



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
“M. FANNO”

CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN
ECONOMIA E DIRITTO

TESI DI LAUREA

IL MODELLO DI CORPORATE GOVERNANCE NORVEGESE

RELATORE:

CH.MO PROF. NACCARATO FRANCESCO

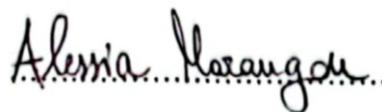
LAUREANDA: MARANGON ALESSIA

MATRICOLA N. 2006617

ANNO ACCADEMICO 2022 – 2023

Dichiaro di aver preso visione del “Regolamento antiplagio” approvato dal Consiglio del Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali e, consapevole delle conseguenze derivanti da dichiarazioni mendaci, dichiaro che il presente lavoro non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere. Dichiaro inoltre che tutte le fonti utilizzate per la realizzazione del presente lavoro, inclusi i materiali digitali, sono state correttamente citate nel corpo del testo e nella sezione ‘Riferimenti bibliografici’.

I hereby declare that I have read and understood the “Anti-plagiarism rules and regulations” approved by the Council of the Department of Economics and Management and I am aware of the consequences of making false statements. I declare that this piece of work has not been previously submitted – either fully or partially – for fulfilling the requirements of an academic degree, whether in Italy or abroad. Furthermore, I declare that the references used for this work – including the digital materials – have been appropriately cited and acknowledged in the text and in the section ‘References’.

Firma  Alessia Karangu...

Sommario

Introduzione	1
Capitolo I	3
1.1 La nascita del tema della corporate governance.....	3
1.2 La corporate governance dopo la pandemia da Covid-19.....	7
1.3 La definizione di corporate governance.....	10
1.4 Gli studi sui diversi modelli di capitalismo.....	12
1.5 Il modello capitalistico anglosassone.....	14
1.6 Il modello capitalistico renano.....	17
1.7 Il modello capitalistico latino.....	21
1.8 La convergenza dei modelli di capitalismo.....	25
Capitolo II	29
2.1 I Paesi nordici in cima alle classifiche mondiali.....	29
2.2 Le ragioni dello studio del modello di governance nordico.....	31
2.3 Il modello di corporate governance nordico.....	32
2.4 Il sistema one tier, il sistema two tier e il modello nordico a confronto.....	35
2.5 L'evoluzione del dibattito sulla corporate governance in Norvegia.....	37
2.6 La normativa sul governo societario e gli enti regolatori in Norvegia.....	38
2.7 L'Oslo Stock Exchange e la struttura proprietaria delle società norvegesi.....	41
2.8 Lo Stato norvegese nella struttura proprietaria delle società.....	46
2.9 La proprietà indiretta dello Stato.....	50
2.10 Il sistema di governance delle società norvegesi.....	52
2.11 La rappresentanza dei lavoratori.....	53
2.12 L'assemblea dei soci.....	54
2.13 Il comitato nomine.....	56
2.14 Il consiglio d'amministrazione.....	56
2.15 Il comitato di controllo interno.....	63
2.16 Il presidente del consiglio d'amministrazione.....	65
2.17 Il corporate assembly.....	66
2.18 Il revisore legale.....	67
2.19 Il CEO.....	67
2.20 La remunerazione del consiglio d'amministrazione.....	68
2.21 I sistemi di protezione degli azionisti di minoranza.....	69

2.22 Le pratiche di business sostenibile in Norvegia	71
Capitolo III.....	75
3.1 La storia di Equinor	75
3.2 La strategia di Equinor	76
3.3 Il modello di business	78
3.4 L'analisi economico-finanziaria	78
3.5 La rendicontazione ESG in Equinor e la Governance of sustainability	82
3.6 Il Codice di condotta di Equinor	86
3.7 L'approccio di Equinor alla corporate governance	87
3.8 La struttura proprietaria di Equinor	89
3.9 L'assemblea dei soci.....	92
3.10 Il comitato nomine.....	93
3.11 Il corporate assembly.....	94
3.12 Il consiglio d'amministrazione	95
3.13 Il CEO e il comitato esecutivo.....	98
3.14 I comitati del consiglio d'amministrazione	99
3.15 Risk management e controllo interno.....	100
3.16 La remunerazione del consiglio d'amministrazione e del corporate assembly	101
3.17 La remunerazione del CEO	102
3.18 Il revisore esterno	105
3.19 Equinor e il modello di corporate governance norvegese	106
Conclusione	109
Bibliografia.....	113
Sitografia	125

Introduzione

Il mondo del business è sempre più complesso e le strategie diventano rapidamente obsolete. I meccanismi e la struttura di corporate governance influiscono sulle scelte aziendali e sulla sopravvivenza dell'impresa nel lungo termine. Per questo sono diversi gli enti impegnati nel definire quale sia la migliore forma di governo societario, come i Governi, la Commissione Europea, la Securities and Exchange Commission degli Stati Uniti, l'Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico, i media e altri stakeholders. Ad oggi, tuttavia, non esiste una trattazione storica definitiva del tema del governo societario e risulta difficile ritenere si potrà mai raggiungere, data la vastità dell'argomento e il fatto che esso è in continuo divenire. Se, infatti, tradizionalmente la corporate governance è stata intesa come un modello progettato per proteggere gli investimenti degli azionisti dal comportamento opportunistico dei manager, negli ultimi anni, invece, anche per effetto di eventi quali il *climate change* e la crisi pandemica, la governance è stata sempre più intesa come una più ampia forma di monitoraggio delle attività aziendali, compreso l'impatto sulla società e sull'ambiente. Questo aspetto della sostenibilità aziendale nasce in risposta alle richieste degli stakeholder e sta diventando sempre più parte integrante delle strategie perseguite dalle imprese e delle relazioni che stabiliscono con i vari partner nella catena del valore.

Il Capitolo I del presente lavoro ripercorre la nascita dello studio del tema della corporate governance e la sua evoluzione a seguito della crisi sanitaria ed economica da Covid-19. In seguito, viene approfondito il tema della definizione di corporate governance con la distinzione tra la definizione ristretta e la definizione allargata. La prima è maggiormente diffusa nei paesi anglosassoni, considera gli azionisti come gli unici soggetti che hanno diritto di controllo sull'impresa e si focalizza sulle regole di composizione e di funzionamento del consiglio d'amministrazione, come organo preposto alla risoluzione del contrasto tra azionisti e manager. La seconda, invece, che è quella adottata nel corso di questo approfondimento, identifica la corporate governance con l'insieme di meccanismi e processi che vengono progettati con una visione sistemica e avendo come fine l'economicità, la continuità e l'autonomia nel lungo periodo dell'impresa. Successivamente vi è la descrizione dei principali modelli di capitalismo, ossia il modello anglosassone, il modello renano e quello latino, approfondendo gli elementi principali del sistema di governo delle imprese per ciascuno di essi e dando evidenza di come essi siano frutto di fattori esterni quali la normativa, le istituzioni e le norme sociali, sviluppatesi nel corso del tempo nei diversi Paesi. Infine, vengono analizzate le due diverse scuole di pensiero, la prima che sostiene la convergenza dei modelli di

capitalismo e la seconda che asserisce, invece, che anche in futuro permarranno elementi di specificità, con la considerazione finale che, sebbene in Europa negli ultimi anni si siano intensificati gli sforzi per giungere alla condivisione di principi e di regole di corporate governance, tuttavia permangono evidenti differenze tra i modelli di capitalismo.

Il secondo Capitolo si apre con l'analisi del modello di corporate governance nordico, che accomuna Svezia, Danimarca, Finlandia e Norvegia, fornendo le motivazioni alla base del crescente interesse verso questo modello ed operando un confronto tra modello nordico, *one tier* e *two tier*. Ciascun Paese rientrante nel modello nordico conserva delle proprie specificità e pertanto si passa poi ad approfondire il modello di corporate governance in Norvegia. Nello specifico viene presa in esame la normativa sul governo societario e gli enti regolatori, l'Oslo Stock Exchange e la struttura proprietaria delle società norvegesi, il ruolo dello Stato nella struttura proprietaria e le modalità con le quali esso esercita la proprietà, sia direttamente, che indirettamente. In seguito, si prende in esame il sistema dualistico verticale delle società norvegesi, le norme in materia di rappresentanza dei lavoratori, il ruolo apicale dell'assemblea dei soci, il comitato nomine, i ruoli e il funzionamento del consiglio d'amministrazione, il comitato di controllo interno, la figura del revisore legale, del CEO, la remunerazione del consiglio d'amministrazione, i sistemi di protezione degli azionisti di minoranza e le pratiche di business sostenibile in Norvegia.

Nel terzo Capitolo, infine, si passa all'analisi della società petrolifera Equinor, la più grande in Norvegia in termini di capitalizzazione. Dopo averne definito la strategia, il modello di business e l'analisi economico-finanziaria viene presa in esame la struttura di governance, vedendo come il modello dualistico verticale viene applicato nella realtà e verificando la compliance con quanto previsto dalla Legge norvegese per le società quotate. L'esame di questa società permette dunque di guardare più concretamente alla divisione dei ruoli e delle responsabilità tra i diversi organi societari che caratterizzano il modello di governo delle società norvegesi e consente di capire più a fondo come lo Stato norvegese eserciti la proprietà e come ciò influenzi l'attività delle imprese, mettendo anche in evidenza come e in che misura Equinor integra il tema sempre più discusso della sostenibilità nella propria strategia e nella propria struttura di governance. A tal proposito il caso Equinor darà modo di comprendere anche come l'esercizio della proprietà in maniera sempre più attiva da parte degli azionisti sia fondamentale affinché il board del quale è sempre più importante definirne la composizione ideale in termini di diversità, competenze e conoscenze, possa tramite il contatto con gli azionisti, estendere il proprio indirizzo strategico anche verso questi ultimi per perseguire il fine dell'impresa in modo sostenibile.

Capitolo I

La definizione di corporate governance e i diversi modelli di capitalismo

Sommario: 1.1 La nascita del tema della corporate governance; 1.2 La corporate governance dopo la pandemia da Covid-19; 1.3 La definizione di corporate governance; 1.4 Gli studi sui diversi modelli di capitalismo; 1.5 Il modello capitalistico anglosassone; 1.6 Il modello capitalistico renano; 1.7 Il modello capitalistico latino; 1.8 La convergenza dei modelli di capitalismo.

1.1 La nascita del tema della corporate governance

Il complesso di decisioni che definiscono l'orientamento fondamentale della vita dell'impresa e i suoi percorsi di sviluppo, attraverso l'attuazione della strategia, costituiscono l'attività di governo; quest'ultima, argomenta Genco (2014), se intesa come attività che mira al raggiungimento di un vantaggio competitivo ed alla crescita del valore dell'impresa, «*assume anche una valenza macroeconomica*» in quanto capace di determinare «*i livelli di competitività e della capacità di sviluppo dell'intero sistema economico cui le imprese appartengono*»¹. Il rapporto esistente tra le regole che disciplinano ed orientano le condotte dell'impresa e la creazione di valore è la motivazione alla base dell'interesse per il tema della corporate governance da parte della comunità scientifica, professionale e delle varie legislazioni nazionali ed internazionali.

Come afferma Tricker (2015), «*sebbene l'approfondimento teorico della materia sia relativamente recente, la corporate governance intesa come pratica è vecchia quanto il commercio*»². Infatti, nonostante gli studi in materia siano un fenomeno recente che si è sviluppato soprattutto negli ultimi decenni del Ventesimo secolo, gli imprenditori e gli amministratori hanno dedicato da sempre molta attenzione al tema del governo dell'impresa; in particolare, la progettazione delle strutture e dei meccanismi di governo ha assunto notevole importanza verso la metà del Diciannovesimo secolo con la nascita di entità legali dotate di una propria personalità giuridica, le società a responsabilità limitata, innovazione che ha consentito ai detentori del capitale di rischio di avere diritto ad una responsabilità circoscritta all'entità del

¹ GENCO, P., 2014. *Corporate governance. Sistemi e strutture di governo dell'impresa*. Torino: G. Giappichelli Editore. P. 10.

