la trasparenza delle informazioni non finanziarie ed emette un parere preventivo prima della loro approvazione da parte del consiglio di amministrazione.

Il comitato per gli investimenti, coordinato dall'amministratore delegato, ha il compito di approvare il *budget* di spesa legato agli investimenti che riguardano lo sviluppo dell'impresa e garantisce che gli investimenti siano coerenti con l'impegno di Enel di promuovere un modello aziendale a basse emissioni di carbonio fino alla completa decarbonizzazione entro il 2050⁴⁰⁹.

In seno al consiglio di amministrazione è stato anche istituito un comitato di controllo interno e gestione dei rischi che ha il compito di esprimere un parere preventivo rispetto alla corretta identificazione dei principali rischi della strategia d'impresa, ivi inclusi quelli che possono assumere rilievo rispetto alla sostenibilità⁴¹⁰.

Esso, agendo in coordinamento con il comitato per la *corporate governance* e la sostenibilità, valuta l'idoneità delle informazioni finanziarie e non finanziarie, annuali e intermedie, nel rappresentare correttamente il modello di business, le strategie della società e del gruppo, l'impatto delle attività e dei risultati dell'Azienda.

Sempre allo scopo di creare valore sostenibile per tutti i suoi stakeholder Enel ha istituito l'unità "*Sustainability Planning and Performance Management and Human Right*"⁴¹¹.

⁴⁰⁷ Ibid.

⁴⁰⁸ Ibid.

⁴⁰⁹ Ibid.

⁴¹⁰ Ibid.

⁴¹¹ Ibid.

L'unità è responsabile della gestione della pianificazione della sostenibilità, monitoraggio e dei processi di rendicontazione della sostenibilità, compresa la conformità alla tassonomia europea, il rispetto dei diritti umani, nonché della gestione delle valutazioni basate su parametri ESG negli indici di sostenibilità⁴¹².

L'unità riferisce al *group chief financial officer* (CFO) gli interventi che ritiene necessari allo scopo di assicurare un'integrazione maggiormente adeguata di questi temi nelle strategie di impresa e nel rendiconto non finanziario della società.

Infine, il comitato per le nomine e le remunerazioni ha il compito di supportare il consiglio di amministrazione nelle sue valutazioni e decisioni relative alle dimensioni e alla composizione più adeguata del consiglio stesso e dei suoi comitati per realizzare gli obiettivi della società, nonché alla remunerazione degli Amministratori e del personale dirigente e del personale direttivo chiave⁴¹³.

Esso ha il compito di sviluppare piani di retribuzione che tengano in considerazione l'obiettivo di perseguire il successo sostenibile, attraverso obiettivi specifici al cui conseguimento è subordinata una parte rilevante del compenso degli amministratori e del *top management*.

A questo proposito, nel 2021 ha sviluppato una politica retributiva che lega una parte consistente della retribuzione variabile, sia a breve che a lungo termine, dell'amministratore delegato e dei dirigenti chiave, a obiettivi di performance relativi alla sostenibilità e al clima.

3.2 Gli obiettivi sostenibili nei piani di incentivazione di Enel

La relazione di Enel sulla politica retributiva per il 2022 e sui compensi corrisposti nel 2021, in linea con i principi del Codice di corporate governance italiano, ha l'obiettivo di incentivare gli amministratori a creare valore sostenibile e di lungo periodo per gli azionisti, tenendo adeguatamente conto degli interessi degli altri *stakeholder* rilevanti⁴¹⁴.

⁴¹² Ibid.

⁴¹³ Ibid.

⁴¹⁴ ENEL, *relazione sulla politica in materia di remunerazione per il 2022 e sui compensi corrisposti nel 2021*, (2022), consultabile presso: https://www.enel.com/content/dam/enel-com/documenti/investitori/governance/remunerazione/it/relazione-sulla-remunerazione_2022.pdf

In maniera coerente con tale scopo Enel ha esteso a cinque anni, l'orizzonte temporale necessario al conseguimento di parte rilevante della retribuzione variabile degli amministratori.

Alcune componenti della remunerazione, infatti, dipendono dal conseguimento di obiettivi triennali di *performance* il cui pagamento viene differito di due anni⁴¹⁵.

Enel inoltre ha attribuito un peso consistente nella quantificazione del compenso degli amministratori al raggiungimento di obiettivi non finanziari legati a fattori ambientali, sociali e di governance .

Tali obiettivi consentono di dare concretezza agli impegni di sostenibilità pubblicamente assunti dalla società e misurare la *performance* degli amministratori al riguardo. La loro attuazione viene periodicamente misurata attraverso certificazioni di terze parti indipendenti⁴¹⁶.

In particolare, la politica retributiva dell'amministratore delegato della società aspira ad incentivare il suo impegno nella soddisfazione dei clienti; nella transizione energetica; nel garantire la sicurezza dei dipendenti e nel creare un ambiente di lavoro equo e inclusivo.

Alla *performance* in materia di sicurezza sul posto di lavoro è legato il 20% del totale del bonus annuale che l'amministratore delegato può ricevere, al livello di soddisfazione dei clienti il 10%⁴¹⁷.

La performance in materia di sicurezza sul posto di lavoro viene valutata attraverso l'*accident frequency index* che misura la riduzione infortuni sul lavoro rispetto alla media dei risultati del triennio precedente, mentre il livello di soddisfazione dei clienti viene valutato paragonando il numero annuale di reclami commerciali presentati a livello di gruppo al numero di reclami commerciali presentati nel mercato libero delle materie prime in Italia.⁴¹⁸

Enel ha inoltre da poco iniziato ad utilizzare l'indice di misurazione SAIDI (*System Average Interruption Duration Index*), per valutare più efficacemente la soddisfazione

⁴¹⁵ Ibid.

⁴¹⁶ Ibid.

⁴¹⁷ Ibid.

⁴¹⁸ Ibid.

del cliente finale dalle reti di distribuzione del gruppo, misurando il livello di continuità del servizio e la durata media annua delle interruzioni di energia elettrica per cliente⁴¹⁹.

