

Long-termism e short-termism nella ricerca di strategie di sostenibilità

Long-termism and short-termism *in the promotion of sustainability strategies*

Maria Vittoria Zammitti*

ABSTRACT:

Nella ricerca di strategie di sostenibilità, legislatori, autorità e studiosi concentrano spesso l'attenzione sulla dimensione temporale dell'agire sostenibile, agevolando così la riemersione, per la verità ricorrente in diritto societario, della contrapposizione tra i concetti di *long-termism* e *short-termism*. Il *favor* per una prospettiva di lungo termine, da una parte, e i tentativi di arginare lo *short-termism*, dall'altra, sono spesso i punti fermi degli interventi regolatori più recenti sul tema.

Il presente contributo si propone di rivalutare in chiave critica la suddetta contrapposizione, mettendo in luce alcuni dei temi su cui appare urgente un intervento normativo e suggerendo l'abbandono del frequente accanimento verso lo *short-termism*.

Parole chiave: sostenibilità – responsabilità sociale d'impresa – *Corporate Governance* – decisioni di breve e lungo termine

The focus of legislators, authorities and academics on the temporal dimension of sustainable actions has led to the progressive re-emerge of the contrast between long-termism and short-termism, that is frequent indeed in corporate law. The orientation to long-term decisions and attempts to stem the short-term ones have been a main point of recent legislative measures on this topic.

This paper aims to critically re-evaluate the above contrast, highlighting some of the most relevant areas that most need regulatory interventions and suggesting abandoning the frequent short-term disfavor.

Keywords: *sustainability – corporate social responsibility – Corporate Governance – short-term and long-term decisions*

* Ricercatrice di diritto commerciale dell'Università degli Studi di Palermo; e-mail: maria-vittoria.zammitti@unipa.it. Intervento in occasione del *Workshop-Consob, Corporate Governance e le strategie della Commissione europea in materia di finanza sostenibile*, tenutosi il 19 ottobre 2020.

SOMMARIO:

1. Le ragioni del diffuso favore per il *long-termism*. – 2. Sostenibilità, lungo termine e breve termine nelle legislazioni nazionali. – 3. (*Segue*): ... e nella disciplina europea. – 4. Le ragioni di una critica. – 5. Questioni irrisolte e proposte di intervento.

1. Le ragioni del diffuso favore per il *long-termism*.

I temi della sostenibilità delle attività economico-produttive e della responsabilità sociale delle imprese sono ormai una costante nelle agende dei legislatori e delle autorità nazionali e sovranazionali¹. Tuttavia, se, da una parte, è certamente vero che le crisi economiche degli ultimi anni – e, da ultimo, l'emergenza sanitaria² – hanno acuito l'interesse per il ruolo sociale della grande impresa azionaria³, dall'altra, i tentativi di indirizzarne i comportamenti in senso socialmente responsabile rimangono ancora timidi.

¹ Da ultimo, il 7 ottobre 2020, per il quinto anniversario dell'Accordo di Parigi (primo accordo universale e giuridicamente vincolante sui cambiamenti climatici adottato alla conferenza di Parigi sul clima (COP21) nel dicembre 2015), è stato approvato l'emendamento alla legge europea sul clima (Reg. (UE) 2018/1999 del Parlamento europeo e del Consiglio) che introduce un nuovo target del 60% in meno di emissioni di CO₂, rispetto al precedente 55%, da raggiungere entro il 2030.

² La pandemia ha comportato, invero, la riconversione della produzione di molte aziende italiane al fine di rispondere ai bisogni del paese, attraverso, ad esempio, la produzione di mascherine o di respiratori: si pensi al gruppo Prada, che, su richiesta della Regione Toscana, ha avviato la produzione di camici e mascherine da destinare al personale sanitario della Regione; oppure a Geox e Diadora, che hanno donato un milione di euro alla Regione Veneto per contribuire alla gestione dell'emergenza.

³ Interesse non solo di studiosi, legislatori ed autorità, ma delle imprese stesse: si pensi alla Business Roundtable di gennaio 2020 che ha modificato il suo *Statement on the Purpose of a Corporation* eliminando il principio della *shareholder primacy*. Il nuovo Statement è stato firmato da 181 CEO che hanno dichiarato di impegnarsi a condurre la società nella ricerca di benefici non solo per gli azionisti, ma per gli *stakeholders* tutti, consumatori, lavoratori, fornitori e la comunità in generale. La misura era stata anticipata nell'agosto 2019 e aveva dato vita in Italia ad un dibattito acceso: in argomento, si rinvia al forum, a cura di A. PERRONE, *Lo statement della Business Roundtable, II, Sugli scopi della società. Un dialogo a più voci*, in questa *Rivista*, 2019, 589 ss. Allo *statement* della Business Roundtable del 2019, peraltro, il *Council of Institutional Investors* aveva risposto in modo molto critico, affermando che l'adozione di una prospettiva di lungo termine non potesse che essere funzionale «to provide shareholders with thorough disclosure and clear articulation of long-term strategic vision»: ne dà conto M. LIBERTINI, *Un commento al manifesto sulla responsabilità sociale d'impresa della Business Roundtable*, in questa *Rivista*, 2019, 627.

Un dato che però non va sottovalutato è quello per cui gli sforzi regolatori sembrano essersi recentemente spostati dal tentativo di incentivare le imprese e, in particolare, la grande società per azioni, al compimento di azioni filantropiche, che esulano dall'oggetto dell'attività d'impresa, ma giustificate dall'intrinseco ruolo sociale delle società⁴ (in conformità alle più tradizionali teorie sulla responsabilità sociale d'impresa⁵), a quello di proporre un modello d'impresa che svolga l'attività economico-produttiva che le è propria, ma in modo sostenibile.

In altre parole, non si chiede più (soltanto) alle imprese di compiere operazioni di beneficenza, quanto piuttosto di produrre beni e servizi – di eseguire, cioè, il proprio oggetto sociale – secondo strategie di sostenibilità. In tal senso, le antiche teorie della responsabilità sociale d'impresa sembrano fare da sfondo ad un dibattito che riguarda più specificamente le esigenze di regolamentazione degli obiettivi di sostenibilità.

Il concetto di sostenibilità è, tuttavia, di difficile definizione ed opera su più piani⁶: ad un primo tentativo definitorio della UN Conference on Human Environment del 1972 – che si riferiva all'utilizzo di risorse naturalmente rinnovabili⁷ – se ne sono aggiunti altri con un'attenzione non solo per l'ambiente, ma anche per l'economia e la società in generale. In ambito finanziario, ad esempio, si ricorre al noto acronimo ESG (*Environmental, Social, Governance*)⁸ al fine di indicare tutte le attività legate all'investimento responsabile che perseguono gli obiettivi tipici della gestione finan-

⁴ Secondo il gruppo di teorie c.d. politiche sulla responsabilità sociale d'impresa, l'impresa in forma societaria è un soggetto politico e assume pertanto doveri politici ed economici nei confronti nel contesto in cui opera: sul tema v. lo studio di E. GARRIGA, D. MELÉ, *Corporate Social Responsibility: Mapping the territory*, in *J. Bus. Ethics*, 2004, 53.

⁵ Nella dottrina italiana inevitabile richiamare il "classico" di A. ASQUINI, *I "Battelli del Reno"*, in *Riv. soc.*, 1959, 617 ss.