² TRICKER, B., 2015. *Corporate Governance: Principles, Policies and Practices*. Terza edizione. Oxford: Oxford University Press. P. 4.

capitale conferito e facilitando, pertanto, il reperimento di risorse finanziarie da parte delle società stesse.

La questione è divenuta ancor più critica con l'aumentare delle dimensioni delle imprese: agli inizi del Ventesimo secolo, la decisione di alcune società inglesi e americane di quotare le loro azioni sul mercato dei capitali ha fatto sì che la struttura proprietaria si frammentasse tra un elevato numero di proprietari che non avevano alcun potere di gestione e che si affermasse contemporaneamente una classe di manager professionisti, dando così luogo alla separazione della proprietà dal controllo. È il verificarsi di tale fenomeno che ha dato avvio al dibattito sulla corporate governance; infatti, il frazionamento della struttura azionaria ha fatto emergere il problema del governo dell'impresa, in quanto i manager professionisti, che gestivano risorse finanziarie altrui, riuscivano ad acquisire il controllo dell'impresa e potevano sacrificare la ricerca del profitto aziendale a favore di obiettivi legati alla funzione di utilità personale. Il tema della separazione della proprietà dal controllo fece poi nascere negli anni Sessanta le teorie manageriali dell'impresa, che sostituirono al modello classico dell'imprenditore che gestisce l'impresa in un'ottica di massimizzazione del profitto, la ricerca della soddisfazione della funzione di utilità dei dirigenti³.

Tre grandi avvenimenti segnarono invece lo sviluppo del tema della corporate governance negli anni Settanta: in primo luogo il fallimento di alcune grandi società spinse la SEC, l'ente federale statunitense preposto alla vigilanza della borsa valori, a richiedere alle società quotate l'istituzione del comitato di controllo e maggiore indipendenza dei consiglieri. In secondo luogo, in Europa si assistette al tentativo di armonizzazione del diritto societario a livello comunitario, con la proposta della quinta direttiva che aveva ad oggetto la configurazione degli organi di governo e prevedeva consigli d'amministrazione a due livelli, con la presenza di un consiglio di sorveglianza composto dallo stesso numero di rappresentanti degli azionisti e dei lavoratori. Infine, nei principali paesi industrializzati si diffuse una corrente di pensiero volta ad ampliare le responsabilità sociali d'impresa e ad affermare una nozione allargata di stakeholder⁴. In particolare, in Gran Bretagna una commissione della *Confederation of British Industries*, presieduta da Lord Watkinson, nel 1973, stilò un report sulle più ampie

³ Tra gli autori che affrontano il tema si annovera Williamson (1963) presenta nel suo lavoro il cd. "*managerial discretion model*", inserendo nella teoria d'impresa la discrezionalità dei manager nel perseguire politiche che massimizzano la propria utilità, anziché massimizzare i profitti. WILLIAMSON, O.E., 1963. *Managerial discretion and business behavior*. *The American Economic Review* [online], vol. 53 n. 5, pp. 1032-1057. Disponibile su <<https://www.albany.edu/~gs149266/williamson27d.pdf>> [Data di accesso: 15/04/2022].

⁴ Tra gli autori che negli anni Settanta affrontano il tema della CSR, Sethi (1975) che introduce il tema della *Corporate Social Responsiveness*, in base al quale alle imprese non compete solamente l'assunzione di responsabilità rispetto agli obblighi sociali derivanti dalla loro attività, ma a questa va affiancata un orientamento proattivo, la cd. responsabilità sociale. SETHI, S.P., 1975. *Dimensions of corporate social performance: An analytical framework*. In: FIORANI, G., JANNELLI, R., e MENEGUZZO, M., 2012. *CSR 2.0 proattiva e sostenibile: Tra mercati globali e gestione della crisi*. Milano: EGEA. P. 26.

responsabilità della *public company* britannica; inoltre, l'*Accounting Standards Steering Committee* pubblicò, nel 1975, il *The Corporate Report* che richiedeva un'informativa pubblica a tutte le entità economiche e un'assunzione di responsabilità verso tutti coloro i cui interessi erano influenzati dalle decisioni degli amministratori⁵.

Negli anni Ottanta l'orientamento alla crescita ed al mercato dell'era di Reagan e Thatcher mise in ombra la discussione sulla concezione allargata di stakeholder. Inoltre, il verificarsi di un'ondata di scandali finanziari, fece sì che emergesse l'eccessiva influenza del top management e dell'amministratore delegato sulle decisioni prese dal consiglio e si riaffermasse la necessità di creare dei meccanismi di controllo e di contrappeso volti ad attribuire maggiore peso ai consiglieri non esecutivi. Le soluzioni conversero verso l'aumento del numero di consiglieri esterni, l'introduzione di comitati su temi specifici e la separazione della figura del presidente da quella di amministratore delegato. Oltre a ciò, si aprì anche il dibattito sulla remunerazione dei top manager, che in questi anni aumentò vertiginosamente⁶.

È tuttavia negli anni Novanta che la corporate governance, oltre a consacrarsi come disciplina di studio per gli accademici, divenne oggetto di regolamentazione da parte della politica, imponendosi anche all'attenzione dell'opinione pubblica, grazie all'aumento del peso degli investitori istituzionali nel capitale di rischio delle imprese, alla progressiva integrazione dei mercati internazionali e a strutture societarie sempre più dinamiche e globali che fecero acquisire al top management un potere enorme. È in questi anni che in Gran Bretagna si diffondono i primi codici di autodisciplina con il *Codice Cadbury* che rappresenta un importante momento per il dibattito sulla corporate governance; tutti i codici che si susseguirono a livello internazionale si incentrarono sul rischio di abuso del potere di governo e nelle loro raccomandazioni enfatizzarono il ruolo dei consiglieri esterni, la creazione dei comitati di controllo e la separazione del ruolo di presidente del consiglio di amministrazione e di amministratore delegato⁷. Il processo di integrazione finanziaria che caratterizzò questo decennio ebbe la conseguenza di accelerare la propagazione tra i diversi Paesi degli effetti delle frequenti crisi finanziarie, al punto che i policy makers internazionali furono portati a concludere che gli interventi di tipo macroeconomico non erano sufficienti a prevenire le crisi e la loro diffusione, mentre invece vi era la necessità di una riforma della corporate governance⁸.

⁵ TRICKER, B., 2015. *Op. cit.* PP. 9-10.

⁶ ZATTONI, A., 2015. *Corporate Governance*. Prima Edizione. Milano: EGEA. PP. 17-20.

⁷ Il Codice Cadbury venne predisposto da un comitato presieduto da Sir Adrian Cadbury, in reazione al fallimento di alcune importanti società e la scoperta di gravi reati societari commessi dai vertici di tali imprese. Tale codice non prevedeva nessun obbligo di conformarsi per le società quotate alle *best practices* individuate. Esso venne seguito in Francia dal *Vienot Report* (1995), dal *King Report* (1995) in Sud Africa, dalle raccomandazioni del Toronto Stock Exchange nelle *Canadian Board Practices* (1995) e dal *The Netherlands Report* (1997).

⁸ BECHT, M., BOLTON, P., e RÖELL, A., 2005. *Corporate Governance and Control*. *ECGI Working Papers Series in Finance* [online]. N. 02/2002, aggiornato nel 2005, p.7. Disponibile su

Anche nel corso del nuovo Millennio il dibattito sulla corporate governance è stato alimentato dal verificarsi di alcuni episodi come la bolla speculativa legata alla *new economy* e l'emergere di una nuova ondata di scandali societari tra cui i casi di Enron, Waste Management, Tyco, e Worldcom che portarono il Governo statunitense, nonostante la storica scarsa propensione a legiferare in tema di attività economica, a reagire, nel 2002, emanando il *Sarbanes Oxley Act* che si applicava alle società quotate alla Borsa di New York, seguito dalle nuove raccomandazioni del NYSE e del NASDAQ. Con le nuove *best practices* il comitato di controllo e di remunerazione doveva essere composto solo da consiglieri esterni, gli azionisti dovevano approvare i piani di *stock option* per i dirigenti e i prestiti agevolati verso quest'ultimi erano proibiti. Negli anni Duemila, inoltre, la rilevanza del tema della corporate governance si estese dalle sole società quotate anche a molti altri tipi di entità economiche⁹. La grave crisi finanziaria del 2007 indusse poi le autorità nazionali ed internazionali a sviluppare raccomandazioni atte a migliorare le pratiche di governance. L'*International Corporate Governance Network* (ICGN) nel 2008 rilasciò lo *Statement on the Global Financial Crisis* dove dichiarò che «*le debolezze nella corporate governance, pur non essendo l'unica causa, erano state rilevanti, soprattutto perché i consigli d'amministrazione avevano fallito nell'individuazione e nella gestione del rischio e avevano permesso l'esistenza di incentivi perversi*». Il rapporto auspicava il potenziamento dei diritti di voto degli azionisti, il rafforzamento dei consigli d'amministrazione, un mercato equo e trasparente e un sistema di remunerazione che non incentivasse decisioni rischiose, ma orientate al medio-lungo termine¹⁰. Allo stesso modo l'OECD, nel report intitolato *The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis* del febbraio 2009, affermò che «*la crisi finanziaria può essere in larga misura attribuita a carenze e debolezze nei meccanismi di governo societario*». Tale report sottolineò, tra gli altri aspetti, una mancanza di monitoraggio dei rischi da parte del consiglio d'amministrazione di numerose società di servizi finanziari e un sistema remunerativo non adeguatamente correlato alla strategia e alla propensione al rischio della società e ai suoi interessi nel lungo termine¹¹. È inoltre con il nuovo Millennio che si pone il tema dell'equità di genere nei board, ma anche della diversità in tema di competenze ed esperienze, in modo da riflettere meglio gli interessi dei diversi stakeholder e rappresentare più adeguatamente la

<https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=343461> [Data di accesso: 17/04/2022]. In particolare, la priorità in questi anni per l'OECD e la Banca Mondiale fu la riforma della corporate governance in Russia, in Asia e in Brasile.

⁹ TRICKER, B., 2015. *Op cit.* PP. 15-17.

¹⁰ INTERNATIONAL CORPORATE GOVERNANCE NETWORK, 2008. *Statement on the Global Financial Crisis* [online]. P. 1. Disponibile su <<https://www.iasplus.com/en/binary/resource/0811icgn.pdf>> [Data di accesso: 18/04/2022].

¹¹ KIRKPATRICK, G., 2009. *The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis* [online]. Disponibile su <<https://www.oecd.org/finance/financial-markets/42229620.pdf>> [Data di accesso: 23/04/2022].

diversità della realtà sociale. Nel 2009 infatti la SEC approvò una legge che richiedeva alle società di esplicitare i criteri di nomina dei dirigenti; lo stesso avvenne nel Regno Unito dove, inoltre, venne richiesta dal 2015 una quota rosa nei board pari ad almeno il 25%. L'Unione Europea, invece, ha richiesto una quota di donne nei board pari al 30% dal 2015 e innalzata nel 2022, con la direttiva *Women on Boards*, al 40%¹².

1.2 La corporate governance dopo la pandemia da Covid-19

La crisi sanitaria ed economica da Covid-19 ha dato slancio ad una serie di discussioni in tema di governo societario che potrebbero avere degli sviluppi nel lungo termine. La pandemia, infatti, ha richiesto un adeguamento delle politiche e della normativa nell'ambito della corporate governance; tali provvedimenti seppur temporanei, possono in realtà avere un impatto duraturo. In particolare, la diffusione del virus ha richiesto un'attenzione particolare alla gestione del rischio e alla qualità dell'attività di audit; inoltre, è emersa la necessità che i Paesi definiscano più chiaramente i quadri normativi per la partecipazione a distanza degli azionisti alle assemblee. Dall'inizio della pandemia, inoltre, i board aziendali sono stati sottoposti a forti pressioni in quanto gli azionisti e gli altri stakeholder hanno iniziato a manifestare malcontento attraverso azioni legali, citando in giudizio società e amministratori per aver sottovalutato o non adeguatamente informato relativamente ai rischi legati alla pandemia e ai suoi effetti negativi sull'attività delle società. Oltre ai contenziosi, i consigli di amministrazione hanno poi dovuto affrontare sfide in diverse altre aree, tra cui la sicurezza informatica e il rischio di insolvenza.