Enel poi attribuisce, tra gli incentivi di lungo termine, un peso del 10% rispettivamente alla riduzione delle emissioni dirette di gas serra e all'incremento della diversità di genere nel *management* di impresa⁴²⁰.

Il target legato alle emissioni è volto a incentivare l'impegno degli amministratori a raggiungere l'obiettivo del gruppo di ridurre dell'80% le emissioni dirette di gas serra per kWh_{eq} entro il 2030, rispetto ai livelli del 2017; il che richiede che entro il 2030 le emissioni della società siano pari a 82 gCO₂eq/kWh, come certificato dalla *Science Based Targets initiative* (SBTi)⁴²¹.

L'obiettivo legato alla diversità di genere invece è incoraggiare un'equa rappresentazione delle donne nelle posizioni di vertice e in generale maggiore equilibrio di genere nel *board*⁴²².

Sia per quanto riguarda gli obiettivi non finanziari di breve che di lungo periodo, performance degli amministratori ai sensi di tali metriche è stata superiore alle aspettative della società.

Gli amministratori, infatti, hanno ottenuto risultati eccellenti rispetto alle metriche che misurano la sicurezza sul posto di lavoro, la soddisfazione dei clienti e la riduzione delle emissioni di gas serra.

Anche i target legati alla diversità di genere sono stati ampiamente conseguiti consentendo ad Enel di essere inclusa nel 2021 nella classifica delle migliori aziende globali sviluppata da Equileap per la parità di genere: il "Gender Equality Global Report & Ranking".

⁴¹⁹ Ibid.

⁴²⁰ Ibid.

⁴²¹ Ibid.

⁴²² Ibid.

4. Conclusioni

I casi innanzi esaminati confermano il rationale che è alla base del collegamento di (parte) della remunerazione degli amministratori al raggiungimento di traguardi relativi alla sostenibilità dell'impresa.

Uno degli aspetti più impegnativi del collegamento della retribuzione agli obiettivi ESG è la definizione di obiettivi sufficientemente chiari, precisi e misurabili per ottenere i risultati desiderati dai consigli di amministrazione e dagli investitori.

In prospettiva, la forte domanda da parte dell'opinione pubblica richiederà che le aziende si dimostrino in grado di affrontare le questioni ESG e di dimostrare progressi reali.

Molte dovranno esaminare le proprie politiche e pratiche retributive attraverso una lente ESG e, poiché l'ESG riguarda sempre più tutti gli aspetti del business e della regolamentazione, collegare la retribuzione dei dirigenti alle considerazioni ESG sarà un "must" per qualsiasi azienda che desideri impegnarsi in modo proattivo nell'ESG e promuoversi come tale.

La percentuale di aziende FTSE 250 - le maggiori 250 aziende della Borsa di Londra - che utilizzano misure ESG nei bonus annuali è aumentata del 57% in un anno (dati 2021⁴²³).

Il dato, del resto, trovava già conferma in una ricerca pubblicata all'inizio del 2021 dalla London Business School e da PwC, secondo cui il 45% delle 100 maggiori aziende britanniche aveva introdotto parametri ESG nelle proprie politiche retributive dei managers. Per quanto riguarda l'Italia nel 2021 erano ben 106 le società quotate che avevano legato la remunerazione degli amministratori ai temi della sostenibilità⁴²⁴, l'anno precedente erano invece solo 63⁴²⁵.

⁴²³ ALVAREZ & MARSAL, *Number of FTSE 250 companies using ESG measures in executive bonuses increased by more than 50 percent in a year, (2021)*, consultabile presso: [https://www.alvarezandmarsal.com/insights/number-ftse-250-companies-using-esg-measures-executive-bonuses-increased-more-50-percent#:~:text=London%20%E2%80%93%20The%20percentage%20of%20FTSE,Alvarez%20%26%20Marsal%20\(A%26M\)](https://www.alvarezandmarsal.com/insights/number-ftse-250-companies-using-esg-measures-executive-bonuses-increased-more-50-percent#:~:text=London%20%E2%80%93%20The%20percentage%20of%20FTSE,Alvarez%20%26%20Marsal%20(A%26M).).

⁴²⁴ A. CRISCIONE, *I compensi degli amministratori delegati sempre più ancorati alla sostenibilità. I fattori Esg innescano una progressiva trasformazione culturale nelle quotate*, Il Sole 24 Ore, 20 agosto 2022, consultabile presso: <https://www.ilsole24ore.com/art/i-compensi-amministratori-delegati-sempre-piu-ancorati-sostenibilita-AENH8JuB>

⁴²⁵ Riferisce il Rapporto Consob 2021 sulla rendicontazione non finanziaria delle società quotate italiane, che «il collegamento tra fattori ESG e remunerazioni è più frequente nelle società di maggiori dimensioni,

Significativamente – e non sorprendentemente vista la responsabilità sociale che tali imprese assumono - le imprese controllate dallo Stato o da enti pubblici sono quelle in cui i compensi sostenibili sono previsti più di frequente (rispettivamente nell'80% e nel 62% dei casi).

Si tratta, del resto, di una tendenza univoca e globale. Uno studio del 2020 ha confermato che oltre il 50% delle società inserite in ASX 100 in Australia, S&P 100 e TSX 60 negli USA, CAC 40, DAX 30 e SMI 20 in Europa e STI 30 a Singapore usa gli ESG come parametro dei propri schemi retributivi⁴²⁶.

Tuttavia, il mero dato statistico relativo all'aumento delle società che legano la remunerazione degli amministratori alle performance ESG non costituisce di per sé una prova dell'effettiva considerazione di tali obiettivi nelle strategie di impresa: il rischio di un palese *greenwashing* è, come segnalato da più parti, dietro l'angolo⁴²⁷.

Con la conseguenza paradossale di incrementare la retribuzione degli amministratori senza alcun incremento misurabile della sostenibilità dell'impresa.

Per evitare tale rischio, o anche solo la sua percezione, le politiche di remunerazione devono essere il frutto di scelte che attribuiscono adeguato peso a temi quali la specificità (per l'impresa considerata, tenendo conto della natura, attività e dimensioni della medesima) e la misurabilità degli obiettivi ESG scelti e la loro coerenza con la strategia a lungo termine dell'impresa (il che introduce l'ulteriore complicazione di differenziare le politiche incentivanti in base al perseguimento di obiettivi ESG di breve, medio e lungo periodo).