⁶ È stato notato che il concetto di sostenibilità è dotato di un'intrinseca duplicità: può riferirsi alla gestione dell'impresa (*governance* sostenibile) ed avere come destinatari delle regole gli amministratori; e può riferirsi al mercato (finanza sostenibile) e in questo caso avere come destinatari gli investitori istituzionali: v. M. MAUGERI, Intervento in occasione del *Workshop-Consob, Corporate Governance* e le strategie della Commissione europea in materia di finanza sostenibile, 19 ottobre 2020.

⁷ Il successo sostenibile veniva definito in termini di successo che «meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs».

⁸ Il recente *Inception Impact Assessment* della Commissione europea statuisce un dovere degli amministratori di adottare delle misure di contenimento dei rischi ESG e di integrare i temi ESG nelle strategie d'impresa, al fine di tener conto degli interessi di tutti gli *stakeholder* dell'impresa.

ziaria, pur tenendo in considerazione aspetti di natura ambientale, sociale e di *governance*⁹.

A rendere il quadro ancora più complesso, accade spesso che il riferimento alla sostenibilità porti con sé una forte attenzione per la dimensione temporale dell'agire imprenditoriale sostenibile: accanto al quesito – in realtà spesso aggirato – su quali siano gli obiettivi di sostenibilità che l'impresa dovrebbe prefissarsi, si è affiancato quello del “quando” – nel senso dell'orizzonte temporale in cui – tali obiettivi possano/debbero essere perseguiti.

Riemerge così la contrapposizione, per la verità ricorrente nel diritto societario, tra i concetti di *long-termism* e *short-termism*, alla base della quale v'è l'idea che la grande società per azioni possa essere *sostenibile* solamente adottando una prospettiva di lungo termine¹⁰; al contrario, la premura per i risultati di breve termine non farebbe che allontanare l'impresa dal proprio incontrovertibile ruolo sociale, a discapito dell'efficienza di lungo periodo. Tale premura sembra aver caratterizzato non solo gli attori del mercato¹¹, ma la cultura del nostro tempo¹² e ha comportato l'assunzione di rischi elevati, al fine di garantire le più alte remunerazioni del capitale, a discapito di una prudente e razionale gestione delle risorse della società nonché di una stabilità finanziaria di lungo periodo.

Il *favor* per una prospettiva di lungo termine e i tentativi di arginare lo *short-termism* servirebbero allora a limitare il modello finora prevalente della *shareholder primacy*¹³, inducendo gli amministratori – che, secondo una premessa frequente, agiscono al fine della massimizzazione dello *shareholder va-*

⁹ La finanza sostenibile viene appunto definita quale applicazione del concetto di sviluppo sostenibile all'attività finanziaria e, come si legge nel sito www.consob.it, si pone l'obiettivo di creare valore nel lungo periodo, indirizzando i capitali verso attività che non solo generino un plusvalore economico, ma siano al contempo utili alla società e non siano a carico del sistema ambientale.

¹⁰ Significativo, in tal senso, è l'intervento di Larry Fink, CEO di BlackRock, che, nella sua lettera annuale ai CEO, ha affermato che una società non possa ottenere profitti a lungo termine se non considerando le esigenze di una pluralità di *stakeholders*.

¹¹ Tra le cause principali può annoverarsi la pratica della pubblicazione trimestrale degli utili: v. D. BARTON, *Capitalism for the long term*, in *Harvard Bus. Rev.*, 2011 (consultabile al sito www.hbr.org) in cui si legge «In business the mania over quarterly earnings consumes extraordinary amounts of senior time and attention» e anche: «Average CEO tenure has dropped from 10 to six years since 1995, even as the complexity and scale of firms have grown».

¹² V. A. G. HALDANE, *The cost of short-termism*, in *The Political Quarterly*, 2016, 66 ss.

¹³ Su cui v. M. FRIEDMAN, *Capitalism and Freedom*, Chicago, University of Chicago Press, 1962, 133 ss.; ID., *The Social Responsibility of Business is to increase profits*, in *The New York Time Magazine*, 13 settembre 1970, 126.

lue¹⁴ – a concentrare la propria attenzione anche su obiettivi di sostenibilità, adottando scelte gestorie responsabili, che tengano conto di interessi esterni all'impresa¹⁵.

2. Sostenibilità, lungo termine e breve termine nelle legislazioni nazionali.

L'esempio tipico della tendenza descritta è quello inglese: il *Companies Act*, ritenuto espressione della nota (quanto da più parti criticata) teoria dell'*enlightened shareholder value*¹⁶, alla Sec. 172 stabilisce che l'interesse sociale vada inteso quale aspettativa alla massimizzazione del valore delle partecipazioni sociali, ma in ottica di lungo termine, cioè in un'ottica che tenga conto di tutte le *constituencies* (le aspettative) interessate e che non si riferisca solo ai soci attuali. La prospettiva di lungo termine dovrebbe consentire di inserire, all'interno dell'interesse proprio dell'azionista, anche gli interessi degli *stakeholders*, identificando tuttora lo scopo sociale nel *firm value*, ma in una (indefinita) prospettiva temporale più ampia.

Il legislatore inglese chiede agli amministratori di agire «in good faith», promuovendo «the success of the company for the benefit of its members as a whole», avendo riguardo all'impatto che le scelte e le decisioni assunte producono nel lungo periodo sugli *stakeholders*¹⁷, pur tuttavia lasciando ampio margine di discrezionalità all'organo amministrativo nell'individuare cosa significhi lungo termine.

¹⁴ Per una recente e nota disamina del dibattito sullo scopo sociale e sui doveri degli amministratori v. U. TOMBARI, "Potere" e "interessi" nella grande società per azioni, Milano, Giuffrè, 2019, 57 ss.

¹⁵ Anche nelle recenti dichiarazioni di Jamie Dimon, Chairman e CEO di JPMorgan Chase & Co. nonché Chairman della Business Roundtable, ricorre il concetto di lungo termine. Egli ha dichiarato che «Major employers are investing in their workers and communities because they know it is the only way to be successful over the long term. These modernized principles reflect the business community's unwavering commitment to continue to push for an economy that serves all Americans».

¹⁶ Su cui v. V.E. HARPER HO, "Enlightened Shareholder Value": Corporate Governance beyond the Shareholder-Stakeholder Divide, in *Iowa J. Corp. L.*, 2010, 59 ss.

¹⁷ Si legge invero: «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».

La portata innovativa di tale disposizione, come pure rilevato, appare piuttosto contenuta¹⁸, avendo mantenuto di fatto inalterata la discrezionalità degli amministratori nel perseguimento degli interessi sociali. Si è detto invero che la «Section 172 CA 2006, similarly to the old common law duty, continues to impose a subjective test in decision-making, so that the business decision is left to directors and courts will not interfere in the judgment made»¹⁹. Ciò sembra peraltro confermato da una copiosa casistica²⁰, da cui risulta invariata l'attenzione primaria dei *managers* verso l'interesse degli azionisti.