La pandemia ha anche acuito il fenomeno della concentrazione della proprietà nei mercati azionari globali; negli ultimi 15 anni gli investitori istituzionali hanno aumentato considerevolmente il patrimonio in gestione, mentre il numero di società quotate in molti mercati azionari avanzati è diminuito. Questa tendenza ha portato all'allocazione di una quantità

¹² Le norme volte a riservare una quota dell'organo sociale al genere meno rappresentato sono state introdotte in Italia con la Legge 12 luglio 2011, n. 120, mentre la Legge 27 dicembre 2019, n. 160 ha previsto una quota di genere dei due quinti. L'accordo dell'Unione Europea sulle quote rosa, pari a due quinti, è stato invece raggiunto il 7 giugno 2022. In base al decimo rapporto CONSOB sulla corporate governance delle società quotate italiane del 2021, il 41% degli incarichi di amministrazione nelle società quotate è riservato ad una donna. Secondo tale rapporto, inoltre, si è assistito nel tempo ad un aumento della *diversity* degli organi di amministrazione e controllo. In particolare, nell'ambito degli organi di amministrazione, si rileva complessivamente una lieve riduzione dell'età media, un innalzamento del livello di istruzione e una maggior diversificazione dei profili professionali. CONSOB, 2022. *Rapporto CONSOB sulla corporate governance delle società quotate italiane* [online]. P. 44. Disponibile su <<https://www.consob.it/web/area-pubblica/rapporto-sulla-corporate-governance>> [Data di accesso: 30/05/2022].

crescente di denaro a un numero sempre minore di società e alla concentrazione della proprietà nelle mani di grandi investitori istituzionali¹³.

Un'altra conseguenza della pandemia di Covid-19 è che molti investitori prestano oggi maggiore attenzione alle considerazioni ESG quando prendono decisioni di investimento e di voto. La pandemia ha in realtà dato vigore ad una tendenza già presente negli ultimi dieci anni, con le agende politiche internazionali ed europee che hanno posto particolare enfasi sui temi dello sviluppo sostenibile e della responsabilità ambientale e sociale delle imprese, con una crescente attenzione al legame tra la governance delle imprese e gli obiettivi di sostenibilità. Nel 2011, ad esempio, sono state pubblicate le linee guida dell'OCSE sul dovere di diligenza delle imprese multinazionali e nella parte di elencazione dei principi generali, al primo punto si afferma che le imprese dovrebbero «*contribuire al progresso economico, sociale e ambientale per realizzare uno sviluppo sostenibile*»¹⁴. Nel 2015 è stata invece definita l'Agenda 2030 delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile che identifica diciassette *Sustainable Development Goals*, che sono stati già integrati negli obiettivi strategici di alcune grandi imprese ed è stato firmato l'Accordo di Parigi con il quale gli Stati si impegnano al raggiungimento di specifici obiettivi nella lotta al cambiamento climatico.

In questo contesto nasce dunque la necessità che i responsabili politici e le autorità di regolamentazione garantiscano agli investitori l'accesso a informazioni coerenti, comparabili e affidabili; nel 2021 è stata avviata pertanto la revisione della direttiva europea sulle informazioni non finanziarie¹⁵, con la proposta di introdurre in capo a un perimetro più ampio di società l'obbligo del *sustainability reporting* al fine di incrementare la quantità, la qualità e la comparabilità delle informazioni di sostenibilità. Con tale revisione si prefigura l'abbandono della flessibilità della rendicontazione non finanziaria, improntata sino ad oggi al principio del *comply or explain*, a favore di una comunicazione più estesa e più vincolante nella definizione dei contenuti relativi all'impatto ambientale e sociale dell'attività d'impresa¹⁶. Inoltre, a partire dal 2024 tutte le imprese di grandi dimensioni e le PMI quotate avranno l'obbligo di fornire la rendicontazione sulla sostenibilità sulla base dei nuovi criteri e contenuti previsti dalla legge. Tra le novità introdotte dalla “*Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD)*” si

¹³ OECD, 2021. *The Future of Corporate Governance in Capital Markets Following the COVID-19 Crisis* [online]. Disponibile su <<https://www.oecd.org/corporate/the-future-of-corporate-governance-in-capital-markets-following-the-covid-19-crisis-efb2013c-en.htm>> [Data di accesso: 14/05/2022].

¹⁴ OECD, 2011. *Linee Guida OCSE destinate alle Imprese Multinazionali* [online]. Disponibile su <<https://www.oecd.org/daf/inv/mne/MNEguidelinesITALIANO.pdf>> [Data di accesso: 03/06/2022].

¹⁵ Il 21 aprile 2021 la Commissione ha pubblicato la Proposta di direttiva del parlamento europeo e del consiglio che modifica la direttiva 2013/34/UE, la direttiva 2004/109/CE, la direttiva 2006/43/CE e il regolamento 2014/537/UE per quanto riguarda la comunicazione societaria sulla sostenibilità.

¹⁶ OECD, 2021. *Op. cit.*

individuano l'obbligo di collocazione dell'informativa nella relazione sulla gestione, il principio di doppia materialità¹⁷ e l'introduzione di standard di rendicontazione europei¹⁸.

Sotto la spinta dell'emergenza Covid-19, oltre che su sollecitazione della Comunicazione della Commissione UE del 26 marzo 2020, numerosi Stati europei sono poi intervenuti a rafforzare il cd. "golden power", al fine di tutelare l'interesse nazionale nella crisi pandemica¹⁹. In Italia, negli anni, i settori protetti sono diventati sempre più numerosi e il decreto Liquidità (Dl. 8 aprile 2020, n. 23) ha esteso il campo di applicazione delle prerogative del Governo che già includeva difesa e sicurezza nazionale, 5G, settori ad alta intensità tecnologica e servizi pubblici essenziali anche alle aree finanziaria e creditizia, sanitaria, farmaceutica ed agroalimentare. Inoltre, sono state riviste le soglie per l'obbligo di notifica, estendendo lo scudo protettivo alle piccole e medie imprese. Infine, le misure di protezione con tale decreto valgono non soltanto per le imprese dei Paesi *extra*-UE, ma anche per le imprese di Stati membri dell'Unione, per acquisizioni che conferiscono il controllo dell'impresa e, per i soli Paesi *extra*-UE, anche per quelle superiori al 10% della partecipazione. In particolare, l'acquisto di quote societarie deve passare attraverso un'apposita procedura amministrativa, che prevede l'obbligo di notifica alle istituzioni pubbliche preposte. Peraltro, in caso di omessa notifica, l'esecutivo può esercitare d'ufficio i poteri speciali, con ciò implicandosi la costituzione di una struttura organizzativa più forte e la definizione di meccanismi di *intelligence* economica, sulla scorta di quelli già presenti in altri Paesi²⁰. L'espansione del

¹⁷ In base alla doppia materialità le aziende dovranno rendicontare su come i criteri ESG influenzino le prestazioni finanziarie dell'impresa e, viceversa, su come le attività aziendali impattino all'esterno, in relazione ai temi materiali di sostenibilità.

¹⁸ ESGDATA, 2021. *UE: come cambieranno dal 2024 gli obblighi di comunicazione sulla rendicontazione di sostenibilità* [online]. Disponibile su

<<https://esgdata.it/ue-come-cambieranno-dal-2024-gli-obblighi-di-comunicazione-sulla-rendicontazione-di-sostenibilita/#:~:text=Dal%202024%20tutte%20le%20imprese,e%20contenuti%20previsti%20dalla%20legge>> [Data di accesso 03/06/2022]. La "Non Financial Reporting Directive" attualmente in vigore, insieme alla relativa normativa vigente in Italia, invece, stabilisce che ad oggi sono obbligati gli emittenti quotati, banche e assicurazioni che abbiano avuto in media durante l'esercizio finanziario un numero di dipendenti superiore a 500 e che, alla data di chiusura del bilancio, abbiano superato almeno un totale dello stato patrimoniale di 20 milioni di euro o un totale dei ricavi netti delle vendite e delle prestazioni di 40 milioni di euro.

¹⁹ In Italia, con lo scopo di salvaguardare gli assetti proprietari delle società operanti in settori reputati strategici e di interesse nazionale, il legislatore ha dotato con il Dl. 15 marzo 2012 n. 21, il Governo di alcuni poteri speciali, cd. "golden power", tra cui si intendono, tra gli altri, la facoltà di dettare specifiche condizioni all'acquisto di partecipazioni, di porre il veto all'adozione di determinate delibere societarie e di opporsi all'acquisto di partecipazioni. Fonte:

<https://temi.camera.it/leg17/post/la_disciplina_del_golden_power_quadro_normativo.html>. [Data di accesso: 23/06/2022].

²⁰ All'estero la Spagna, qualche settimana prima dell'Italia, con Dl. reale del 17 marzo 2020 n. 8, ha introdotto restrizioni agli investimenti da parte di soggetti di Paesi non facenti parte dell'UE o della Associazione Europea di Libero Scambio: per questi occorre un'autorizzazione per l'acquisizione di partecipazioni uguali o superiori al 10% del capitale, o in concreto per operazioni che generino la partecipazione alla gestione o al controllo di aziende in settori strategici. In altri Paesi esistono da molti anni norme sulla necessità di autorizzazione governativa per le acquisizioni da parte di soggetti stranieri; negli Stati Uniti tale normativa, risale al 1975 e assoggetta ad autorizzazione di un comitato detto CFIUS (*Committee on Foreign Investment in the United States*) «qualsiasi acquisizione da parte di un soggetto straniero» che possa avere implicazioni per la sicurezza nazionale, in

golden power nei settori sopra menzionati indica che si è considerato indispensabile introdurre una forma di tutela alla nazionalità delle imprese operanti in settori necessari alla sopravvivenza dello Stato e dei suoi cittadini, ossia acqua, alimenti, salute. Infine, con il Decreto Liquidità si introduce ufficialmente uno scudo temporaneo nei riguardi delle imprese di Stati membri UE, al fine di evitare che, con il forte calo dei titoli in borsa, imprese di altri Paesi possano fare acquisti speculativi a prezzi di saldo. A seguito poi dello scoppio del conflitto tra Russia e Ucraina, il Governo italiano, con il Decreto Ucraina (Dl. 13 aprile 2022 n. 28), ha messo sotto speciale protezione anche il progetto del cloud della Pubblica Amministrazione, dove confluiranno i dati dei ministeri, degli enti locali, delle Asl, degli ospedali²¹.

Si deve però tenere conto che, se la cessione del controllo di aziende nazionali strategiche a imprese straniere può condurre all'impoverimento del tessuto industriale in aree di particolare interesse nazionale e a possibili rischi di difesa e sicurezza nazionale, tuttavia, anche porre eccessivi ostacoli agli investimenti esteri diretti può produrre un nocimento economico, dal momento che ciò potrebbe deprimere il tessuto economico e finanziario del Paese. È fondamentale, pertanto, rinvenire il giusto equilibrio nell'esercizio dei poteri speciali di protezione del settore industriale nazionale²².

1.3 La definizione di corporate governance

L'espressione corporate governance è evocativa di una vasta e complessa problematica che riguarda il governo dell'impresa ed è stata oggetto di analisi nell'ambito di varie discipline, tra cui il diritto societario, l'economia aziendale e la finanza e, per questo, dalla letteratura ne emerge un significato tutt'altro che univoco e condiviso.

Si ritiene che il termine corporate governance sia stato utilizzato per la prima volta da Richard Eells, negli anni Sessanta del secolo scorso, per indicare «*la struttura e il*

qualunque settore. Da: PORTOLANO, F., 2020. Golden power: il caso spagnolo e l'applicazione anche a soggetti Ue. *IlSole24Ore* [online]. Disponibile su <<https://www.ilsole24ore.com/art/golden-power-caso-spagnolo-e-applicazione-anche-soggetti-ue-AD520LI>> [Data di accesso: 24/06/2022].

²¹ FONTANAROSA, A., 2022. L'Italia rafforza il "golden power" e blindo cloud e 5G. *La Repubblica* [online]. Disponibile su <https://www.repubblica.it/economia/2022/03/17/news/litalia_rafforza_il_golden_power_e_blinde_reti_e_5g-341688327/> [Data di accesso: 25/06/2022].