Questa sembra del resto la scelta delle principali società italiane. Infatti, «con riferimento alla remunerazione di breve periodo dell'amministratore delegato, i parametri considerati riguardano soprattutto fattori sociali (61 casi), seguiti da quelli ambientali e di governance (rispettivamente 29 e 13 casi)» mentre solo «dieci società collegano la

appartenenti all'indice Ftse Mib (30 casi, pari al 91% dell'indice) o al Mid Cap (27 casi, pari al 73% dell'indice). Non emergono differenze significative tra settori, considerando che il collegamento tra compensi e fattori ESG si riscontra in 24 emittenti finanziari (49% del settore), 59 industriali (47% del settore) e 23 imprese di servizi (45%)>>, Consob, *Report on non-financial reporting of Italian listed companies* (2021), consultabile presso: <https://www.consob.it/documents/1912911/1920109/rmf2021.pdf/510ff9c1-4709-19be-de38-f91d0e9a6586>

⁴²⁶ M. YUEN TEEN, *Integrating ESG factors into Executive remuneration*, 2022, consultabile presso: <https://www.sfinstitute.asia/wp-content/uploads/2022/05/integrating-esg-remuneration-final-version.pdf>

⁴²⁷ C.J. CLOUSE, *Does linking ESG performance to executive pay actually make a difference?*, (2022), consultabile presso: <https://www.greenbiz.com/article/does-linking-esg-performance-executive-pay-actually-make-difference>

remunerazione al proprio posizionamento in un determinato indice ESG o a un rating ESG» e «in sette casi il compenso dipende dallo sviluppo di prodotti ESG»⁴²⁸.

Tra i fattori sociali rilevanti per la remunerazione dell'amministratore delegato «quelli relativi ad aspetti che rimandano ai dipendenti sono i più diffusi (diversità e inclusione, smart working, formazione; 44 casi), seguiti dal riferimento alla riduzione del tasso di infortuni sul lavoro (17 casi) e alla customer satisfaction (16 casi)».

Nel 2021, tuttavia e per la prima volta, «tre società ancorano la remunerazione alla capacità dell'amministratore delegato di integrare i fattori ESG lungo la catena di fornitura».

Tra i fattori ambientali «è frequente il riferimento alle emissioni di CO2 (12 imprese) e all'economia circolare e al *waste management* (9 imprese)»

Tuttavia, il rischio di *greenwashing* è reale, infatti ben 22 società – riferisce il rapporto Consob – fanno un generico riferimento alla sostenibilità⁴²⁹.

Nonostante queste premesse e come rilevato anche da Assonime «la definizione degli obiettivi ESG cui è legata la remunerazione variabile appare più dettagliata nelle società italiane, rispetto all'informazione fornita dalle società britanniche»⁴³⁰.

Una considerazione che genera ottimismo sulla sussistenza non solo di ampi spazi di miglioramento, ma anche e soprattutto della crescente consapevolezza del mercato italiano e degli *stakeholders* sull'importanza di una crescita sostenibile (e misurabile). Il futuro delle imprese, parafrasando Paul Valéry, non è più quello di una volta.

⁴²⁸ CONSOB, *Rapporto Consob 2021 sulla rendicontazione non finanziaria delle società quotate italiane*, op. cit.

⁴²⁹ CONSOB, *Rapporto Consob 2021 sulla rendicontazione non finanziaria delle società quotate italiane*, op. cit.

⁴³⁰ ASSONIME, *Doveri degli amministratori e sostenibilità*, 2021, https://asvis.it/public/asvis2/files/Eventi_Flash_news/Note_e_Studi_6-2021.pdf

Bibliografia

1. ACCOUNTING STANDARD BOARD, *A review of Narrative Reporting by UK listed Companies*, (2010), <<https://www.iasplus.com/en/binary/uk/0910narrativerereporting.pdf>>
2. AIYEBAYO O., VILLIERS C., *The enhanced business review*, (2011), *Journal of business law*, Vol. 7, 1
3. ALISSA W., *Board's Response to Shareholders' Dissatisfaction: The case of shareholder's says on pay in the UK*, (2015) *European Accounting Review*, Vol.24 n.4, 727
4. ALLEN D. G., *Retaining Talent: A Guide to Analyzing and Managing Employee Turnover*, (2008), SHRM Foundation, <https://www.shrm.org/hr-today/trends-and-forecasting/special-reports-and-expert-views/documents/retaining-talent.pdf>
5. ALSHEHHI A., NOBANEE H., KHARE N., *The impact of sustainability practices on corporate financial performance: Literature trends and future research potential?* (2018), *Sustainability*, Vol 10 Issue 2, 494.
6. ALVAREZ & MARSAL, *Number of FTSE 250 companies using ESG measures in executive bonuses increased by more than 50 percent in a year*, (2021): [https://www.alvarezandmarsal.com/insights/number-ftse-250-companies-using-esg-measures-executive-bonuses-increased-more-50-percent#:~:text=London%20%E2%80%93%20The%20percentage%20of%20FTSE,Alvarez%20%26%20Marsal%20\(A%26M\)](https://www.alvarezandmarsal.com/insights/number-ftse-250-companies-using-esg-measures-executive-bonuses-increased-more-50-percent#:~:text=London%20%E2%80%93%20The%20percentage%20of%20FTSE,Alvarez%20%26%20Marsal%20(A%26M)).
7. ANGELICI C., *Divagazioni sulla "responsabilità sociale" d'impresa*, (2018), *Rivista delle società*, n.1, 3
8. ANGELICI C., *Società benefit*, (2017), in *Orizzonti dir. comm.*, 2, 1