Anche la Francia, recentemente modificando, con la Loi Pacte (Plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises, contenuto nella Loi relative à la croissance et la transformation des entreprises) del 22 maggio 2019, il proprio Codice Civile, e in particolare gli artt. 1833-1835 c.c., nonché il *Code de Commerce*, a partire dall'art. L. 225-35 sui doveri dell'organo amministrativo – con conseguente modifica anche del *Code de gouvernement d'entreprise des sociétés cotées* – ha previsto che le società debbano tenere conto delle implicazioni sociali e ambientali delle proprie attività («dans son intérêt social et en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité»), allo stesso tempo promuovendo la creazione di valore nel lungo termine per l'impresa²¹. Inoltre, tutte le società hanno la facoltà di specificare nel proprio statuto una *raison d'être*, costituita da principi di carattere sociale ed ambientale, di progresso ed innovazione, che la società si impegni ad attuare nello svolgimento a lungo termine della sua attività (art. 1835 del Codice Civile francese)²².

¹⁸ Per un'analisi critica della Sec. 172 v. G. TSAGAS, *Section 172 of the Companies Act 2006: Desperate Times Call for Soft Law Measures* in Nina Boerger and Charlotte Villiers (eds.) *Shaping the Corporate Landscape* Hart Publications, in corso di pubblicazione, reperibile al sito: <https://ssrn.com/abstract=2996090>.

¹⁹ *Ibidem*.

²⁰ Cfr. *Hutton v West Cork Railway* (1883) 23 Ch D 654, in cui la Corte d'Appello inglese applicava la Sec. 172, ritenendo che: «director must conduct himself in a way which benefits stakeholders other than shareholders, but only insofar as it will be in the interest of the shareholders as a whole»; v. anche *West Coast Capital (Lios) Ltd, Re an Order Under Section 994 Of The Companies Act 2006* [2008] ScotCS CSOH_72 (15 May 2008), in cui si legge che la Sec. 172 «little more than set out the pre-existing law on the subject».

²¹ La stessa vaghezza di contenuti si riscontra nell'art. 64.1 lett. b) del Codice delle Società Commerciali portoghese (*Código das Sociedades Comerciais*): la norma prevede invero l'onere degli amministratori di perseguire l'interesse della società tenendo conto sia degli interessi dei soci nel lungo periodo che dei non-azionisti (*stakeholders*), interessi rilevanti per la sostenibilità sociale ed ambientale della società.

²² Sul tema v. I. URBAIN-PARLEANI, *L'article 1835 et la raison d'être. Article 1835 and*

Tuttavia, anche la riforma francese, che secondo alcuni Autori non ha costituito una vera e propria rivoluzione, ma piuttosto il completamento di un processo antico²³, lascia ampi margini interpretativi. Non è peraltro mancato chi ha ritenuto il concetto della *raison d'être* poco incisivo e particolarmente evanescente²⁴.

Per quanto riguarda l'esperienza italiana²⁵, il nuovo Codice di *Corporate Governance* delle società quotate²⁶ eleva il successo sostenibile ad obiettivo primario dell'organo amministrativo nella direzione della società, utilizzando il concetto di lungo termine per definirne il contenuto: si legge invero che gli amministratori devono perseguire il successo sostenibile dell'impresa, tramite la produzione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo però conto degli interessi degli altri *stakeholders* rilevanti per la società²⁷.

Company's «Raison d'Être», in questa *Rivista*, 2019, 533 ss. e S. SCHILLER, *L'évolution du rôle des sociétés depuis la loi PACTE*, *ivi*, 517 ss.

²³ Cfr. anche N. NOTAT, J.D. SENARD, *L'entreprise, objet d'intérêt collectif*, Rapport aux Ministres de la Transition écologique et solidaire, de la Justice, de l'Economie et des Finances du Travail, 9 marzo 2018, consultabile al sito: <https://www.economie.gouv.fr>.

²⁴ V. I. URBAIN-PARLEANI, (nt. 22), 517 ss.

²⁵ La sempre crescente attenzione da parte delle autorità di vigilanza per le politiche di sostenibilità si è tradotta recentemente in una *call for evidence* indetta dalla Consob relativa al regime volontario di pubblicazione delle dichiarazioni di carattere non finanziario (DNF) (CONSOB – Regime volontario di pubblicazione della dichiarazione di carattere non finanziario (DNF) – Call for evidence (1° settembre 2020-30 novembre 2020). Inoltre, sul fattore di rischio ESG, in relazione all'emergenza sanitaria, è stato condotto uno studio da Banca d'Italia: F. FERRIANI, F. NATOLI, *ESG risk in time of Covid-19*, consultabile su www.bancaditalia.it. Sul tema delle informazioni non finanziarie si v. M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2019, 992 ss. e S. FORTUNATO, *L'informazione non finanziaria nell'impresa socialmente responsabile*, in *Giur. comm.*, 2019, I, 416 ss.

²⁶ Il nuovo Codice di *Corporate Governance* di Borsa Italiana è consultabile al sito: <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/2020.pdf>. Si veda anche la recente *Relazione 2020 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate*: <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/documenti/comitato/rapporto2020.pdf>.

²⁷ Il successo sostenibile è poi richiamato nella definizione delle politiche di remunerazione della società e del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi. L'art. 5 stabilisce che «La politica per la remunerazione degli amministratori, dei componenti dell'organo di controllo e del top management è funzionale al perseguimento del successo sostenibile della società e tiene conto della necessità di disporre, trattenere e motivare persone dotate della competenza e della professionalità richieste dal ruolo ricoperto nella società»; allo stesso modo, l'art. 6 prevede che «Il sistema di controllo interno e di gestione dei rischi è costituito dall'insieme delle regole, procedure e strutture organizzative finalizzate ad una effettiva ed efficace identificazione, misurazione, gestione e monitoraggio dei principali rischi, al fine di contribuire al successo sostenibile della società». Allo stesso modo, il Codice di *Corporate Governance* tedesco, al

Inoltre, il perseguimento di interessi di lungo termine è inserito tra gli obiettivi principali delle politiche di remunerazione degli amministratori²⁸. Da una parte, l'art. 123-ter T.U.F., al comma tre-bis, precisa che «La politica di remunerazione contribuisce alla strategia aziendale, al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società e illustra il modo in cui fornisce tale contributo»²⁹; dall'altra, l'art. 124-quinquies T.U.F., al primo comma, prevede l'onere degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi di predisporre e divulgare una politica di impegno che descriva «le modalità con cui monitorano le società partecipate su questioni rilevanti, compresi la strategia, i risultati finanziari e non finanziari nonché i rischi, la struttura del capitale, l'impatto sociale e ambientale e il governo societario (...)».

3. (Segue): ... e nella disciplina europea.

Allo stesso modo, il legislatore europeo, quando affronta le tematiche della sostenibilità, ricorre frequentemente al concetto di lungo termine³⁰.

principle n. 3.1, precisa che «The remuneration policy applicable to management board members (...) should focus on long-term value creation».

²⁸ Sul tema v. 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*, in questa *Rivista*, 2020, 553 ss.