²² Sotto questo profilo, appena 13 volte il potere speciale è stato realmente esercitato sotto forma di prescrizioni e condizioni, in particolare, nel settore delle comunicazioni e dell'energia e soltanto una volta è stato posto il veto, nel 2017, con il caso Altran-Next Ast, per ragioni di sicurezza nazionale. Da: LUISS, 2020. *Il Golden Power al tempo dell'emergenza Covid-19. Uno strumento camaleontico a protezione del tessuto economico* [online]. Disponibile su <<https://open.luiss.it/2020/07/21/il-golden-power-al-tempo-dellemergenza-covid-19-uno-strumento-camaleontico-a-protezione-del-tessuto-economico/>> [Data di accesso: 25/06/2022].

*funzionamento della politica aziendale»*²³. Tale termine iniziò ad essere utilizzato diffusamente solo negli anni Ottanta, quando il verificarsi di una lunga serie di scandali finanziari, l'indebolimento del sistema economico statunitense rispetto a quello tedesco-giapponese e l'ondata di acquisizioni ostili che si verificarono sia in Gran Bretagna che negli Stati Uniti, riaccessero l'interesse dell'opinione pubblica e del mondo dell'industria e della finanza sui temi della corporate governance.

Tuttavia, se negli anni Ottanta l'espressione corporate governance era utilizzata quasi esclusivamente nel mondo anglosassone e richiamava una problematica circoscritta alla configurazione e al funzionamento dei consigli d'amministrazione delle grandi imprese quotate in borsa, successivamente il termine in parola è andato a coprire una problematica molto più vasta, includendo anche il tema dell'assetto proprietario ed estendendosi anche alle società non quotate²⁴. Da allora i diversi autori che hanno trattato il tema della corporate governance hanno preso in considerazione definizioni differenti sia per ampiezza di stakeholder considerati, che di organi societari e meccanismi ritenuti responsabili del governo dell'impresa. Se da una parte, con riferimento al primo aspetto, si considera meritevole di tutela il solo interesse degli azionisti, dall'altra invece si ritiene debbano essere considerati tutti gli stakeholder; con riguardo, invece, al secondo aspetto si pensa da un lato che l'organo a cui competano le problematiche di corporate governance sia il consiglio di amministrazione, dall'altro che il processo di governo veda l'operare di un insieme di strutture e di meccanismi sia interni, che esterni all'impresa.

Volendo raggruppare gli studi che affrontano il tema della corporate governance in base alla definizione di quest'ultima si distinguono due diverse classi: la prima adotta una concezione ristretta che porta ad identificare gli azionisti come gli unici soggetti che hanno diritto di controllo sull'impresa in quanto possessori dei diritti residuali alla ripartizione del reddito prodotto e la corporate governance è considerata esclusivamente in relazione alle regole di composizione e di funzionamento del consiglio d'amministrazione, che è l'organo preposto alla risoluzione del potenziale contrasto tra azionisti e manager. Tale concezione è diffusa soprattutto nei sistemi capitalistici anglosassoni, dove l'interesse degli stakeholder diversi dagli azionisti è visto in sostanza come un vincolo esterno. Un esempio di questa concezione è la definizione data da Shleifer e Vishny nel 1997: «*la corporate governance si occupa dei modi in cui gli azionisti si assicurano di ottenere un ritorno dal loro investimento*»²⁵.

²³ EELLS, R.S.F., 1960. *The Meaning of Modern Business: An Introduction to the Philosophy of Large Corporate Enterprise*. In: ZATTONI, A., 2015. *Op. cit.*, P.35.

²⁴ AIROLDI, G., 2015. Prefazione a Zattoni, *Op. cit.*

²⁵ SHLEIFER, A., e VISHNY, R. W., 1997. *A Survey of Corporate Governance*. In: MALLIN, C., 2016. *Corporate Governance*. Quinta edizione. New York: Oxford University Press. P. 8.

La seconda classe di studi adotta invece una prospettiva allargata di corporate governance, in base alla quale devono essere presi in considerazione tutti gli stakeholder e i meccanismi, sia interni che esterni all'azienda, che contribuiscono al governo dell'impresa. La definizione allargata di corporate governance è adottata dai diversi studi che hanno analizzato i differenti modelli di capitalismo e che hanno preso in considerazione non solo la struttura azionaria e le caratteristiche del consiglio d'amministrazione, ma i numerosi aspetti che incidono sul processo di governo economico; questi studi hanno infatti rilevato come le imprese, per perseguire i propri obiettivi, devono soddisfare un numero elevato di *stakeholders* e la rilevanza di ciascuno di essi dipende dal contesto ambientale e politico-istituzionale in cui esse operano. L'impresa viene vista, infatti, come un sistema aperto che interagisce in modo biunivoco con i diversi portatori d'interessi presenti nell'ambiente di riferimento, che subisce ed al contempo esercita una serie di condizionamenti²⁶.

Nel proseguo di questo lavoro verrà adottata proprio la concezione allargata di corporate governance, che si viene a identificare con l'insieme di meccanismi e processi che vengono progettati con una visione sistemica e avendo come fine l'economicità, la continuità e l'autonomia dell'impresa nel lungo periodo. Si assume infine che la corporate governance assuma rilevanza in tutte le imprese, di qualsiasi dimensione e forma giuridica.

1.4 Gli studi sui diversi modelli di capitalismo

Gli studi sulle diverse forme di capitalismo si sono diffusi a partire dall'inizio degli anni Novanta, soprattutto grazie al crescente successo delle imprese europee e giapponesi nell'esportare i loro prodotti negli Stati Uniti; la competizione globale portò così il Governo americano a guardare ai meccanismi di governance delle imprese straniere con interesse. Contemporaneamente i cambiamenti economici di questi anni, associati ad alcuni gravi scandali societari fecero sì che si pensasse alla corporate governance come una determinante delle performance delle imprese.

Gli studi sui diversi modelli capitalistici nascono da questi presupposti e si focalizzano sullo studio delle principali caratteristiche delle grandi imprese che operano nei diversi modelli per comprenderne le peculiarità e il funzionamento. Tali studi hanno poi lo scopo di indagare la relazione tra le caratteristiche specifiche di ciascun modello e la performance delle imprese che in essi operano, al fine di verificare se esista un modello che registri performance

²⁶ GENCO, P., e PENCO, L., 2017. *La gestione strategica dell'impresa: le strategie di corporate*. Torino: Giappichelli Editore. P. 20.

stabilmente superiori agli altri. Infine, essi hanno l'obiettivo di verificare la validità dell'ipotesi di convergenza dei modelli verso un modello universalmente superiore²⁷.

Le diverse ricerche sui modelli di capitalismo hanno concentrato la loro attenzione su alcune variabili che, secondo gli studiosi, costituiscono gli elementi principali del sistema di governo delle imprese ossia la struttura azionaria, i rapporti contrattuali, la composizione del consiglio di amministrazione e gli interessi che esso rappresenta, il ruolo e il funzionamento del mercato dei capitali e il metodo di risoluzione delle crisi aziendali.

Come visto, poi, nel paragrafo precedente, la concezione allargata di corporate governance da cui scaturisce lo studio sui diversi modelli di governo delle imprese, presuppone una visione dell'impresa quale sistema relazionale aperto che interagisce con l'ambiente nel quale è inserito e da cui derivano condizionamenti reciproci che investono l'attività di governo. Le ricerche empiriche sui differenti modelli di capitalismo che si sono sviluppate nei diversi Paesi, infatti, hanno messo in luce come ciascun sistema-paese, sia caratterizzato da sistemi di corporate governance del tutto peculiari, a causa dell'influenza di fattori esterni quali la normativa, le istituzioni e le norme sociali, sviluppatasi e consolidatesi col trascorrere del tempo. Queste ultime, ossia i codici impliciti di condotta che regolano gli scambi economici, appartengono alla cosiddetta *soft law* che si distingue dalla *hard law*, cioè la legge scritta e ne riempiono le lacune, diventando spesso importanti meccanismi di innovazione in ambito normativo. Inoltre, nonostante la normativa sia sicuramente rilevante nelle questioni di corporate governance, tuttavia, le imprese e gli attori in esse operanti hanno la capacità di operare scelte all'interno dei vincoli istituzionali, interiorizzando secondo diversi gradi la normativa nelle scelte organizzative e strategiche²⁸.

I principali modelli di capitalismo analizzati sinora in letteratura sono il modello capitalistico anglosassone, anche detto *market oriented*, tipico di Stati Uniti e Gran Bretagna, che adottano il modello di ordinamento giuridico *common law* e caratterizzato da una proprietà diffusa e le due varianti del modello *network oriented*, tipico dei Paesi che adottano il *civil law*, il cui assetto proprietario vede la presenza di azionisti di riferimento, ossia il modello capitalistico renano ed il modello capitalistico dei Paesi latini. La differenza tra i due modelli è da ricondursi secondo Jacoby (2000) alla sequenza con cui si sono verificati determinati avvenimenti storici. Prima del New Deal, gli Stati Uniti avevano il governo nazionale più debole del mondo sviluppato ed erano le imprese ad avere il monopolio del potere politico e istituzionale. Tentativi di regolare l'attività economica a favore di obiettivi collettivi furono

²⁷ ZATTONI, A. 2015. *Op. cit.* P. 200.

²⁸ AGUILERA, R.V., GOYER, M., e KABBACH DE CASTRO, L.R., 2012. *Regulation and comparative corporate governance*. In: WRIGHT M. et al. 2012. *The Oxford Handbook of Corporate Governance*. Prima edizione. Oxford: Oxford University Press. P. 26.

fortemente contrastati dagli uomini d'affari, fino all'era del New Deal inclusa, quando il governo federale ha ampliato notevolmente i suoi sforzi di regolamentazione e ha cercato di imporre il coinvolgimento dei dipendenti nel governo societario attraverso la contrattazione collettiva. Negli altri Paesi industrializzati, invece esistevano governi forti e centralizzati precedentemente allo sviluppo economico; in Francia, Germania, Giappone e in altri Paesi, lo Stato ha promosso l'industrializzazione e ha imposto un'ampia regolamentazione che richiedeva la mobilitazione delle imprese per il perseguimento degli obiettivi nazionali a carattere economico, militare e sociale.

Un altro approccio per spiegare la distanza tra i due modelli citati è quello di considerare l'utilizzo di sistemi di governance incentrati sul ruolo della banca come meccanismi per favorire l'industrializzazione nei Paesi che hanno avuto uno sviluppo successivo dei mercati finanziari; un pregio di questo argomento è che aiuta a rendere conto del caso della Gran Bretagna, un Paese che non si accorda facilmente con la prima spiegazione²⁹.

Nonostante vi siano differenze evidenti tra i due modelli, si deve tenere in considerazione che tale classificazione non ha un valore assoluto: infatti all'interno del medesimo sistema potrebbero coesistere caratteristiche proprie di diversi modelli di governance e ritrovare realtà imprenditoriali simili in sistemi differenti³⁰.

1.5 Il modello capitalistico anglosassone

Il modello anglosassone è caratterizzato dalla forte enfasi che pone sul ruolo del mercato dei capitali, non solo come principale fonte di finanziamento, ma come strumento in grado di disciplinare il management, tramite i corsi azionari e le scalate ostili e favorire la creazione di valore per gli azionisti. Per questo tale modello è chiamato in letteratura anche “*shareholder system*”³¹.

Tale modello è di fatto riconducibile alla teoria dell'agenzia; le società presentano infatti una struttura azionaria caratterizzata da un'elevata frammentazione del capitale in mano a tanti piccoli azionisti, circostanza che comporta la separazione tra proprietà e controllo, che è nelle mani di manager professionisti, i quali esercitano il potere strategico e decisionale; al contempo

²⁹ JACOBY, S., 2000. Corporate Governance in Comparative Perspective: Prospects for Convergence. *Comparative Labor Law & Policy Journal* [online]. Disponibile su <https://www.anderson.ucla.edu/documents/areas/fac/hrob/SSRN_ID285949_code011006670.pdf> [Data di accesso: 14/05/2022].

³⁰ GENCO, P., e PENCO, L., 2017. *Op. cit.* P. 23.