9. ANNAN K., *speech: Kofi Annan's address to World Economic Forum in Davos*, (1999), <https://www.un.org/sg/en/content/sg/speeches/1999-02-01/kofi-annans-address-world-economic-forum-davos>
10. ASQUINI A., “*I battelli del Reno*”, in *Riv. Soc.*, (1954), 616
11. ASSONIME, *La disciplina delle società benefit, circolare n. 19 del 20 giugno 2016*, (2016)
12. BARCELLONA E., *La sustainable corporate governance nelle proposte di riforma del diritto europeo: a proposito dei limiti strutturali dello stakeholderism*, (2022) in *governance e mercati- studi in onore di Paolo Montalenti*, a cura di M. CALLEGARI, S.A. CERRATO, E.R. DESANA, Giappichelli Editore 2022, 101
13. BARTOLACELLI A., *The Unsuccessful Pursuit for Sustainability in Italian Business Law*. (2020), in B. Sjøfjell & C. Bruner (Eds.), *The Cambridge Handbook of Corporate Law, Corporate Governance and Sustainability*, (2020), Cambridge Law Handbooks, 290.
14. BARZUZA M., CURTIS Q., WEBBER D., *Shareholder Value(s): Index Fund Activism and the New Millennial Corporate Governance*, (2019), in *Southern California Law Review*, 2020, 1243
15. BEBCHUK L., TALLARITA R., *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, (2020), *Cornell Law Review*, 2020, 1, <https://ssrn.com/abstract=3544978>.
16. BEDWELL N., *Why Employee Stakeholders Are the Secret to Your Organization's Transformative Success*, (2018), *Forbes*, <https://www.forbes.com/sites/forbesagencycouncil/2018/11/05/why-employee-stakeholders-are-the-secret-to-your-organizations-transformative-success/?sh=48d55cf7130a>.
17. BELCREDI M., BOZZI S., *Rapporto Fin-Gov sulla Corporate Governance in Italia*, (2021), Università cattolica del sacro cuore, https://centridiricerca.unicatt.it/fin-gov-fin-gov-RapportoFIN-GOV2021_Dic21.pdf

18. BELCREDI M., BOZZI S., CIAVARELLA, NOVEMBRE V., *Proxy advisors and shareholder engagement. Evidence from Italian say-on-pay* (2015), Quaderno della CONSOB n.81.

19. BENNET B., STULZ R.M, WANG Z., *Keeping. Up with the Joneses and the Real Effects of S&P 500 Inclusion*, (2021), Working Paper Series from Ohio State University, Charles A. Dice Center for Research in Financial Economics.

20. BERLE A., MEANS G., *The Modern Corporation and Private Property*, (1932), Commerce Clearing House 1932

21. BERRONE P., L. R. GOMEZ-MEJIA, *Environmental performance and executive compensation: An integrated agency-institutional perspective*, (2009), Academy of Management Journal, 52(1), 103

22. BEVIVINO G., *Nuovi inputs euro-unitari. La sostenibilità come ponderazione normativa degli interessi di share-holders e stakeholders*, (2022), Analisi Giuridica dell'Economia, Fascicolo 1/ 2022,115

23. BIANCONI F., SURACE F., *Nuove tendenze di Corporate Governance e best practice: dove stiamo andando? in Corporate Governance and Research & Development studies - Open Access*, (2020), [S.l.], n. 1, feb. 2020, http://ojs.francoangeli.it/_ojs/index.php/cgrds/article/view/9139/558 [13/05/2021]. doi: <http://dx.doi.org/10.3280/cgrds1-2019oa9139>.

24. BONDARENKO P., *Enron Scandal*, (2022), <https://www.britannica.com/event/Enron-scandal>

25. BONELLI F., *Gli amministratori di S.P.A. dopo la riforma delle società*, (2004), Giuffrè editore

26. BOWEN H. R., *Social responsibilities of the businessman*, (1953) University of Iowa Press, 2013.

27. BRITISH INSTITUTE OF INTERNATIONAL AND COMPARATIVE LAW, a Civic Consulting e London School of Economics Consulting , *Study on due diligence requirements through the supply chain*, (2020), https://media.business-humanrights.org/media/documents/files/documents/DS0120017ENN.en_.pdf

28. BRUNO S., BIANCONI F., *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedure, risultati, prospettive*, Rivista delle società, Vol.6, 1280

29. BRUNO S., *The "enlightened shareholder value" in UK companies ten years later: what the European Directive n. 2014/95/EC can do*, (2015), Volume in Memoria di Claude Ducouloux-Favard, *Il Diritto Comparato nel XXI secolo. Scienza, Arte e Passione Civile*, Bruylant, Larcier, Minerva Bancaria.

30. BUSINESS ROUNDTABLE, *"Statement on the Purpose of a Corporation"*, (2019), <https://purpose.businessroundtable.org/>.

31. CALANDRA BUONAURA V., *Commentario Breve al Testo Unico della Finanza*, (2020), Cedam, Collana Breviaria Iuris

32. CALLAN S.J., THOMAS J.M., *Relating CEO compensation to social performance and financial performance: does the measure of compensation matter?* (2014), *Corp Soc Responsibility Environ Manag* 21(4), 202

33. CALLAN S.J., THOMAS J.M., *Executive compensation, corporate social responsibility, and corporate financial performance: a multi-equation framework*, (2011) *Corp Soc Responsib Environ Manag* 18(6), 332

34. CAMPOBASSO M., *La remunerazione degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*, (2011), Rivista delle società, Vol. 4, 703.

35. CAPELLI I., *La sostenibilità ambientale e sociale nelle politiche di remunerazione degli amministratori delle società quotate: la rilevanza degli interessi degli stakeholder dopo la SHRD II*, (2020), in Rivista "Orizzonti del diritto commerciale", fasc. 2,553

36. CAPELLI I., *Le remunerazioni*, in M. CERA, G. PRESTI (diretto da), *Il testo unico finanziario*, (2020), Zannichelli, 1896.

37. CARNEY M., *Breaking the Tragedy of the Horizon - climate change and financial stability*, (2015), <https://www.bankofengland.co.uk/speech/2015/breaking-the-tragedy-of-the-horizon-climate-change-and-financial-stability>

38. CARROLL A. B., *A three-dimensional conceptual model of corporate performance*, (1979), *Academy Management Review*, 4, 497.

39. CARROLL A. B., *The pyramid of corporate social responsibility: Toward the moral management of organizational stakeholders*, (1991), *Business Horizons*, Vol 34 no.4, 39.