²⁹ *Ibidem*. L'Autrice ritiene che la norma «nei termini di una lettura che voglia attribuirle un significato proprio, si distingue dal “perseguimento degli interessi a lungo termine” e si pone quale punto d'arrivo di una linea ideale che, partendo dalla “strategia aziendale”, rivolta naturalmente al perseguimento degli obiettivi prefissati dell'ente, incontra il “perseguimento degli interessi a lungo termine”, in grado di allineare gli interessi degli amministratori con quelli dei soci, per arrivare infine alla “sostenibilità della società”, che dà rilievo all'ambiente in cui la società opera e, quindi, anche agli interessi delle diverse categorie di *stakeholders*» e che tale interpretazione: «trova testuali conferme nel corpo della SHRD II, di cui appunto il nuovo art. 123-ter t.u.f. costituisce l'attuazione: nell'introdurre il nuovo art. 9-bis, sesto comma, la direttiva, infatti, attribuisce alla politica di remunerazione il compito di contribuire “alla strategia aziendale, agli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società”; al contempo si aggiunge che la politica di remunerazione stessa “spiega come è stato tenuto conto del compenso e delle condizioni di lavoro dei dipendenti della società nella determinazione della politica di remunerazione” e, infine, con specifico riferimento alla remunerazione variabile, si prevede che siano indicati “i criteri da utilizzare basati sui risultati finanziari e non finanziari, tenendo conto, se del caso, dei criteri relativi alla responsabilità sociale d'impresa”»: I. CAPELLI, (nt. 28), 558-559.

³⁰ Per una disamina delle proposte europee finalizzate alla limitazione dello *short-termism* v. T. STRAND, *Short-termism in the European Union*, in *Columbia J. of European L.*, 2015, 16 ss. Ad ottobre 2020 e fino all'8 febbraio 2021, la Commissione europea ha posto in consultazione una “Proposta di iniziativa sulla governance societaria sostenibile”.

Sembra che l'Unione Europea stia prendendo progressivamente atto che la causa principale delle crisi finanziarie sia il mancato controllo da parte dei soci sull'operato dei *managers* e, in particolare, sulle decisioni di assunzione di rischi eccessivi e ciò, secondo il legislatore europeo, si deve all'atteggiamento culturale di fondo dello *short-termism*³¹: da una parte, gli amministratori puntano sulle più alte remunerazioni immediate, garantite dall'assunzione di rischi elevati (anche a costo di perdite altrettanto elevate – se non ancora più elevate – nel futuro) e, dall'altra, i soci omettono qualsiasi forma di monitoraggio di tali rischi. L'obiettivo sarebbe allora quello di ripristinare il ruolo delle visioni di lungo periodo, proponendo una nuova figura di investitore che, al di là delle caratteristiche dell'investimento, sia attento non più soltanto alla massimizzazione degli utili, ma anche ai fattori che possono incidere sulla sopravvivenza dell'impresa, monitorando e sorvegliando l'assunzione dei rischi.

L'obiettivo dello sviluppo sostenibile di lungo periodo è presente in numerose legislazioni europee. Un primo esempio è quello del Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile (Comunicazione della Commissione 2018/97³²), che, in linea con l'accordo di Parigi sui cambiamenti climatici e con l'Agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile³³, favorisce uno sviluppo che soddisfi le esigenze delle generazioni presenti e future, creando nel contempo nuove opportunità di occupazione e investimento nonché garantendo la crescita economica. Tra le iniziative presentate dal Piano, l'Azione n. 10 prevede la promozione di un governo societario sostenibile e l'impegno ad «attuare la visione a breve termine nei mercati dei capitali».

Il richiamo alla prospettiva di lungo termine in relazione alla sostenibilità è contenuto anche nella Shareholder Rights Directive II (direttiva UE 2017/828 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 17 maggio 2017 che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti), che già nella rubrica presenta il riferimento ad un impegno degli azionisti che sia di lungo termine e promuove un coinvolgimento di tutti gli *stakeholders* (in particolare dei dipendenti) nel governo societario³⁴. Tale coinvolgimento, si legge, costituisce un «fattore importante per

³¹ V. F. DENOZZA, *Il conflitto di interessi tra soci e altri stakeholders*, in corso di pubblicazione, 468.

³² <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:52018DC0097&from=it>.

³³ Consultabile su <https://sustainabledevelopment.un.org/post2015/transformingourworld>.

³⁴ Il considerando n. 14 promuove «un impegno efficace e sostenibile degli azionisti» che «costituisce uno dei pilastri del modello di governo societario delle società quotate, basato su un sistema di pesi e contrappesi tra i diversi organi e i diversi portatori di interesse».

garantire che le società quotate adottino un approccio più a lungo termine, che deve essere incoraggiato e preso in considerazione».

Peraltro, già nella Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio di modifica della direttiva 2007/36/CE, venivano individuati, tra gli obiettivi primari, quelli di «contribuire alla sostenibilità a lungo termine delle Società dell'UE, creare condizioni propizie per gli azionisti e migliorare l'esercizio transfrontaliero del diritto di voto accrescendo l'efficienza della catena dell'investimento azionario al fine di contribuire alla crescita, alla creazione di posti di lavoro e alla competitività della UE»³⁵.

Si ricorda poi la Raccomandazione della Commissione 2009/385/CE, relativa alle politiche di remunerazione degli amministratori, in cui si legge che «la struttura della remunerazione degli amministratori dovrebbe promuovere la sostenibilità a lungo termine della società»³⁶.

E ancora, la direttiva UE 2019/2121 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019 (di modifica della direttiva (UE) 2017/1132 per quanto riguarda le trasformazioni, le fusioni e le scissioni transfrontaliere) promuove l'assunzione di un approccio sostenibile e a lungo termine da parte delle società nel mercato interno, a tal fine garantendo «il coinvolgimento di tutte le parti interessate (in particolare, dei dipendenti) nelle operazioni transfrontaliere»³⁷.

³⁵ Il successo di lungo termine della società viene poi richiamato dal considerando n. 29 in tema di politiche di remunerazione degli amministratori, che dovrebbero «contribuire alla strategia aziendale, agli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società e non dipendere in tutto o in parte da obiettivi a breve termine» nonché tenere conto di fattori sociali, ambientali e di governo. Anche l'art. 9-bis, sesto co., Dir. 2017/828 richiama la necessità che le politiche di remunerazione contribuiscano «alla strategia aziendale, agli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società».

³⁶ L'art. 3, secondo co., della Raccomandazione aggiunge che «I criteri in materia di risultati devono promuovere la sostenibilità a lungo termine della società e includere criteri non finanziari che siano pertinenti per il valore aggiunto a lungo termine della società». Secondo alcuni Autori, la SHRD II sembra aver fatto qualche passo avanti rispetto al quadro delineato dalla Raccomandazione, in cui i concetti di sostenibilità e perseguimento di interessi di lungo termine sembravano sovrapporsi: v. I. CAPELLI, (nt. 28), 561.

³⁷ Al considerando n. 32, la Direttiva precisa che «il coinvolgimento di tutte le parti interessate nelle operazioni transfrontaliere, in particolare il coinvolgimento dei dipendenti, contribuisce all'assunzione di un approccio sostenibile e a lungo termine da parte delle società nell'intero mercato interno. Al riguardo, la salvaguardia e la promozione dei diritti di partecipazione dei lavoratori nei consigli di amministrazione delle società svolgono un ruolo importante, in particolare in caso di trasferimento o ristrutturazione a livello transfrontaliero. Pertanto, è indispensabile garantire che i negoziati sui diritti di partecipazione nell'ambito delle operazioni transfrontaliere siano portati a compimento e incoraggiati».