³¹ JACOBY, S., 2000. *Op. cit.* P. 3.

il ruolo di controllo degli azionisti sull'operato dei manager è indebolito in quanto essi si appropriano solo di una parte dei benefici derivanti³².

%	Below 10%	Between 10% and 29%	Between 30% and 49%	Over 50%
Global	0,6	28	29	42
United States	0	57	27	15
Europe	1,4	28	29	42
Japan	0,6	40	32	27
China	0	12	37	51

Tabella 1: quota di partecipazione per i tre maggiori azionisti a livello aziendale. Negli Stati Uniti i tre azionisti più rilevanti a livello societario detengono tra il 10 e il 29% del capitale in più della metà delle società quotate (57%), mentre superano il 50% solo nel 15% delle società; in Europa e in una certa misura in Cina il modello è invece invertito.

Fonte: OECD, 2021. *The Future of Corporate Governance in Capital Markets Following the COVID-19 Crisis* [online]. Parigi: OECD Publishing. Disponibile su: <<https://doi.org/10.1787/efb2013c-en>>. [Data di accesso: 21/05/2022].

Gli studi sulla corporate governance hanno evidenziato come la concentrazione azionaria di un'impresa abbia un impatto sull'orientamento temporale delle decisioni strategiche e degli obiettivi che essa persegue; nel modello anglosassone i top manager rappresentano la coalizione dominante orientata a bilanciare due obiettivi tra loro antitetici, ossia l'appropriazione dei benefici privati del controllo e la performance azionaria nel breve periodo. Questo orientamento al breve termine porta a intraprendere operazioni di crescita esterna in business non correlati e la tendenza a sottostimare e a rinviare gli investimenti in risorse intangibili.

Oltre ai singoli risparmiatori un altro importante soggetto all'interno della struttura azionaria è rappresentato dagli investitori istituzionali, ossia i fondi comuni d'investimento e i fondi pensione, che, grazie al crescente volume amministrato a partire dagli anni Novanta hanno iniziato a esercitare una certa pressione sul comportamento dei top manager attraverso la c.d. *voice*, spingendo così i vertici aziendali a guidare la società in vista della massimizzazione del valore azionario.

³² ROE, J.M., 2005. The Inevitable Instability of American Corporate Governance. *The Corporate Governance Law Review* [online], vol.1 n., pp. 1-19. Disponibile su <<https://www.readcube.com/articles/10.2139%2Fssrn.615561>> [Data di accesso: 21/05/2022]. L'autore osserva come dopo la Seconda Guerra Mondiale, gli Stati Uniti siano stati coinvolti durante ciascun decennio da scandali societari e riconduce tale instabilità al fenomeno della separazione della proprietà dal controllo e ad un sistema normativo "decentralizzato e poroso".

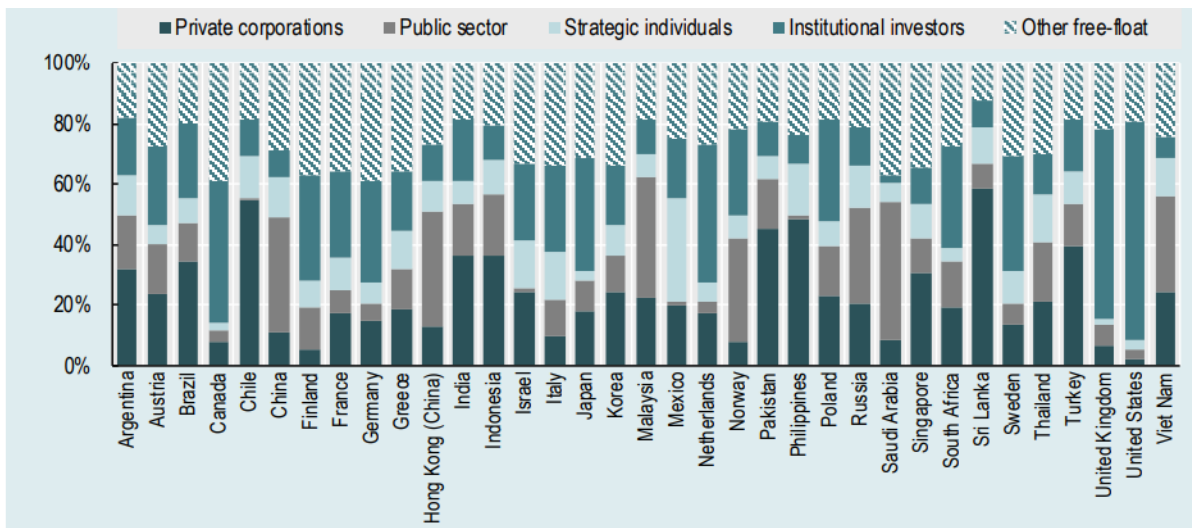


Figura 1: distribuzione dell'assetto proprietario in base ai diversi investitori.

La figura mostra la distribuzione delle partecipazioni in ciascun mercato per le 10000 maggiori società quotate. Le partecipazioni per categoria di investitori sono aggregati al valore di mercato a fine 2017 ed espressi come quota di capitalizzazione di mercato totale in ciascun mercato. I dati riguardano la proprietà di origine sia nazionale che estera. In particolare, negli Stati Uniti e nel Regno Unito si nota una prevalenza degli investitori istituzionali.

Fonte: OECD, 2019. *Owners of the World's Listed Companies* [online]. Parigi: OECD Publishing. P.12. Disponibile su <<https://www.oecd.org/corporate/ca/Owners-of-the-Worlds-Listed-Companies.pdf>> [Data di accesso: 23/05/2022].

I rapporti contrattuali tra imprese che realizzano diverse fasi della stessa filiera produttiva sono caratterizzati da un'elevata integrazione verticale e le relazioni di mercato con i fornitori sono di natura conflittuale essendo di breve periodo e con una scelta basata prevalentemente sull'aspetto economico, mentre lo scambio di informazioni durante la relazione contrattuale è molto limitato.

Per quanto concerne il consiglio d'amministrazione è ad un solo livello e, mancando un azionista di riferimento, è diventato spesso espressione del top management aziendale. Tuttavia, l'aumento del peso degli investitori istituzionali negli anni Novanta ha comportato cambiamenti nel modello di governance, in particolare ha portato alla creazione di consigli più indipendenti dal management, attraverso l'aumento del numero dei comitati per la nomina dei consiglieri, la nomina di un consigliere che funge da mediatore per i consiglieri esterni, il c.d. *lead director*, l'introduzione di sessioni periodiche dove partecipano solo i consiglieri esterni, i piani d'incentivazione azionaria e la riduzione della dimensione del consiglio.

La borsa valori³³, che è minuziosamente regolata e controllata dall'organo di vigilanza, svolge un ruolo fondamentale nel reperimento delle risorse necessarie a supportare la crescita

³³ La borsa più grande al mondo per capitalizzazione di mercato risulta essere la NYSE, seguita dal Nasdaq. Fonte: <<https://www.verafinanza.com/ultima-classifica-delle-borse-nel-mondo/#:~:text=La%20borsa%20pi%C3%B9%20grande%20al,Japan%20Exchange%20Group%20ed%20Euro%20next>> [Data di accesso: 25/05/2022].

aziendale nel medio-lungo periodo; inoltre, l'ordinamento giuridico attribuisce un'elevata protezione legale agli azionisti, consentendo loro di votare per posta, non imponendo il deposito delle azioni prima dell'assemblea, tutelando le minoranze azionarie e richiedendo un ridotto quantitativo di azioni per indire un'assemblea straordinaria. In questo modo vengono ridotti i benefici privati del controllo cioè la possibilità di espropriare gli azionisti di minoranza e si facilita la diffusione delle azioni presso i risparmiatori; ciò fa pertanto aumentare il numero delle imprese quotate e il valore complessivo della capitalizzazione in borsa. Inoltre, l'elevata trasparenza e l'efficienza del mercato azionario garantiscono la maggiore capacità delle imprese di riallocare le proprie risorse finanziarie verso alternative più redditizie, entrando in settori innovativi e uscendo da settori non più attrattivi.

In questo modello le crisi aziendali determinano una perdita del valore delle azioni sul mercato a cui fa seguito, al fine di sostituire il management, l'intervento del mercato del controllo societario, che può operare in tre modi: attraverso le *proxy contests*, le fusioni amichevoli e le scalate ostili³⁴.

1.6 Il modello capitalistico renano

Il modello renano considera l'impresa alla stregua di un sistema allargato ad una molteplicità di *stakeholder*. Dunque, a differenza del modello anglosassone, la corporate governance prende in considerazione, non solo gli interessi degli azionisti, ma anche quelli dei fornitori, dei clienti e dei dipendenti³⁵. Tale modello è prevalentemente diffuso in Germania ed in Giappone e, differentemente dal modello anglosassone, pone particolare enfasi sulla relazione tra imprese industriali e finanziarie.

Detto modello può definirsi *bancocentrico* in quanto spesso all'interno del capitale sociale e nei vertici societari si riscontra la presenza di un istituto bancario di riferimento che detiene ampie quote azionarie, l'*hausbank* in Germania e la *main bank* in Giappone, a cui compete il controllo delle scelte di governo e dell'operato del management, in presenza di un ruolo marginale del mercato. Le banche, inoltre, in Germania, grazie all'istituto della delega di

³⁴ La battaglia delle deleghe avviene quando un'azionista, deluso dall'andamento del consiglio d'amministrazione, presenta una lista di candidati diversa da quella proposta dal management e cerca di persuadere gli altri azionisti a votare per la propria lista. Si tratta tuttavia di una pratica poco diffusa, in quanto giudicato un metodo poco efficace. Le fusioni amichevoli e le scalate ostili, sebbene siano metodi che consentono di ottenere i massimi benefici a coloro che sostengono i costi per migliorare la gestione aziendale, sono metodi di riallocazione molto costosi e radicali, per questo, soprattutto le scalate ostili, sono poco diffuse. ZATTONI, A., 2015. *Op. cit.* P. 211.

³⁵ SINGER, P., SIRIANNI, C. A., 2016. *La corporate governance. Elementi di teoria e profili operativi*. Torino: Giappichelli Editore. P. 30.

voto, possono rappresentare in assemblea generale gli interessi degli azionisti e possono, pertanto, esercitare anche un potere di indirizzo sulle scelte strategiche dell'impresa³⁶.

Nell'assetto proprietario si registra normalmente la presenza di una coalizione di azionisti di controllo, che, sotto la supervisione di alcuni intermediari finanziari impongono ai vertici aziendali di perseguire lo sviluppo e la crescita di lungo periodo, anche a scapito della redditività di breve termine. I principali azionisti sono altre imprese industriali, mentre, contrariamente al modello anglosassone, è ridotto il peso di investitori istituzionali e fondi pensione.

Le relazioni interaziendali sono collaborative e i contratti sono rafforzati dalla presenza di partecipazioni azionarie incrociate, relazioni contrattuali continuative e regole sociali condivise, mentre le imprese sono meno integrate verticalmente di quanto avviene nel modello anglosassone.

Poiché tale modello è sostanzialmente collaborativo è prevista una forte struttura di controllo: gli organi societari sono organizzati secondo un sistema *two-tier* che prevede la divisione delle responsabilità tra due organi di governo separati. In Germania le AG, ossia le società corrispondenti alle Spa italiane e le GmbH, ossia le Srl italiane, sono dotate per legge del consiglio di sorveglianza, cosiddetto *Aufsichtsrat* e del consiglio di direzione, il *Vorstand*; quest'ultimo si occupa della gestione della società e il Presidente del consiglio di gestione ne coordina il lavoro. Il consiglio di sorveglianza, invece, nomina e vigila sull'operato del consiglio di gestione. Esso, inoltre, svolge una funzione consultiva e viene coinvolto direttamente dal consiglio di gestione nelle decisioni che sono di fondamentale importanza per l'impresa³⁷. Le leggi in materia di codeterminazione stabiliscono che un terzo dei membri del consiglio di sorveglianza venga eletto dai dipendenti per le imprese con più di 500 occupati; se i dipendenti sono più di 2000 i dipendenti eleggono la metà dei membri³⁸. Secondo alcuni studiosi, tuttavia, il controllo sulle risorse, che i rappresentanti dei lavoratori esercitano attraverso la loro partecipazione al consiglio di sorveglianza è limitato dal ruolo ristretto che esso gioca nel

³⁶ Il ruolo delle banche è tuttavia discusso: Gorton e Schmid (2000) sostengono che, se le banche hanno accesso ad informazioni private sull'impresa, gli interessi della banca potrebbero entrare in conflitto con quelli degli altri azionisti e soprattutto con quelli degli azionisti che hanno delegato loro il diritto di voto. GORTON, G., e SCHMID, F.A., 1996. Universal Banking and the Performance of German Firms. *Journal of Financial Economics* [online], vol. 58. n. 1-2, pp. 29-80. Disponibile su <<https://static1.squarespace.com/static/55906784e4b0e574972bb22b/t/5a84de81ec212d9c33faeb50/1518657154175/GortonSchmidJFE2000.pdf>> [Data di accesso: 02/06/2022].