40. CERRATO S. A., *Appunti per una via italiana all'ESG. L'impresa costituzionalmente solidale (anche alla luce dei nuovi artt. 9 e 41, comma 3, Cost.)*, (2022), *Analisi Giuridica dell'Economia*, Fascicolo 1, 2022, 66

41. CHALACZKIEWICZ-LADNA K., ESSER I., MACNEIL I., *Engaging Stakeholders in Corporate Decision-Making through Strategic Reporting: An Empirical Study of FTSE 100 Companies*, (2018), *European Business Law Review*, Vol 29 Issue 5, 729, <https://kluwerlawonline.com/journalarticle/European+Business+Law+Review/29.5/EULR2018028>

42. CHILOIRO A., *ESG e sostenibilità nelle operazioni di finanziamento all'impresa: possibili profili giuridici*, (2022), *Analisi Giuridica dell'Economia*, Fascicolo 1, 2022, 263.

43. CHIRIELEISON C., *Lo Shareholder come Stakeholder critico: verso una corporate governance orientata alla responsabilità sociale*, (2007), in "Notizie di Politeia", Anno XXIII - N. 85/86, 2007, 497.

44. CLAESSENS S., YISHAY YAFEH, *Additions to Market Indices and the Comovement of Stock Returns Around the World*, <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Additions-to-Market->

45. CLEARY GOTTLIEB, *SRD II: CONSOB modifica il Regolamento Parti Correlate e il Regolamento Emittenti*, Alert Memorandum del 22.12.2020, (2020), :<https://www.clearygottlieb.com/-/media/files/alert-memos-2020/2020_12_22-srd-ii_consob-modifica-il-regolamento-parti-correlate-e-il-regolamento-emittenti-pdf.pdf>

46. CLOUSE CJ, *Does linking ESG performance to executive pay actually make a difference?*, (2022): <https://www.greenbiz.com/article/does-linking-esg-performance-executive-pay-actually-make-difference>

47. COASE R. H., *The Nature of the firm*, (1937), *Economica*, New Series, Vol. 4, No. 16, 386

48. CONYON M., CORE J. & GUAY W., *Are U.S. CEOs Paid More Than U.K. CEOs? Inferences from Risk-Adjusted Pay*, (2011) *The Review of Financial Studies* Vol.24, n.2, 402

49. CONNELLY B. L., CERTO S. T., IRELAND R. D., REUTZEL C. R., *Signaling Theory: A Review and Assessment*, (2010), *Journal of Management*, Volume 37, Issue 1, 42

50. CRISCIONE A., *I compensi degli amministratori delegati sempre più ancorati alla sostenibilità. I fattori Esg innescano una progressiva trasformazione culturale nelle quotate*, *Il Sole 24 Ore*, 20 agosto 2022, : <https://www.ilsole24ore.com/art/i-compensi-amministratori-delegati-sempre-piu-ancorati-sostenibilita-AENH8JuB>

51. D'ANGERIO V., *I vantaggi delle società benefit: ecco i passi da fare per trasformare l'azienda*, *Sole 24ore*, (2021), <https://www.ilsole24ore.com/art/i-vantaggi-essere-societa-benefit-ecco-passi-fare-trasformare-l-azienda-AEra641>

52. D'ALESSANDRO F., *il mantello di san martino, la benevolenza del birraio e la ford modello t, senza dimenticare Robin hood (divagazioni semi-serie sulla c.d. responsabilità sociale dell'impresa e dintorni)*, (2022), *Rivista di diritto civile* 3/2022, 409

53. DAVIES P., *Gower and Davies' principles of modern Company Law*, (2003), 7^a ed., London, 2003

54. DAVIS K., *Can Business Afford to ignore social responsibilities?* (1960), California Management Review, n.2, 70

55. DE DONNO B., *Dalla Benefit Corporation Alla Società Benefit Note Introduttive*, (2018) in “*Dalla benefit corporation alla società benefit*” a cura di B. DE DONNO – L. VENTURA, Cacucci editore 2018

56. DELOITTE, *Global survey on reputation risk*, (2014), https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Governance-RiskCompliance/gx_grc_Reputation@Risk%20survey%20report_FINAL.pdf

57. DENOZZA F., *Due concetti di stakeholderism*, (2022) in *governance e mercati* studi in onore di Paolo Montalenti, a cura di M. CALLEGARI, S.A. CERRATO, E.R. DESANA, Giappichelli Editore 2022 ,78

58. DENOZZA F., *L'interesse sociale tra “coordinamento” e “cooperazione”*, (2010), in: *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders: in ricordo di Pier Giusto Jaeger: atti del convegno*, Milano, 9 ottobre 2009 / [a cura di] P.G. Jaeger. - Milano: Giuffrè, 2010

59. DENOZZA F., *Lo scopo della società: dall'organizzazione al mercato*, (2019), Orizzonti del Diritto Commerciale Fascicolo 3|2019, 615

60. DHALIWAL O., LI Z., TSANG A., YANG Y. G., *Corporate social responsibility disclosure and the cost of equity capital: The roles of stakeholder orientation and financial transparency*, (2014), Journal of accounting and public policy, Vol 33 no.4, 328.

61. EDMANS A., *Grow the Pie. How Great Companies Deliver Both Purpose and Profit*, (2020), Cambridge University Press

62. EDKUN M. A., *Fairness of CEO Compensation*, (2019), in Compensation for Non-

financial performance (ESG Scores), *Contributions to Management Science*, MANAGEMENT SC.

63. ELHAUGE E., *Sacrificing Corporate Profits in the Public Interest*, (2005), *New York University Law Review*, Vol. 80, 733.

64. ELKINGTON J., *Cannibals with Forks: The Triple Bottom Line of 21st Century Business*, Capstone, Oxford, 1997.

65. ERNEST YOUNG, *Study on directors' duties and sustainable corporate governance*, (2020), <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/e47928a2-d20b-11ea-adf7-01aa75ed71a1/language-en>:

66. FACCHIN N., *Interesse sociale nella società per azioni: teoria istituzionalista e teoria contrattualista*, (2018), <http://www.nicolafacchin.com/2018/06/17/interesse-sociale-nella-societa-per-azioni-teoria-istituzionalista-e-teoria-contrattualista/>

67. FASSIN Y., *Stakeholder Management, Reciprocity and Stakeholder Responsibility*, (2012), *Journal of Business Ethics*, Vol 109 Issue 1, 83, <http://www.jstor.org/stable/23259328>.