Infine, merita menzione il recente studio, commissionato dalla Commissione, *on Directors' duties and on sustainable Corporate Governance*³⁸ del luglio 2020, che, utilizzando il termine “sostenibilità” quale sinonimo di “crescita economica dell’impresa nel lungo termine”, cerca di ricostruire le cause e le conseguenze dello *short-termism* sulla sostenibilità dell’impresa, precisando che «the EU intervention should dispel current misconceptions and errors in relation to the purpose of the company and the duties of directors, which lead directors to prioritize short-term financial performance over the long-term interest of the company».

Secondo quanto rilevato nello studio, le scelte assunte in un orizzonte temporale breve e al fine di ottenere risultati (economici) immediati risultano dannose:

a) per l’ambiente: perché gli amministratori nel cercare di raggiungere l’obiettivo della massimizzazione dello *shareholder value* sarebbero meno incentivati ad assumere decisioni gestorie sostenibili;

b) per la comunità complessivamente considerata, inasprendo le disuguaglianze sociali: si legge invero che, in un contesto in cui la proprietà è concentrata nelle mani di pochi abbienti, il perseguimento dell’obiettivo della massimizzazione dei profitti beneficia soltanto una piccola parte della popolazione mondiale, arricchendo sempre di più chi è già ricco e impoverendo sempre di più chi è già povero;

c) per la tutela dei diritti umani, atteso che l’obiettivo della massimizzazione dello *shareholder value* induce alla ricerca del più basso costo di produzione e si traduce nella delocalizzazione delle filiere produttive verso paesi con norme a tutela dell’ambiente, dei diritti umani, dei lavoratori poco efficaci o addirittura inesistenti.

Per quanto riguarda, invece, le cause del *favor* delle imprese per le decisioni di breve termine, esse sono individuate dallo studio³⁹:

a) nell’assenza di una definizione precisa dei doveri degli amministratori ed in particolare nell’irrisolta questione se agli amministratori sia consentito o

³⁸ Consultabile al sito www.op.europa.eu.

³⁹ Nel *technical advice* di ESMA to the European Commission on integrating sustainability risks and factors in MiFID II – in cui l’Autorità invita le imprese ad equiparare i rischi di sostenibilità agli altri rischi quali il *credit risk*, il *market risk* ed il *liquidity risk*, suggerendo appunto di integrare «sustainability risks within their risk management systems and procedures» – si legge che le cause della predominanza dello *short-termism* sono: «a) the shortage of relevant data from issuers with company disclosures focusing on the short term and b) the lack of demand from the buy-side as investors tend to trade their assets with short-term horizons».

meno il perseguimento di interessi diversi da quelli degli azionisti; o quanto meno il contemperamento di esigenze distinte che siano interne ed esterne alla compagine sociale;

b) nella pressione degli investitori;

c) nella mancata puntuale definizione degli obiettivi strategici di sostenibilità che gli amministratori dovrebbero raggiungere;

d) nella definizione delle politiche di remunerazione degli amministratori: ove i compensi siano basati sul valore delle azioni, ne risulta esasperata la concentrazione sulla massimizzazione del valore delle azioni;

e) ed infine, nella composizione dei consigli che non prevede la presenza di *skills* specifiche in materia di sostenibilità, con la conseguenza che spesso non si hanno le giuste competenze in materia.

Lo studio fornisce poi delle indicazioni su come verificare se una società stia investendo in politiche di sostenibilità, finalizzate alla creazione di valore nel lungo termine non solo per l'impresa, ma anche per la comunità intera: viene suggerito di guardare ai *pay-outs*, cioè all'evoluzione dell'ammontare dei fondi netti utilizzati per distribuire i dividendi agli azionisti o per acquistare le proprie azioni rispetto a quelli utilizzati per la creazione di valore per l'intero ciclo di vita dell'impresa (investimenti in infrastrutture, formazione dei lavoratori, ricerca e sviluppo ...). I *pay-outs* sarebbero indice di un approccio di *downsize-and-distribute*, invece che di *retain-and-reinvest*. Solo quest'ultimo approccio, secondo l'orientamento adottato dalla Commissione, consentirebbe un'apertura dell'impresa verso politiche di sostenibilità⁴⁰.

Lo studio ha ricevuto centinaia di commenti⁴¹ da parte di autorità, organizzazioni e gruppi multinazionali⁴² che quasi univocamente richiedono maggio-

⁴⁰ In relazione a quest'ultimo punto, è stato notato che l'analisi dei *pay-outs* sia in realtà fuorviante in quanto «gross payouts are misleading measures whether companies retain the ability to invest in long-term projects, as companies are also raising new capital. It's the net number that counts»: v. M. ROE, H. SPAMANN, J. FRIED, C. WANG, J.M. RAMSEYER, A. FERRELL, R. KRAAKMAN, L. BEBCHUK, R. CLARK, *Law and Business Professors' Submission to the EU on EY's "Study on directors' duties and sustainable corporate governance"*. *Response to the European Commission's call for feedback on its Sustainable Corporate Governance initiative*, consultabile al sito ec.europa.eu.

⁴¹ La lista, in costante aggiornamento, è reperibile al sito: https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/feedback?p_id=8270916.

⁴² Il gruppo H&M, per esempio, richiede di riconoscere «the different actors' roles along the value chain, including governments, and clearly define roles and accountabilities accordingly; provide legal certainty for businesses through a common language and definitions; apply a practical approach».

re incisività e chiarezza⁴³. A critiche contenutistiche – principalmente in relazione all’assenza di prove rigorose e all’insufficienza di dati empirici⁴⁴ – si sono affiancate critiche metodologiche. Alcuni Autori⁴⁵ hanno invero sostenuto che lo studio sovrappone erroneamente concetti affini, ma distinti, quali quello di *short-termism*, quello delle esternalità negative e le questioni distributive: mentre il primo riguarda il *focus* per risultati di breve termine a discapito dell’efficienza di lungo periodo, le esternalità negative sono i costi sopportati da soggetti diversi da chi assume le decisioni e, infine, i problemi distributivi nascono, anche in assenza di esternalità negative, quando sussistono asimmetrie distributive.

È stato inoltre sostenuto⁴⁶ che non sia possibile trattare lo *short-termism* – la cui relazione con gli obiettivi di sostenibilità non sembra d’altra parte particolarmente approfondita⁴⁷ – alla stregua di un fallimento di mercato e ciò per

⁴³ Si veda, ad esempio, il commento del World Fair Trade Organization Europe (WFTO-Europe), che richiede un intervento più incisivo della Commissione «to address sustainability issues, among them in-work poverty and human rights violations directly linked to the purchasing practices of companies».