³⁷ Dal Codice di Corporate governance tedesco. Disponibile su: <<https://ecgi.global/download/file/fid/9219>>. [Data di accesso: 02/06/2022].

³⁸ Tale norma è stata istituita dal Codetermination Act del 1976 che innalzò il numero di dipendenti nel supervisory board, che in base al Works Constitution Act del 1952 erano solo un terzo.

processo decisionale a livello corporate³⁹; nonostante questo, la possibilità dei dipendenti di nominare propri rappresentanti nel consiglio di sorveglianza, insieme alla creazione dei comitati dei lavoratori a livello di stabilimento⁴⁰, contribuisce ad attribuire a tale categoria di stakeholder una certa influenza sul processo di governo, che sono in grado così di monitorare⁴¹.

In merito al sistema giapponese, invece, il concetto di corporate governance si basa fondamentalmente sull'attività e sul ruolo svolto dal consiglio d'amministrazione. Tale organo assume una dimensione maggiore rispetto a quella degli altri Paesi europei ed è caratterizzato dalla mancanza di rappresentanza dei maggiori azionisti; gli amministratori sono spesso senior manager nominati dai membri del consiglio o dal CEO, mentre è pressoché nulla la presenza di consiglieri esterni. Ad ogni modo, vi è un altro organo, il *President's Council*, composto dai vertici delle principali società all'interno del gruppo aziendale e che funziona in modo simile al consiglio di sorveglianza tedesco, in quanto include i principali azionisti e controlla le decisioni aziendali delle società del gruppo. Ancora più importante è la banca principale della società, che ha il potere di far rivedere i budget interni e sostituire i dirigenti con scarse prestazioni. Come nel sistema tedesco, le banche hanno accesso a informazioni privilegiate sulla performance aziendale che di solito non sono disponibili per i principali azionisti negli Stati Uniti. Anche se né i dipendenti né i loro sindacati sono formalmente rappresentati nei consigli di amministrazione, non solo la cultura e le consuetudini spingono a prendere in considerazione gli interessi di un'ampia platea di stakeholder, ma esistono altri meccanismi che assicurano che il *board* presti attenzione anche alle istanze dei dipendenti. In primo luogo, la maggior parte dei consiglieri è stata spesso precedentemente coinvolta nel sindacato aziendale. Inoltre, il top management, che è presente in larga misura nel consiglio, viene premiato con stipendi più elevati se evita i licenziamenti. In secondo luogo, i sindacati, che esistono nella maggior parte delle grandi aziende, sono coinvolti in varia misura nelle decisioni strategiche che influiscono sull'occupazione, come riorganizzazioni dell'attività o cambiamenti tecnologici. Infine, nella maggior parte delle aziende esistono comitati consultivi congiunti ("JCC"), composti da dipendenti e dirigenti aziendali, che fungono da veicolo per la comunicazione bidirezionale delle istanze dei dipendenti e delle informazioni riservate su piani e prestazioni aziendali⁴².

³⁹ O' SULLIVAN, M., 1998. The Political Economy of Corporate Governance in Germany. *Jerome Levy Institute working paper* [online]. N. 226. PP. 8-9. Disponibile su <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=102668> [Data di accesso: 30/05/2022].

⁴⁰ La creazione dei comitati dei lavoratori è stata introdotta con il Works Constitution Act del 1952.

⁴¹ ZATTONI, A., 2015. *Op. cit.* P. 220.

⁴² JACOBY, S., 2001. Employee Representation and Corporate Governance: a Missing Link. *Journal of Business Law* [online]. Vol. 3. P. 461-463. Disponibile su <<https://scholarship.law.upenn.edu/jbl/vol3/iss3/5>> [Data di accesso: 31/05/2022].

La composizione del consiglio d'amministrazione nel modello renano, dunque, spinge l'impresa a perseguire lo sviluppo di lungo periodo, perché solo nel medio-lungo periodo è possibile contemperare gli interessi che convergono nell'azienda.

Generalmente in questo modello si riscontra una grande rilevanza dell'autofinanziamento ed infatti, il numero di imprese quotate e il grado di capitalizzazione sono bassi e associati ad un minore obbligo informativo verso l'esterno. Il flottante è basso e vi è un orientamento a mantenere la partecipazione per lungo tempo.

La minore trasparenza ed efficienza del mercato dei capitali fa sì che le imprese tendano a perseguire strategie di crescita interna, anche per la difficoltà di attuare acquisizioni ostili ed escano lentamente da settori a bassa redditività per non dover affrontare gli alti costi sociali che comportano queste operazioni.

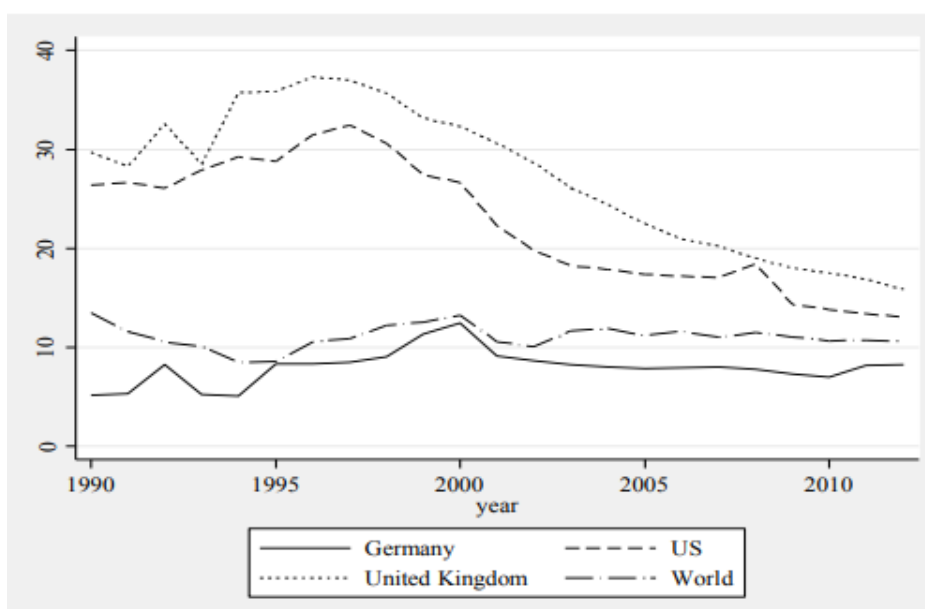


Figura 2: numero di società quotate nella borsa valori di ciascun paese diviso per la popolazione del Paese in milioni, dal 1990 al 2012.

Dalla figura si nota come il numero di società quotate in Germania è significativamente inferiore rispetto a quello dei paesi anglosassoni nell'arco temporale considerato.

Fonte: FRANKS, J., MAYER, C., 2017. Evolution of Ownership and Control around the World: The Changing Face of Capitalism. *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working* [online]. N. 503. P. 4. Disponibile su:

<https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2954589>.

[Data di accesso: 24/05/2022].

Secondo alcuni studiosi, la presenza di uno o più azionisti di controllo è collegata alla mancanza di un mercato azionario ampio e liquido e alla bassa tutela concessa ai conferenti di capitale di rischio⁴³.

⁴³ LA PORTA, R., et al., 1996. Law and finance. *Journal of Political Economy* [online], vol. 106. n.6. Disponibile su: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=7788>. [Data di accesso: 02/06/2022]. Nella loro ricerca

Nell'ambito delle crisi aziendali, poiché c'è una proprietà più concentrata e una minore accettazione del libero mercato, il mercato per il controllo societario è praticamente assente.⁴⁴ Le banche nelle crisi aziendali ricoprono un ruolo critico in quanto provvedono alla sostituzione del management e alla predisposizione di un piano di risanamento che contemperi tutti gli interessi che convergono nell'impresa.

1.7 Il modello capitalistico latino

Il modello latino è diffuso in Italia, Francia, Spagna, Belgio, Portogallo e Grecia. Rispetto ai due modelli sopra rappresentati il modello latino ha caratteristiche simili a quello tedesco-giapponese.

Con riferimento alla struttura azionaria essa risulta essere molto concentrata; infatti, il primo azionista detiene una quota azionaria rilevante e tale da garantirgli una posizione di controllo, mentre il secondo e il terzo azionista detengono quote molto inferiori. Il forte peso dell'azionista di controllo gli consente di indirizzare le principali decisioni strategiche verso la realizzazione dei propri obiettivi, che tendono a coincidere con la crescita sostenibile, senza perdere il controllo dell'impresa.

empirica gli autori hanno esaminato le norme giuridiche di protezione legale degli azionisti e dei creditori, l'origine di tali norme e il loro livello di applicazione. I paesi di *common law* mostrano la migliore tutela degli azionisti, mentre i paesi *civil law* la peggiore. Inoltre, la ricerca ha rivelato una correlazione negativa tra concentrazione dell'assetto proprietario e livello di tutela legale degli investitori.

⁴⁴ Lo studio di Jenkinson (2001) ha rilevato come, seppure le offerte ostili abbiano un ruolo pressoché irrilevante nella sostituzione del management, ciononostante si creano spesso dei blocchi di partecipazioni ostili costituite da coalizioni di investitori insoddisfatti dall'andamento della gestione che tentano di acquisire il controllo. Il ruolo delle banche è ancora una volta critico, in quanto la ricerca empirica mostra come esse supportino la creazione dei pacchetti azionari ostili. JENKINSON, T., e LJUNQVIST, A., 2001. Hostile Stakes and the Role of Banks in German Corporate Governance. *Journal of Corporate Finance* [online]. PP. 397-446. Disponibile su: <https://users.ox.ac.uk/~ofrcinfo/file_links/finecon_papers/1999fe02.pdf>. [Data di accesso: 03/06/2022].

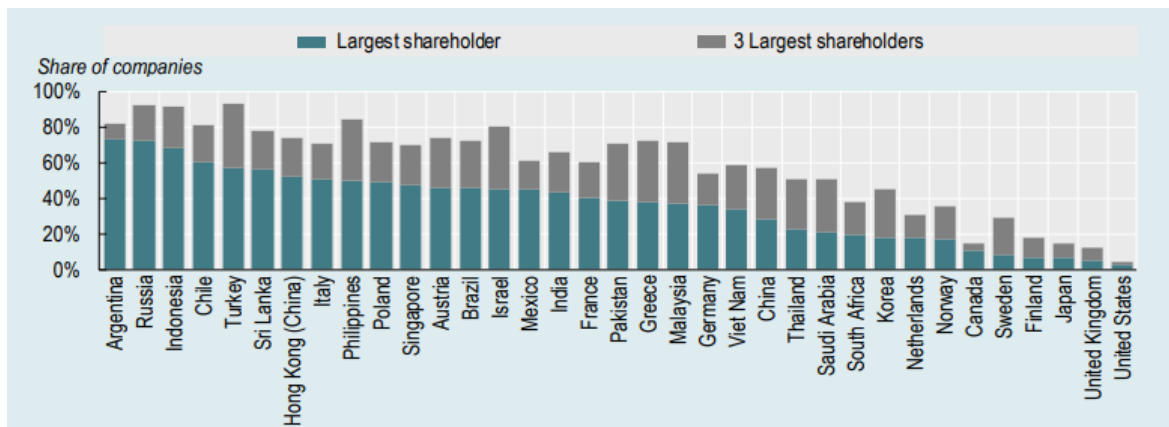


Figura 3: percentuale di società, calcolata sul numero totale di società quotate, dove il più importante investitore e i primi tre detengono una quota del capitale superiore al 50%, per ciascun mercato nazionale. I dati si riferiscono a fine anno 2017. Dalla comparazione emerge come in Italia e Francia la percentuale di società dove sia il primo investitore, sia i primi tre detengono oltre il 50% di capitale è molto più elevata rispetto a quanto si riscontra negli USA e nel Regno Unito. Fonte: OECD, 2019. *Op. cit.* P. 18.