68. FELICETTI R., *La nuova attenzione sui benefici generali e i loro riflessi su investitori istituzionali ed emittenti*, (2021), <<https://iris.luiss.it/retrieve/e163de42-daad-19c7-e053-6605fe0a8397/21210901-Felicetti.pdf>>.

69. FERRARINI G., *Corporate Purpose and Sustainability*, (2020), Ecgi, Law Working Paper N° 559/2020

70. FIA M, SACCONI L., *Justice and corporate governance: New insights from Rawlsian social contract and Sen's capabilities approach*, in *Journal of Business Ethics*, 2019, 937

71. FISK P., *People Planet Profit: How To Embrace Sustainability For Innovation And Business Growth*, London – Philadelphia, 2010.

72. FLEISHER H., *La definizione normativa dello scopo dell'impresa azionaria: un inventario comparato*, in Riv. soc., 2018, 803
73. FORD H., CROWTHER S., *My Life and Work*, (1922), Garden City- New York, 1922
74. FREDERICK W. C., *The growing concern over business responsibility*, (1960), California management review, Vol. 2, Issue 4, 54.
75. FREDERICK W. C., *The growing concern over business responsibility*, (1960), California management review, Vol. 2, Issue 4, 54.
76. FREEMAN R. et AL., *Stakeholder Theory: The State of the Art*, (2010), Cambridge University Press 2010
77. FREEMAN R., HARRISON J. S., WICKS A. C., *Managing for Stakeholders: Survival, Reputation, and Success* (2007), Yale University Press, 1.
78. FREEMAN R., PALMAR K. B., *Stakeholder capitalism*, (2007), Journal of business ethics, Vol.74, num. 4, 303
79. FREEMAN R.E., *Strategic Management. A Stakeholder Approach*, (1984), Pitman
80. FRIEDMAN M., *A Friedman Doctrine- The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits*, (1970), The New York Times, <<https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>>
81. FRIEDMAN M., *Capitalism and freedom*, (1962), The University of Chicago Press
82. GALLUP I., *State of the American workplace*, (2017), <http://www.gallup.com/reports/199961/state-american-workplace-report-2017.aspx>
83. GORDON J.N., *Systematic Stewardship*, 2021, a p. 20:

[https://www.ecgi.global/sites/default/files/Systematic%20Stewardship%20\(2021\).pdf](https://www.ecgi.global/sites/default/files/Systematic%20Stewardship%20(2021).pdf)

84. GRIFFIN P., CDP Carbon Majors Report 2017, (2017), Climate accountability Institute,

<https://cdn.cdp.net/cdproduction/cms/reports/documents/000/002/327/original/Carbon-Majors-Report-2017.pdf?1501833772>>

85. HANSARD, *House of Common debate regarding Enterprise and Regulatory Reform Bill*:

<https://hansard.parliament.uk/Commons/2012-10-17/debates/12101758000002/EnterpriseAndRegulatoryReformBill>

86. HART O. e ZINGALES L., *Companies Should Maximize Shareholder Welfare not Market Value*, (2017), Journal of Law, Finance, and Accounting, 247.

87. HELLER R., *When the share is less than fair-executive compensation*, (1993), Management Today

88. HENDERSON R., *Reimagining Capitalism. How Business Can Save the World*, Penguin Business, 2020

89. HILB M., *New corporate governance: successful board management tools*, (2011), 4th edn. Springer, Cham

90. HO V. H., *Enlightened shareholder value: Corporate governance beyond the shareholder-stakeholder divide*, (2010), J. Corp. L., Vol. 36, 59.

91. JAEGER P., *L'interesse sociale*, (1964), Giuffrè, 1964.

92. JENSEN M., *Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function*, (2010), 22 Journal of Applied Corporate Finance 32, and (2002) 12 Business Ethics Quarterly, 2.

93. JOHNSTON A., *Facing up to social cost: the real meaning of corporate social*

responsibility, (2011), Griffith Law Review, Vol. 20, No. 1, 221

94. JOHNSON S., *FTSE Russell threatens to expel 208 ESG offenders from FTSE4Good*, in Financial Times, 15 giugno 2021.

95. KEAY A., *The Enlightened Shareholder Value Principle and Corporate Governance*, (2012), 1st ed. Routledge.

96. KPMG, *Sustainable Development Goals (SDGs): Leveraging CSR to achieve SDGs*, (2017), https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/in/pdf/2017/12/SDG_New_Final_Web.pdf

97. KPMG e NED Community, *Informativa extra finanziaria: da compliance a governance strategica dei rischi e delle opportunità*, 2020.

98. KPMG, *Paying for sustainable growth*, (2021), <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/uk/pdf/2021/11/paying-for-sustainable-growth.pdf>

99. LAUDANI E., *L'impresa societaria tra corporate social responsibility e shareholder value*, (2019), Cammino Diritto n. 10/2019, 1.

100. LEGAL & GENERAL INVESTMENT MANAGEMENT, *Global Corporate Governance and Responsible Investment Principles*, (2021), https://www.lgim.com/landg-assets/lgim/_document-library/capabilities/lgim-global-corporate-governance-and-responsible-investment-principles.pdf

101. LOFFREDO E., *sostenibilità ed economicità dell'impresa: prime riflessioni*, (2022) in *governance e mercati- studi in onore di Paolo Montalenti*, a cura di M. CALLEGARI, S.A. CERRATO, E.R. DESANA, Giappichelli Editore 2022, 209.

102. MACEY J.R., *ESG investing: Why Here? Why Now?* (2021), Yale Law & Economics Research Paper, Law & Economics Center at George Mason University Scalia Law School Research Paper Series No. 22-013

103.MAGILL M. et al., *A theory of the Stakeholder Corporation*, (2015), *Econometrica*, Vol. 83, 1685

104.MAHONEY L.S., THORN L., *An examination of the structure of executive compensation and corporate social responsibility: a Canadian investigation*, (2006) *J Bus Ethics* 69(2), 149

105.MALBERTI C., *L'enviromental, social, and corporate governance nel diritto societario italiano: svolta epocale o colpo di coda?* in *Giornale di diritto del lavoro e relazioni industriali*, 2020.