⁴⁴ *European Issuers* e ASSONIME hanno inviato una lettera al Commissario Europeo per la giustizia, esprimendo forti perplessità sul report, sottolineando come esso presenti notevoli lacune sotto il profilo metodologico, si basi su affermazioni erranee, non supportate da prove rigorose e ignori del tutto ricerche accademiche condotte sugli stessi temi. Forti critiche provengono anche da molti studiosi. Alex Edmans ha ritenuto lo studio privo di una forte base probatoria (v. A. EDMANS, *Response to the EU Commission Study on Sustainable Corporate Governance*, consultabile sul sito della Commissione europea). E allo stesso modo, alcuni accademici di Harvard [v. M. ROE, H. SPAMANN, J. FRIED, C. WANG, RAMSEYER, A. FERRELL, R. KRAAKMAN, L. BEBCHUK, R. CLARK, (nt. 39)] hanno rilevato che «The Report conflates elementary analytical categories, relies on inapposite data, and generally does not represent the state-of-the-art of research on corporate governance. As a result, its policy recommendations are ill-considered: their costs and benefits are not properly analyzed, and many of them could backfire». Un *feedback* non del tutto positivo è stato parimenti fornito da accademici dell’Università di Amburgo (nel commento che hanno inviato alla Commissione si legge invero che: «the Initiative is based on a study by consultancy firm EY that does not take the basic academic norms of empirical research into account»: A. BASSEN, K. LOPATTA, W.G. RINGE, *Sustainable Corporate Governance Initiative of the Directorate-General for Justice and Consumers. Feedback Statement*, <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance/F594615>), dal *Research Group Companies, markets and Sustainability*, dell’Università degli Studi di Oslo e dalla Copenhagen Business School.

⁴⁵ V. M. ROE, H. SPAMANN, J. FRIED, C. WANG, RAMSEYER, A. FERRELL, R. KRAAKMAN, L. BEBCHUK, R. CLARK, (nt. 40).

⁴⁶ V. F. DENOZZA, (nt. 31), 468.

⁴⁷ Come notato dal commento della *European Company Law Experts (ECLE)*, <https://europeancompanylawexperts.wordpress.com/publications/european-commission-study-on-directors-duties-and-sustainable-corporate-governance/>.

due ordini di ragioni: la prima riguarda il fatto che i problemi di cui si discute non sono causati da un'assenza di mercato, quanto dal rischio che gli intermediari, attratti da risultati di breve termine, concordino tra loro le modalità di intervento nella gestione delle imprese in cui hanno investito; la seconda è che la sostenibilità è un obiettivo non di tipo procedurale, ma contenutistico, peraltro raggiungibile in modo eterogeneo.

4. *Le ragioni di una critica.*

Nonostante il tentativo diffuso di abbandonare le dichiarazioni di principio sullo scopo della società e sui doveri degli amministratori e di privilegiare invece soluzioni normative concrete⁴⁸, non sembra che l'esigenza di individuare con accuratezza i confini dei concetti di *long-termism* e *short-termism* – come visto così presenti nella ricerca di strategie di sostenibilità – sia particolarmente sentita⁴⁹, con la conseguenza primaria che le imprese hanno un'ampia discrezionalità nell'assunzione di *performance* di sostenibilità⁵⁰.

Un unico tentativo definitorio della prospettiva di lungo termine è forse quello del Technical Advice to the European Commission on integrating sustainability risks and factors in MiFID II di ESMA, in cui si riporta che i destinatari del questionario proposto, interrogati sul significato di breve e lungo termine, hanno individuato il breve termine in un orizzonte temporale inferiore ai 6 anni e il lungo termine in un orizzonte temporale oltre i 6 anni. È però dubbio che quella fornita possa essere una definizione universale dell'orizzonte temporale da tenere in considerazione nell'elaborazione di ogni politica sostenibile.

In linea di principio, le decisioni di breve termine vengono ricondotte dagli studiosi al (piuttosto generico) obiettivo della massimizzazione dello *share-*

⁴⁸ V. M. LIBERTINI, (nt. 3), 628.

⁴⁹ V. F. DENOZZA, *L'interesse sociale tra "coordinamento" e "cooperazione"*, 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*, Milano, Giuffrè, 2010, 9 ss.

⁵⁰ Al fine di verificare se un'impresa stia o meno creando valore è imprescindibile l'analisi di termini temporali. Come sostenuto da alcuni economisti «La stessa idea di "creazione di valore" che è diventata lo slogan magico di chi governa l'impresa, è una nozione ambigua se non si precisa l'arco temporale nel quale tale creazione deve avvenire. Se la misura dipende dal giudizio di mercato e se questo ha lo sguardo corto e cambia giudizio ogni giorno, sarà corto anche il significato che si dà all'espressione "creazione di valore" e addirittura sarà corta, riduttiva e fondamentalmente distorta la nozione stessa di cos'è un'impresa sana»: T. PADOA SCHIOPPA, *La veduta corta: conversazione con Beda Romano sul grande crollo della finanza*, Bologna, Il Mulino, 2009, 70.

*holder value*⁵¹, mentre le seconde, cioè le decisioni assunte in ottica di lungo termine, dovrebbero invece presupporre una visione d'insieme del valore dell'impresa che tenga conto anche di fattori di sostenibilità⁵².

In altre parole, una decisione con effetti nel breve termine sarebbe frutto di una scelta volta a valorizzare maggiormente risultati economici immediati a discapito della creazione di valore durevole e in pregiudizio della sostenibilità dell'impresa, mentre "lungo termine" sembrerebbe un concetto aperto che richiede uno sforzo interpretativo più attento e che spesso viene arricchito di una componente etica molto forte.

In realtà, neppure per chi ritiene che l'unico obiettivo degli amministratori sia quello della massimizzazione dello *shareholder value*⁵³, potendo richiedersi alle imprese di adottare strategie di sostenibilità solo se funzionali a tale obiettivo, la distinzione tra breve e lungo termine è particolarmente chiara: quando si indaga lo scopo della gestione finanziaria⁵⁴, che si sostanzia nell'aggiungere valore per gli azionisti, non si comprende infatti se si debba fare riferimento ai profitti di breve termine o di lungo termine⁵⁵. Per esempio, se invece di investire gli utili in lavori di manutenzione gli stessi si distribuiscono, i profitti di breve termine si accrescono, ma a discapito di quelli di lungo termine.

Se è vero, da una parte, che le conseguenze di politiche poco ponderate di assunzione di rischi sono ben note a tutti⁵⁶, dall'altra, ciò che spesso sembra sottovalutato è che perseguire obiettivi ed interessi di lungo termine (e dunque futuri) comporta necessariamente il sacrificio degli obiettivi e degli interessi di

⁵¹ Sul tema v. M. LIBERTINI, *Impresa e finalità sociali. Riflessioni sulla teoria della responsabilità sociale dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 2009, 1 ss.

⁵² Una nota definizione dello *short-termism* è quella di A.G. HALDANE, (nt. 12), 66: «short-termism is generally taken to refer to the tendency of agents in the financial intermediation chain to weight too heavily near-term outcomes at the expense of longer-term opportunities». Si v. anche E. VEASEY, L. BEBCHUK, J. MACEY, R. MILLER, *Corporations: The Short-Termism Debate*, in *Mississippi L. J.*, 2016, 697 ss.

⁵³ Cfr. R. COSTI, *La responsabilità sociale d'impresa e il diritto azionario italiano*, in *La responsabilità sociale d'impresa. Per i trent'anni di Giurisprudenza Commerciale*, Milano, Giuffrè, 2006, 83 ss. e V. CALANDRA BUONAURA, *Funzione amministrativa e interesse sociale*, in *Interesse sociale tra valorizzazione del capitale*, (nt. 48), 189 ss.