I principali azionisti sono tipicamente rappresentati da famiglie imprenditoriali che controllano le grandi imprese direttamente o indirettamente, mediante società controllate o holding finanziarie⁴⁵. Il controllo delle imprese è spesso ottenuto attraverso il ricorso ai Control Enhancing Mechanisms (CEMs), cioè strumenti atti ad ampliare il potere degli azionisti di controllo, come le azioni a voto multiplo, le azioni a voto limitato, i gruppi piramidali e i patti di sindacato⁴⁶.

In questo contesto spesso lo Stato mantiene il controllo di grandi gruppi che operano in settori strategici come quello energetico, mentre vi è una scarsa rilevanza degli investitori istituzionali.

Nelle società appartenenti a questo modello gli azionisti mantengono una solida posizione di controllo sulle principali decisioni dell'assemblea e dunque anche sulla nomina dei membri del consiglio di amministrazione. Pertanto, non si verifica la separazione tra proprietà e controllo a cui si assiste nel modello anglosassone ed invece è probabile che l'azionista di controllo utilizzi il proprio potere per ricercare i cd. benefici privati del controllo. Gli azionisti di minoranza godono invece di una bassa tutela legale e gli altri stakeholder, tra cui i dipendenti, sono meno influenti rispetto a quanto si osserva nel modello renano.

⁴⁵ Le aziende familiari sperimentano problemi di governance quando si stabilizzano nei processi di governo e approcciano il passaggio generazionale. Tra i pregi di tali aziende si riscontrano un orientamento al lungo periodo, minor burocrazia, maggior unità di visione, la creazione di risorse inimitabili. L'aspetto più critico è spesso, oltre al passaggio generazionale, è il mancato utilizzo o uso solo formale del CdA, che è dominato dalla figura del fondatore e che deve bilanciare le esigenze aziendali con il contemperamento degli interessi familiari.

⁴⁶ Le azioni a voto plurimo sono vietate per le società quotate in Italia, mentre non lo sono per le società non quotate.

Le grandi imprese del modello latino assumono normalmente la struttura di gruppo, dove al vertice c'è una holding finanziaria controllata da una famiglia o dallo stato ed ai livelli intermedi vi sono società finanziarie, mentre ai livelli inferiori ci sono società caposettore o operative.

Tra i gruppi industriali si assiste alla presenza di legami azionari, come avviene nel modello renano, al fine di consolidare il controllo e di rendere i risultati economici parzialmente interdipendenti; le partecipazioni incrociate generano il fenomeno del cosiddetto *interlocking directorships*, ossia la condivisione di consiglieri d'amministrazione e i patti di sindacato, volti a rafforzare la coalizione di controllo.

All'interno del modello latino si riscontrano invece delle differenze tra i diversi Paesi con riferimento al rapporto tra banche e imprese: è infatti più intenso in Francia e in Spagna, mentre in Italia e Belgio sono presenti norme che impediscono alle banche di detenere partecipazioni societarie.

Il consiglio di amministrazione è tipicamente ad un solo livello e viene nominato dagli azionisti di maggioranza, anche se si riscontrano in ciascun Paese determinate peculiarità: in Italia, ad esempio, l'assemblea degli azionisti nomina anche il collegio sindacale, chiamato a vigilare sulla correttezza dell'amministrazione aziendale; in Francia, invece, il Presidente del consiglio di amministrazione assume anche la carica di direttore generale, disponendo così di un ampio potere decisionale.

Il ruolo del mercato dei capitali è meno importante rispetto al modello anglosassone, mentre la bassa protezione legale riservata agli investitori, in base all'approccio *law and finance*, già presentato con riferimento al modello renano, contribuisce a spiegare l'alta concentrazione azionaria; oltre a ciò, anche la bassa presenza di investitori istituzionali, soprattutto fondi pensione, ha un ruolo nel determinare la concentrazione azionaria che caratterizza l'assetto proprietario.

Market	Total market capitalisation (USD M)	Portion of market capitalisation included	Number of listed companies	Number of companies included
UNITED STATES				
United States	30 284 174	85%	4 125	622
ADVANCED ASIA				
Hong Kong (China)	6 883 148	90%	2 300	371
Japan	6 209 680	92%	3 012	587
Korea	1 761 235	87%	2 279	300
Chinese Taipei	1 353 258	85%	2 002	279
Singapore	555 457	95%	663	195
EUROPE				
United Kingdom	3 844 706	92%	1 555	243
France	2 564 935	99%	838	480
Germany	2 231 062	97%	865	461
Switzerland	1 411 279	98%	352	188
Netherlands	884 256	98%	103	84
Spain	832 568	97%	192	143
Italy	801 771	92%	386	269
Sweden	799 247	99%	869	391
Russia	600 932	96%	641	135
Denmark	430 011	98%	154	79
Belgium	409 285	99%	314	92
Norway	326 009	95%	299	169
Finland	315 857	82%	164	115
Turkey	224 002	95%	350	121
Poland	208 921	95%	826	132
Austria	150 043	99%	75	54
Ireland	99 608	99%	30	25
Portugal	75 678	99%	59	36
Greece	51 176	95%	193	66
Hungary	31 519	98%	43	18
Czech Republic	29 433	100%	13	10
Luxembourg	24 814	87%	24	10
Iceland	8 170	97%	23	18
Slovenia	6 713	91%	94	13
Slovak Republic	5 786	86%	58	6
Lithuania	4 600	95%	30	19
Estonia	2 722	94%	17	8
Latvia	915	85%	26	6

Figura 4: capitalizzazione di mercato totale e numero di società quotate per ciascuno dei 54 mercati del rapporto OECD (la tabella mostra poi anche la quota di capitalizzazione di mercato e il numero di società considerate nel report). I dati si riferiscono a fine 2017. I Paesi anglosassoni hanno un valore di capitalizzazione e un numero di società quotate significativamente maggiore rispetto a quanto avviene per i Paesi che rientrano nel modello latino e in quello renano.

Fonte: OECD, 2019. *Op. cit.* P.8.

La crescita viene finanziata tramite l'autofinanziamento e il capitale di debito, non essendo diffusa la volontà di accedere alla borsa valori o di aprire il capitale di rischio a investitori istituzionali, in quanto l'azionista di controllo tende a non voler diluire la propria influenza dominante.

I rapporti con le banche sono collaborativi e di lungo periodo, pur limitandosi, diversamente dal modello renano, alla fornitura di capitale di debito. Nel modello latino la crisi dei grandi gruppi industriali viene risolta con l'intervento diretto dello Stato o di una coalizione di imprese o intermediari finanziari che rilevano quote azionarie, sotto il coordinamento di alcune banche di sistema.

1.8 La convergenza dei modelli di capitalismo

Con riferimento ai diversi modelli di corporate governance sono presenti due diverse scuole di pensiero, una che sostiene la convergenza dei modelli di capitalismo e l'altra che sostiene che anche in futuro permarranno elementi di specificità.

I sostenitori dell'ipotesi della convergenza ritengono che la globalizzazione porterà inevitabilmente ad un modello di governance comune, che secondo Hansmann e Krakman (2001) sarà quello anglosassone⁴⁷. La prima causa della convergenza per Nestor e Thompson (2001) è la globalizzazione dei mercati dei capitali: nuovi strumenti finanziari, una più elevata concorrenza internazionale e l'emergere di nuovi intermediari finanziari hanno cambiato radicalmente il panorama della finanza aziendale mondiale; le imprese, insieme ai governi dei loro Paesi, sono sempre più consapevoli che, per attingere a questo bacino di risorse finanziarie globali, devono soddisfare determinate condizioni di governance⁴⁸. Inoltre, l'integrazione del mercato finanziario assume molte forme incluse le fusioni e acquisizioni transfrontaliere che determinano una trasformazione rilevante negli assetti proprietari delle società e con l'intensificarsi della concorrenza del mercato globale dei prodotti, le aziende ed anche i sistemi di governance diventano simili, perché le imprese decidono di adottare i sistemi di governo societario più efficienti⁴⁹.

Oltre all'integrazione del mercato finanziario e del mercato dei prodotti finali, Cuervo-Cazurra e Aguilera (2004) ritengono sia la *soft law*, con la diffusione dei codici di best practice, a favorire la convergenza dei modelli di governance⁵⁰. Secondo gli autori sono soprattutto i Paesi con una debole protezione legale degli azionisti e una forte presenza di investitori istituzionali esteri che tendono a sviluppare tali codici.

⁴⁷ HANSMANN, H., e KRAAKMAN, R., 2000. The End of History for Corporate Law. *Discussion Paper 280* [online]. N. 3/2000. Disponibile su <http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/280.pdf> [Data di accesso: 02/06/2022]. Secondo gli autori, il successo delle imprese britanniche e americane, un azionariato sempre più esteso nei paesi sviluppati e l'emergere di rappresentanti attivi degli azionisti e gruppi di interesse nelle principali giurisdizioni fanno sì che il primato degli azionisti difficilmente sarà annullato.

⁴⁸ NESTOR, S., e THOMPSON, J. K., 2001. *Corporate governance patterns in OECD economies: is convergence under way?*. Disponibile su <<https://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/1931460.pdf>> [Data di accesso: 05/06/2022].

⁴⁹ WITT, P., 2004. *The Competition of International Corporate Governance Systems – A German Perspective*. In YOSHIKAWA, T., e RASHEED, A., A., 2009. Convergence of Corporate Governance: Critical Review and Future Directions. *Corporate Governance*, vol. 17. n. 3, pp. 388–404. Disponibile su: <https://ink.library.smu.edu.sg/cgi/viewcontent.cgi?referer=&httpsredir=1&article=3907&context=lkcsb_research>. [Data di accesso: 03/06/2022].

⁵⁰ CUERVO-CAZURRA, A., e AGUILERA, R., V., 2004. Codes of Good Governance Worldwide: What is the Trigger?. *Organization Studies* [online], vol. 25. n. 3. Disponibile su <https://www.researchgate.net/publication/228285510_Codes_of_Good_Governance_Worldwide_What_Is_the_Trigger/link/09e415118eb87855e0000000/download>. [Data di accesso: 03/06/2022]. Nel rapporto le *best practice* vengono definite come raccomandazioni in merito alla struttura del consiglio di amministrazione di un'impresa, i rapporti con gli azionisti, il controllo, la selezione, la remunerazione e la revoca di amministratori e top manager.

Tra gli autori che invece sostengono permarranno elementi di divergenza tra i diversi modelli di capitalismo, Jacoby (2001) sostiene che non esista un modello globale ottimale: un modello unico di governo societario nettamente superiore, in quanto a efficienza, ad altri modelli. Ciò che viene generato sono *second best* o massimi locali⁵¹.

Inoltre, le istituzioni di governo societario possono influenzare il vantaggio comparato di una nazione, creando nicchie in cui competere. Una certa pratica di governo societario poi può trarre i suoi vantaggi da complementarità con altri aspetti che caratterizzano un certo contesto ambientale; trapiantarla in un altro sistema-Paese potrebbe non generare gli stessi benefici.

Oltre a ciò, le strutture di governance possono resistere al cambiamento a causa della presenza di stakeholder, tra cui sindacati, banche e azionisti, che col cambiamento ridurrebbero i loro vantaggi privati di controllo.

Un altro elemento che causa la divergenza dei modelli è la differenza nei diversi regimi dei diritti di proprietà; ad esempio, quando i diritti di proprietà sono deboli e i governi mantengono un controllo considerevole su tali diritti, si osserveranno tipicamente imprese più piccole, a proprietà familiare e con pochissima dispersione azionaria⁵².