106.MARASÀ G., *Scopo di lucro e scopo e scopo di beneficio comune nelle società benefit*, (2017), in *Orizzonti dir. comm.*, 2.

107.MARCHETTI P., *Il nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate*, (2020), *Rivista delle società*, Vol.1, 272.

108.MARCHETTI P., *L'ultima raccomandazione dell'Unione Europea e i Principi del Financial Stability Board in tema di Executive Compensation*, (2010), *Il Risparmio*, (gennaio-marzo 2010).

109.MARCHETTI P., *Il bicchiere mezzo pieno*, (2021), in *Riv. Soc.*, 2-3,336

110.MASSA I., *The impact of the global financial crisis: What does this tell us about state capacity and political incentives to respond to shocks and manage risks?* (2009), Overseas development Institute, https://assets.publishing.service.gov.uk/media/57a08a80e5274a31e000062e/60895-part1_crisis_lit_review-effects_of_GFC.pdf

111.MAUGERI M., *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, (2019), *Riv. Soc* 5-6, 1003.

112.MAYER C., *Prosperity. Better Business Makes the Greater Good*, (2018), Oxford University Press, 2018

113.MC SWEENEY B., *Maximizing Shareholder-Value: A Panacea for Economic Growth or a Recipe for Economic and Social Disintegration?* (2008), *Critical Perspectives on International Business*, Vol. 4, 55.

114.MCCONVILL J. & JOY M., '*The Interaction of Directors' Duties and Sustainable Development in Australia: Setting off on the Uncharted Road*', (2003), 27 *Melbourne University Law Review*, 116.

115.MEO G., *L'amministrazione nelle società quotate*, (2020) in M. CERA, G. PRESTI, *Il testo Unico Finanziario*, Zanichelli, 1844.

116.MIGNOLI A., *L'interesse sociale*, (1958), in *Rivista delle soc.*, 726

117.MILLENNIUM ECOSYSTEM ASSESSMENT, *Ecosystems and Human Well-being: Synthesis*, (2005), IslandPress, <https://www.millenniumassessment.org/documents/document.356.aspx.pdf>

118.MONTALENTI P., *Il conflitto di interessi nella riforma del diritto societario*, (2003), RDC, 197

119.MONTALENTI P., *l'interesse sociale*, (2018) *Rivista delle società*, 303

120.MOON J., VOGEL D., *Corporate Social Responsibility, Government, and Civil Society*, (2008), in the *Oxford Handbook of Corporate Social Responsibility*, ANDREW CRANE (ed.) et al., 2008, 307

121.MOSCO G. D., *Commento all'art. 2389*, in G. NICCOLINI, A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali*, Commentario, vol. 2, Napoli, (2004), 634.

122.MOSCO G. D., *Scopo e oggetto nell'impresa sociale e nella società benefit*, (2018), *Analisi Giuridica dell'Economia*, Fascicolo 1, giugno 2018,81.

123.MOSCO G.D., *L'impresa non speculativa*, (2017), in *Giur. comm.*, I, 2, 216.

124. NIDUMOLU R., PRAHALAD C.K., AND RANGASWAMI M.R., *Why Sustainability Is Now the Key Driver of Innovation*, (2009), Harvard Business Review, <https://hbr.org/2009/09/why-sustainability-is-now-the-key-driver-of-innovation>.

125. NIELSEN, *The sustainability imperative: new insight on consumer expectations*, (2015), https://www.nielsen.com/wpcontent/uploads/sites/3/2019/04/Global20Sustainability20Report_October202015.pdf

126. NORDHAUS W., *Climate change: The ultimate challenge for economics*, (2019), American Economic Review, Vol. 109, num. 6, 1991.

127. O'BOYLE JR. E., AGUINIS H., *The best and the rest: Revisiting the norm of normality and performance*, (2012), Personnel Psychology, Vol. 65, num. 1, 79.

128. OCSE, *OECD Guidelines for Multinational Enterprises*, (2011), <https://www.oecd.org/daf/inv/mne/48004323.pdf>

129. PALMIERI M., *L'interesse sociale: Dallo Shareholder value alle società Benefit*, Banca impresa e società, a. XXXVI, 2017, n. 2, 201.

130. PAULI G., *Blue economy*, New Messico, 2010.

131. PERRINI F., *Sostenibilità*, (2018) Egea Milano, 2018.

132. PETRY J., FICHTER J., HEEMSJERK E., *Steering capital: the growing private authority of index providers in the age of passive asset management*, in Review of International Political economy, (2021), 171.

133. PIGOU A.C., *The Economics of Welfare*, (1920), 4^a edizione Macmillan 1932.

134. PORTER M. and KRAMER M., *Creating Shared Value: How to reinvent capitalism – and unleash a wave of innovation and growth*, (2011), Harvard Business Review 3,1.

135.PREITE D., *Abuso di maggioranza e Conflitto di Interessi del Socio nella Società per Azioni*, in Trattato delle società per azioni (diretto da Colombo e Portale), vol. 3, Torino, Utet, 1993,1.

136.PRINCIPLES FOR RESPONSIBLE INVESTORS (PRI), *Integrating ESG issues into executive pay*, (2016).

137.RATHENAU W., *L' economia nuova*, (1918), Biblioteca Aragno, 2019.

138.RICOLFI M., *istituzionalismo, contrattualismo, storia*, (2022) in *governance e mercati- studi in onore di Paolo Montalenti*, a cura di M. CALLEGARI, S.A. CERRATO, E.R. DESANA, Giappichelli Editore 2022, 46.

139.RIGANTI F., *La nuova direttiva sui diritti degli azionisti: alcune riflessioni introduttive (Direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 maggio 2017)*, (2018), 780

140.RIVOLTA G. C. M., *Scritti giuridici*, vol. I, *Impresa, azienda, fallimento*, Milano, 2021, a p. 135 ss.