⁵⁴ Lo scopo della gestione finanziaria è definito quale massimizzazione del valore corrente per azione del capitale emesso: v. S. ROSS, R. WESTERFIELD, B. JORDAN, *Fundamentals of Corporate Finance*, New York, McGraw Hill Education, 2010, 2 ss.

⁵⁵ V. G. FERRARINI, *Valore per gli azionisti e governo societario*, in *Riv. soc.*, 2002, 462 ss.

⁵⁶ Sul tema la dottrina è molto vasta. Per una puntuale analisi delle conseguenze dello *short-termism* sul mercato e sull'investimento v. A.G. HALDANE, (nt. 12), 66 ss.

oggi: il lungo termine ha costi esattamente come il breve termine⁵⁷. Come notava Keynes, infatti, «But this *long run* is a misleading guide to current affairs. *In the long run* we are all dead. Economists set themselves too easy, too useless a task, if in tempestuous seasons they can only tell us, that when the storm is long past, the ocean is flat again»⁵⁸.

Il punto sarebbe allora non tanto quello di indirizzare a priori le scelte degli amministratori verso il breve o il lungo termine, ma quello di proporre una ripartizione virtuosa dei sacrifici⁵⁹, di oggi e di domani, senz'altro scoraggiando l'assunzione di rischi eccessivi.

Neppure è scontato, del resto, che la massimizzazione del valore delle azioni sia garantita da scelte di breve termine: un recente studio⁶⁰, condotto sulla base di indagini empiriche – che in realtà non riguarda specificamente il tema della sostenibilità – ha dimostrato che i *managers* che perseguono obiettivi di breve termine lo fanno perché hanno a che fare con investitori di breve termine, più attenti ai guadagni di breve periodo che ad altre forme di valore – e per questo definiti “transient” perché «they come and go»⁶¹ – mentre esistono investitori con un orizzonte temporale più ampio non vincolati ai risultati di breve termine (questi investitori vengono invece definiti «dedicated, patient, investors»)⁶².

A ciò si aggiunga, come pure notato⁶³, il profondo mutamento che ha riguardato il mercato finanziario contemporaneo, non più costituito da un indefinito insieme di singoli azionisti *retail*, ma da investitori istituzionali che, oltre ad avere (come, del resto, i primi) orizzonti temporali dell'investimento non necessariamente coincidenti, possono avere divergenti esigenze in relazione alle modalità di produzione dei profitti⁶⁴. Inoltre, trovandosi in competizione tra loro, sono inevitabilmente vincolati al rispetto delle regole del mercato nonché alla miglior cura degli interessi dei propri clienti-risparmiatori i

⁵⁷ V. F. DENOZZA, (nt. 31), 466.

⁵⁸ V. J.M. KEYNES, *A tract on monetary reform*, Londra, MacMillan & Co, 1924, 80.

⁵⁹ V. F. DENOZZA, (nt. 31), 469.

⁶⁰ Cfr. M. ROE, *Corporate Short-Termism– in the boardroom and in the Courtroom*, in *The Bus. Lawyer*, 2013, vol. 68, 978 ss.

⁶¹ V. M. ROE, (nt. 59), 982.

⁶² *Ibidem* e cfr. anche D. MILLON, *Shareholder Social Responsibility*, in *Seattle U. L. Rev.*, 2013, 911 ss.

⁶³ Cfr. F. DENOZZA, A. STABILINI, *Principals vs Principals: The Twilight of the 'Agency Theory'*, in *The Italian L. J.*, 2, 2017, 511 ss. e F. DENOZZA, (nt. 31), 461.

⁶⁴ V. F. DENOZZA, A. STABILINI, (nt. 62), 515.

cui soldi hanno investito e pertanto non sono del tutto liberi di scegliere l'orizzonte del proprio investimento⁶⁵.

Tornando all'esigenza di sostenere e promuovere politiche sostenibili, il riferimento alla distinzione tra breve e lungo termine risulta ancora meno comprensibile, in quanto le decisioni inerenti le relazioni tra l'impresa e i suoi *stakeholders* (definite dalla dottrina aziendalistica "decisioni strategiche"⁶⁶) sarebbero *di per sé* decisioni di lungo termine; così come lo sono le politiche di sostenibilità i cui risultati non sono che valutabili nel tempo⁶⁷.

Non è chiaro poi se il rapporto tra sostenibilità e prospettiva temporale debba essere oggetto di attenzione dell'organo amministrativo o dei soci. Alcuni studiosi⁶⁸, infatti, ritengono che siano i soci a dover abbandonare l'esigenza di ottenere risultati economici di breve termine (tant'è che si è parlato di "shareholder social responsibility"⁶⁹). In tal senso, la "miopia" che, nell'affrontare i temi di cui si tratta viene tradizionalmente attribuita agli amministratori⁷⁰, riguarderebbe piuttosto l'assemblea dei soci, che decide sulla distribuzione degli utili.

Sarebbe allora necessario studiare il meccanismo che orienta i comportamenti e le preferenze degli investitori⁷¹, in particolare degli investitori istituzionali, verificando se sia effettivamente ipotizzabile un loro interesse a che le imprese in cui investono si comportino in modo sostenibile e (quanto meno) corretto nei confronti di portatori di interessi diversi dai propri⁷².

Quanto al ruolo degli amministratori, cui compete l'assunzione concreta di

⁶⁵ V. F. DENOZZA, (nt. 31), 477.

⁶⁶ V. F. GIUNTA, *Economia aziendale*, Padova, Cedam, 2018, 82-83.

⁶⁷ È stato peraltro notato che «mancano (...) dati empirici che dimostrino attendibilmente l'esistenza di un collegamento positivo tra osservanza di precetti socialmente responsabili e prezzo di borsa delle azioni»: cfr. M. MAUGERI, «Pluralismo» e «monismo» nello scopo della *s.p.a.* (glosse a margine del dialogo a più voci sullo *Statement della Business Roundtable*), in questa *Rivista*, 2019, 643.

⁶⁸ V. C. ANGELICI, *Divagazioni sulla responsabilità sociale*, in *Riv. soc.*, 2018, 1 ss.

⁶⁹ Si veda D. MILLON, (nt. 61), 911 ss.

⁷⁰ Cfr. B. BUSHEE, *The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior*, in *The Accounting Review*, 1998, 305 ss.; L. MEULBROEK, *Shark Repellents and Managerial Myopia: An Empirical Test*, in *J. Pol. Econ.*, 1990, 1108 ss. A. EDMANS, *Equity Vesting and Managerial Myopia*, in *Eur. Corp. Governance Inst. Fin. Working Paper*, n. 379/2013, 2013.

⁷¹ Cfr. F. DENOZZA, (nt. 31), 477, M. MAUGERI, (nt. 25), 416 ss. e S. ALVARO, M. MAUGERI, G. STRAMPELLI, *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship*, in *Quaderno giuridico Consob*, 19, 2019, 6 ss.

⁷² V. F. DENOZZA, (nt. 31), 477.

strategie di sostenibilità, il dibattito degli ultimi anni si è incentrato sulla possibilità che essi tengano conto, nell'esecuzione del loro mandato, di interessi diversi da quello dei soci. Tuttavia, il passaggio da ciò che è stato definito "capitalismo manageriale" al contemporaneo "capitalismo degli intermediari"⁷³ – in cui, come accennato, gli attori non sono più piccoli azionisti risparmiatori, ma grandi intermediari istituzionalizzati – è risultato in un'articolazione di posizioni, interessi ed esigenze che richiederebbe una rivalutazione dei postulati tradizionali della *shareholder primacy*, in quanto il mercato non sembra più idoneo a risolvere gli *agency problems* che scaturiscono tra i soggetti coinvolti nell'attività sociale e che sono di fatto presenti in tutte le realtà dinamiche⁷⁴.

Ciò che forse appare pacifico è che gli amministratori siano tenuti a valutare le conseguenze delle proprie decisioni in un orizzonte temporale pianificato che sia pluriennale, non facendosi condizionare dal raggiungimento di un risultato immediato che potrebbe compromettere la redditività dell'impresa nel lungo termine⁷⁵. Sembra però difficile sostenere che la semplice assunzione di una prospettiva di lungo termine determini l'automatico allineamento degli interessi di *shareholders* e *stakeholders*⁷⁶.

5. *Questioni irrisolte e proposte di intervento.*

Ove si ritenga che la ricerca di strategie di sostenibilità non possa che passare attraverso regole di indirizzo dell'operato degli amministratori, sarebbe forse più urgente una risposta specifica al quesito – come peraltro ha evidenziato il summenzionato studio *on directors' duties and on sustainable corporate governance* – circa la legittimazione degli amministratori al perseguimento di politiche di sostenibilità, anche quando esse non si traducono in un vantaggio economico per i soci o addirittura ne determinano una riduzione⁷⁷, posto il dato della necessità di conservazione dell'impresa nel lungo termine.

⁷³ V. F. DENOZZA, (nt. 31), 463.

⁷⁴ Cfr. F. DENOZZA, A. STABILINI, (nt. 62), 512-513.

⁷⁵ Cfr. V. CALANDRA BUONAURA, *Responsabilità sociale dell'impresa e doveri degli amministratori*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 526 ss.

⁷⁶ V. F. DENOZZA, (nt. 48), 9 ss.

⁷⁷ Cfr. M. MAUGERI, (nt. 18), 992 ss. E ciò anche attraverso il passaggio «da una fase in cui il principale problema è presentato come quello di cercare di far sì che gli interessi degli *stakeholders* siano in qualche modo portati a conoscenza dei managers in modo da attirare la loro attenzione e auspicabilmente la loro cura (...) ad una concezione dove invece ci si preoccupa

Se invece si sostiene che i risultati di sostenibilità si possano raggiungere solo attraverso una rivalutazione del ruolo dei soci, troppo attratti dai rendimenti finanziari immediati⁷⁸, gli interventi del legislatore dovrebbero essere più incisivi e non di mero indirizzo. Non sembra verosimile che l'auspicata transizione dalla figura dell'investitore "ragionevole"⁷⁹ a quella dell'investitore "sensibile", nel senso di socialmente responsabile, possa avvenire senza sistemi di *enforcement*.

Si potrebbe inoltre auspicare una modifica dell'assetto organizzativo (e patrimoniale) delle società, tramite la previsione di rappresentanze degli *stakeholders*, in costante dialogo con gli organi sociali. Potrebbero riconoscersi diritti di nomina, ad esempio, ai lavoratori, o attribuire diritti di informazione o di veto sulle politiche che più incidono sugli interessi degli *stakeholders*. E, a tali fini, parrebbe utile che la società definisca a monte quali siano gli interessi diversi dai soci di cui tener conto nella gestione.

Inoltre, bisognerebbe precisare che il riferimento alla sostenibilità di lungo termine non possa in alcun modo giustificare comportamenti immediati – quindi di breve termine – che invece siano non sostenibili o nocivi per ambiente, lavoratori, per la comunità tutta, seppur giustificati nell'ottica di massimizzazione dello *shareholder value*. Se l'impegno sostenibile si richiede solo nel lungo termine, possono assumersi decisioni che nel breve termine non lo siano⁸⁰?

Risulta poi necessario, come suggerito dalla maggior parte dei commenti allo studio del luglio 2020, un tentativo di riempimento del contenuto del concetto di sostenibilità, individuando concretamente gli obiettivi da raggiungere – come, ad esempio, l'Unione Europea ha provato a fare per le emissioni industriali⁸¹ – prevedendo conseguenze più severe nel caso in cui vengano di-

di dare ai titolari degli interessi protetti gli strumenti perché possano essi stessi intervenire, e in tal modo condizionare il comportamento dei gestori, senza aspettare che questi ultimi decidano quali interessi di quali stakeholder meritano di essere presi in considerazione»: v. F. DENOZZA, *Lo scopo della società dall'organizzazione al mercato*, in questa *Rivista*, 2019, 625.

⁷⁸ V. F. DENOZZA, (nt. 31), 476-477.

⁷⁹ Cfr. l'art. 7, par. 4, del Reg. UE, 16 aprile 2014, n. 596 (Regolamento sugli abusi di mercato).

⁸⁰ Secondo attenta dottrina invero la distinzione tra breve e lungo termine sarebbe priva di significato operativo utile, in quanto «è (...) possibile immaginare una gestione contraria a qualsiasi principio etico ma capace di incrementare il valore di mercato delle azioni»: v. M. MAUGERI, (nt. 3), 611.

⁸¹ Sulle emissioni industriali si ricordano la prima direttiva 2003/87/CE che istituisce un sistema per lo scambio di quote di emissioni dei gas a effetto serra nella Comunità (e che modifica la direttiva 96/61/CE del Consiglio) – poi modificata dalle direttive 2004/101/CE, direttiva 2008/101/CE, direttiva 2009/29/CE e dal Reg. CE 219/2009 – la direttiva 2010/75/UE relativa

sattesi e anche in questo caso abbandonando la tecnica del “*comply or explain*”.

Alla luce di ciò, dovrebbe forse cessare il largo accanimento contro lo *short-termism* – come visto, spesso individuato quale generica causa di problemi presenti e futuri⁸² – allo stesso tempo rinunciando alla pretesa che il richiamo al *long-termism*, in relazione agli obiettivi di sostenibilità, sia una formula magica che consenta di allineare automaticamente le aspettative di soci e *stakeholders* in ogni tempo⁸³; e tornarsi piuttosto a distinguere le scelte gestorie in scelte sostenibili e non sostenibili, orientando i comportamenti delle imprese tramite indicazioni concrete su come perseguire obiettivi di sostenibilità.

alle emissioni industriali per la prevenzione e riduzione integrate dell'inquinamento e la direttiva 2015/2193/UE relativa alla limitazione delle emissioni nell'atmosfera di taluni inquinanti originati da impianti di combustione medi.

⁸² E persino, come pure notato, la causa ultima di «tutti i mali possibili dell'attuale capitalismo»: v. M. LIBERTINI, (nt. 3), 634. Si v. anche A. EDMANS, (nt. 69), che sostiene: «While short-termism is indeed a problem, not every aspect of the economy is short-termism, and short-termism is not the cause of every problem in society. An accurate diagnosis of the problem is critical in order to guide the appropriate treatment, rather than labelling everything as short-termism and interfering with parts of the economy that are generally well-functioning».

⁸³ V. F. DENOZZA, (nt. 48), 9 ss.