141.ROCKSTRÖM J., *The Nine Planetary Boundaries*, (2009), <https://www.stockholmresilience.org/research/planetary-boundaries.html>

142.ROCKSTRÖM J., *The Nine Planetary Boundaries*, (2009), <https://www.stockholmresilience.org/research/planetary-boundaries.html>

143.ROSSI S., *Il diritto della Corporate Social Responsibility*, (2021), *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 99 Fascicolo 1, 2021, 99.

144.SANTOSUOSSO D., *La remunerazione degli amministratori: nuove norme per 'sanare' le cattive prassi*, (2010), *Rivista di diritto societario*, fascicolo 2,1.

145.SCHWAB K., *We must move on from neoliberalism in the post-Covid era*, (2020),

<https://www.weforum.org/agenda/2020/10/coronavirus-covid19-recovery-capitalism-environment-economics-equality/>

146. SELZNICK P., *The Communitarian Persuasion*, Washington, DC: Woodrow Wilson Centre Press, (2002).

147. SIRI M., *la sostenibilità nei codici di autodisciplina, in governance e mercati* studi in onore di Paolo Montalenti, a cura di M. CALLEGARI, S.A. CERRATO, E.R. DESANA, Giappichelli Editore 2022

148. SJAFJELL B., *beyond climate risk: integrating sustainability into the duties of the corporate board*, (2018), *Deakin Law Review*, Vol. 23, 41.

149. SJAFJELL B., JOHNSTON A., ANKER-SØRENSEN L., MILLON D.K., *Shareholder Primacy: The Main Barrier to Sustainable Companies*, (2015), in *Company Law and Sustainability: Legal Barriers and Opportunities*, Beate Sjøfjell and Benjamin J. Richardson (eds), Cambridge University Press, 2015 ,79.

150. SLAPER T.F., HALL T., *Triple Bottom Line: What Is It And How Does It Work?* (2011), in *4 Ind. Bus. Rev.* 4, 1.

151. SMITH A., *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, (1776), a cura di J. Rogers, Clarendon Press, 1869.

152. SMITH A., *The Theory of Moral Sentiments*, (1759), a cura di Knud Haakonssen, Cambridge University Press, 2002.

153. SPOLIDORO M., *Interesse, funzione e finalità. Per lo scioglimento dell'abbraccio tra interesse sociale e-Business Purpose*, (2022), *Rivista delle Società*, fasc.2-3, 322.

154. STELLA RICHTER JR M., *Società benefit e società non benefit*, (2017), in *Orizzonti dir. comm.*, 2, 271.

155. STELLA RICHTER M., *Longterminism*, (2021), in Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo Giappichelli, 2021, 901.

156. STELLA RICHTER M., *Profili attuali dell'amministrazione delle società quotate*, (2021), in Giur. comm., 3, 333.

157. STIGLITZ D. J., *Moving beyond market fundamentalism to a more balanced economy*, (2009), Annals of Public and Cooperative Economics, Vol 80, Issue 2009, 345

158. STOUT L., *The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public*, (2012), San Francisco: Berrett-Koehler, 2012

159. STRAMBELLI G., *Soft law e fattori ESG: dai codici di corporate governance alle corporate guidelines ed alle index exclusion policies*, in *governance e mercati- studi in onore di Paolo Montalenti*, a cura di M. CALLEGARI, S.A. CERRATO, E.R. DESANA, Giappichelli Editore 2022 ,340

160. STROZZI G., MASTROIANNI R., *Diritto dell'unione europea. parte istituzionale*, (2016), 7 ed., Giappichelli.

161. SUNDHEIM D., STARR K., *Making stakeholder capitalism a reality*, (2020), Harvard Business Law review, <https://hbr.org/2020/01/making-stakeholder-capitalism-a-reality>

162. TENNEY M., *What Is Employee Sustainability?*, <https://businessleadershiptoday.com/what-is-employee-sustainability/>

163. TOMBARI U., *Corporate purpose e diritto societario: dalla «supremazia degli interessi dei soci» alla libertà di scelta dello «scopo sociale»?* in Riv. soc., 2021, 1

164. TOMBARI U., ALESSANDRO L., *Il “nuovo” Codice di Corporate Governance delle società quotate: prime riflessioni*, (2020), in *Il societario.it*, <https://ilsocietario.it/articoli/focus/il-nuovo-codice-di-corporate-governance-delle-societ-quotate-prime-riflessioni>

165.VAN DAM K., VAN VUUREN T., KEMPS S., *Sustainable employment: the importance of intrinsically valuable work and an age-supportive climate*, (2017), The International Journal of Human Resource Management, Vol. 28, num.17, 2449.

166.VAN DAM K., VAN VUUREN T., KEMPS S., *Sustainable employment: the importance of intrinsically valuable work and an age-supportive climate*, (2017), The International Journal of Human Resource Management, Vol. 28, num.17, 2449.

167.VENTURA L., «Benefit Corporation» e circolazione di modelli: le «società benefit» un trapianto necessario? in *Contratto e impresa*, 2016, 1135

168.VENTURA L., *benefit corporation e società benefit tra innovazione creativa e imitazione di modelli*, (2018) in “*Dalla benefit corporation alla società benefit*” a cura di B. DE DONNO – L. VENTURA, Cacucci editore 2018

169.WIGGLESWORTH R., *the index providers are quietly building up enormous powers*, in *Financial Times*, 2020

170.WORLD ECONOMIC FORUM (WEF), *Manifesto di Davos 2020*, <https://www.weforum.org/agenda/2019/12/davos-manifesto-2020-the-universal-purpose-of-a-company-in-the-fourth-industrial-revolution/>

171.M. YUEN TEEN, *Integrating ESG factors into Executive remuneration*, 2022, <https://www.sfinstitute.asia/wp-content/uploads/2022/05/integrating-esg-remuneration-final-version.pdf>

172.YUNUS M., *Un mondo a tre zeri*, Feltrinelli Milano, 2018

173.ZHAO J., *Promoting More Socially Responsibly Corporation through a Corporate Law Regulatory Framework*, (2017), *Legal Studies*, vol.37, n.1, 103.