C'è poi il punto sollevato dai teorici della *path-dependency*: la traiettoria evolutiva del sistema di governance di un Paese è il risultato di migliaia di singoli eventi storici e delle risposte politiche ad essi. Dato che non esistono Paesi che hanno le stesse serie di eventi storici o simili, il risultato è la divergenza tra i sistemi. Infine, poiché una nazione può trarre vantaggio dall'imitazione di un altro sistema che si evolve lungo un percorso diverso, risulta vantaggioso sostenere la diversità organizzativa⁵³.

L'evidenza empirica⁵⁴ dalla seconda metà degli anni Novanta ha evidenziato una tendenza verso la convergenza dei diversi modelli di capitalismo. In particolare, l'ingresso dei grandi investitori istituzionali anglosassoni nell'azionariato delle imprese di altri Paesi, spinto dalla volontà di diversificazione del proprio portafoglio d'investimenti e dalla volontà delle

⁵¹ JACOBY, S., 2001. *Op. cit.* PP. 16-18.

⁵² YOSHIKAWA, T., e RASHEED, A., A., 2009. *Op.cit.* P. 7.

⁵³ BEBCHUK, L.A., e ROE, J.M., 1999. A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership. *Stanford Law Review* [online], vol. 52. n.1, pp. 127-170. Disponibile su <<http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/pdfs/1999.Bebchuk-Roe.Path.Dependence.pdf>> [Data di accesso: 05/06/2022]. Gli autori affermano che la struttura proprietaria iniziale di un'economia influenzerà quelle del futuro, perché dispone del potere di impedire eventuali cambiamenti; inoltre, la normativa societaria, che influenza la struttura proprietaria, dipende essa stessa dalla struttura proprietaria così come si configura in precedenza.

⁵⁴ Tra gli autori che hanno affrontato il tema: WOJCIK, D., 2004. *Convergence in Corporate Governance: Empirical Evidence from Europe 2000-2003*. Disponibile su <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=559424> [Data di accesso: 05/06/2022]. L'autore ha condotto un'indagine empirica tra il 2000 e il 2003 su 300 società europee distribuite in 17 paesi trovando prova dell'esistenza della convergenza tra i diversi Paesi e tra le imprese. Ciononostante, affermano gli autori, nel panorama della governance europea persistono differenze che vanno al di là delle differenze settoriali.

imprese di accedere al mercato di capitali internazionale sta portando alla creazione di strutture di governance sempre più simili tra loro. In Europa, ad esempio, negli ultimi anni i principali paesi industrializzati hanno intensificato gli sforzi per giungere alla condivisione di principi e di regole di corporate governance coerenti⁵⁵; nonostante questa tendenza verso l'uniformazione della normativa stia procedendo ad un passo sostenuto, le differenze tra i diversi modelli di capitalismo sono ancora piuttosto evidenti e dunque il dibattito circa la convergenza o divergenza dei diversi modelli resta aperto.

⁵⁵ Il *diritto societario* è stato oggetto, in Europa, di un processo intenso e profondo di armonizzazione: dalla I direttiva sulla costituzione della società per azioni alla II direttiva sul capitale sociale alla IV e VII direttiva sul bilancio e sul bilancio consolidato, dalla III e VI direttiva in materia di fusioni e scissioni alla VIII direttiva sul controllo dei conti, alla X direttiva sulle fusioni transfrontaliere, alle *Shareholders' Rights Directives*, i diritti societari nazionali hanno raggiunto un grado apprezzabile di uniformazione anche se non poche aree del diritto societario rimangono ancora appannaggio dei diritti municipali. Ad esempio, l'azione dello *High Level Group of Company Law Experts* per il raggiungimento del c.d. *level playing field* all'insegna del principio *one share-one vote* a cui non sono seguiti risultati significativi: anche la materia dei gruppi piramidali e dei c.d. *Control Enhancement Mechanisms* (sindacati di voto, voto plurimo, ecc.) è rimasta affidata ai diritti nazionali. Fonte: <https://www.nuovodirittodellesocieta.it/Article/Archive/index_html?ida=903&idn=158&idi=-1&idu=-1>. [Data di accesso: 21/01/2023].

Capitolo II

Il modello di corporate governance nordico e il modello norvegese

Sommario: 2.1 I Paesi nordici in cima alle classifiche mondiali; 2.2 Le ragioni dello studio del modello di governance nordico; 2.3 Il modello di corporate governance nordico; 2.4 Il sistema one tier, il sistema two tier e il modello nordico a confronto; 2.5 L'evoluzione del dibattito sulla corporate governance in Norvegia; 2.6 La normativa sul governo societario e gli enti regolatori in Norvegia; 2.7 L'Oslo Stock Exchange e la struttura proprietaria delle società norvegesi; 2.8 Lo Stato norvegese nella struttura proprietaria delle società; 2.9 La proprietà indiretta dello Stato; 2.10 Il sistema di governance delle società norvegesi; 2.11 La rappresentanza dei lavoratori; 2.12 L'assemblea dei soci; 2.13 Il comitato nomine; 2.14 Il consiglio d'amministrazione; 2.15 Il comitato di controllo interno; 2.16 Il presidente del consiglio d'amministrazione; 2.17 Il corporate assembly; 2.18 Il revisore legale; 2.19 Il CEO; 2.20 La remunerazione del consiglio d'amministrazione; 2.21 I sistemi di protezione degli azionisti di minoranza; 2.22 Le pratiche di business sostenibile in Norvegia.

2.1 I Paesi nordici in cima alle classifiche mondiali

Negli ultimi anni la regione nordica, che comprende la Danimarca, la Finlandia, la Norvegia e la Svezia, ha attratto considerevole attenzione in tutto il mondo, soprattutto dopo la pubblicazione del rapporto speciale, nel febbraio del 2013, del *The Economist* intitolato “*The next top model*”, a indicare il fatto che i Paesi appartenenti a questa regione sono in cima a molte classifiche mondiali, dalla competitività economica al benessere sociale⁵⁶.

⁵⁶ Ad esempio, la Danimarca è stata classificata dalla Business School IMD in Svizzera come la più competitiva, tra 63 economie mondiali, nel 2021. IMD, 2022. *World Competitiveness Yearbook 2021*. In: ASSOCAMERAESTERO, 2022. *World Competitiveness Yearbook: Danimarca, l'economia più competitiva al mondo* [online]. Disponibile su <<https://www.assocamerestero.it/notizie/world-competitiveness-yearbook-danimarca-leconomia-piu-competitiva-al-mondo>> [Data di accesso: 20/11/2022]. Inoltre, anche il Global Gender Gap Index elaborato dal World Economic Forum, che misura lo stato della parità di genere in tutto il mondo in base a quattro dimensioni, ossia partecipazione economica e opportunità, livello di istruzione, salute, ed empowerment politico, vede al secondo posto della classifica la Finlandia, al terzo la Norvegia e al quinto la Svezia. WEC, 2022. *Global Gender Gap Report* [online]. Disponibile su <https://www3.weforum.org/docs/WEF_GGGR_2022.pdf> [Data di accesso: 20/11/2022]. Infine, anche il Social Progress Index, elaborato da Deloitte, che analizza la qualità della vita e il benessere sociale in 168 Paesi, vede, nel 2021, la Norvegia, la Finlandia e la Danimarca, occupare i primi tre posti della classifica. DELOITTE, 2021. *Social Progress Index analyzing the quality of life and social wellbeing: Romania climbs one position on the 44th place in the global ranking, but remains the last among EU countries* [online]. Disponibile su <<https://www2.deloitte.com/ro/en/pages/about-deloitte/articles/studiu-privind-calitatea-vietii-si-bunastarea-sociala-romania-urca-o-pozitie-si-ajunge-pe-locul-44-in-clasamentul-mondial-dar-ramane-pe-ultimul-loc-intre-statele-membre-ale-uniunii-europene.html>> [Data di accesso: 20/11/2022].

Oggi per “*modello nordico*” si intende la comunanza di alcune caratteristiche economiche strutturali dei quattro Stati dell’area scandinava, di cui la più importante è la combinazione di un’economia capitalistica con livelli di tassazione relativamente elevati e prestazioni sociali universali, inclusa la sanità⁵⁷.

I Paesi di questa regione si distinguono, tuttavia, anche per essere la patria di un considerevole numero di società leader a livello mondiale, come dimostrato dalla Tabella 1, che fa riferimento alla classifica elaborata da Forbes, *The Global 2000*, che raccoglie le 2000 società più importanti su scala mondiale.

Stato	N° società	% su Tot. società	Popolazione	% Popolaz. mondiale	%Tot. soc./% Pop. mond.
Norvegia	8	0,40%	5.408.000	0,069%	5,797
Danimarca	11	0,55%	5.857.000	0,075%	7,359
Finlandia	9	0,45%	5.542.000	0,071%	6,363
Svezia	32	1,60%	10.420.000	0,133%	12,034
Stati Uniti	590	29,50%	331.900.000	4,235%	6,966
Regno Unito	64	3,20%	68.168.033	0,870%	3,679
Germania	52	2,60%	83.130.000	1,061%	2,451
Francia	54	2,70%	67.500.000	0,861%	3,135
Italia	26	1,30%	59.070.000	0,754%	1,725

Tabella 2: numero di società presenti nella lista *Forbes Global 2000*, con riferimento all’anno 2022, che vede in classifica le 2000 società quotate più grandi del mondo in base a quattro parametri: vendite, profitto, assets e valore di mercato, divise per ciascun Stato. Nella terza colonna della tabella viene calcolato il numero di società per ciascun Paese in percentuale sulle 2000 della lista. Nella quarta colonna, invece, sono presenti i valori della popolazione al 2021 di ogni Stato e nella quinta vi è il calcolo della percentuale sulla popolazione mondiale totale al 2021. Infine, i valori della terza colonna sono divisi per quelli della quinta, così da ottenere gli indici della sesta colonna. Il valore più elevato è quello della Svezia, seguita dalla Danimarca e poi dagli USA. In seguito, si hanno Finlandia e Norvegia, con valori che non si scostano di molto da quello degli USA, mentre sono molto superiori rispetto al Regno Unito, alla Francia, alla Germania e all’Italia. Fonte: <<https://www.forbes.com/lists/global2000/?sh=46926af55ac0>>. [Data di accesso: 02/11/2022].

Come si nota dalla Tabella 2 i Paesi nordici e in particolare Svezia e Danimarca, hanno un numero di società presenti nella lista di Forbes, rapportate al valore della popolazione, maggiore anche a quello degli Stati Uniti; allo stesso modo, Norvegia e Finlandia mostrano un valore considerevole, vicino a quello degli USA e maggiore rispetto al Regno Unito, oltre che a Germania, Francia e Italia. Nonostante ci possano essere una serie di fattori alla base di questo risultato, si può presumere che il modo in cui le società nordiche sono governate abbia un ruolo importante nel creare condizioni favorevoli allo sviluppo di società leader.

⁵⁷ NORDICS.INFO, 2022. *The Nordic Model* [online]. Disponibile su <<https://nordics.info/themes/the-nordic-model>> [Data di accesso: 20/11/2022].

2.2 Le ragioni dello studio del modello di governance nordico

A partire dalla fine del secolo scorso si è vista una crescente attenzione per le pratiche di governo societario della regione nordica. I primi a parlare di modello di corporate governance nordico e a cercare di definirne le caratteristiche sono gli studiosi del *Directors' Institute* in Finlandia e, successivamente, il *Center for Business and Policy Studies*, con sede a Stoccolma⁵⁸. Il modello viene detto nordico in quanto i Paesi in questione mostrano delle peculiarità di governo societario in comune e che, al contempo, le differenziano rispetto ad altri modelli.

I motivi dell'interesse verso il modello di corporate governance nordico sono da ricercarsi nel fatto che l'Europa, come affermato nel corso del capitolo precedente, recentemente ha intensificato gli sforzi per giungere alla condivisione di principi e di regole di corporate governance: per questo risulta utile conoscere i tratti caratterizzanti del modello nordico. Oltre a ciò, l'attuale dibattito europeo in tema di governo societario si è focalizzato sull'importanza di azionisti attivi e con una visione a lungo termine delle società da loro partecipate⁵⁹. Inoltre, negli ultimi anni si è rafforzata la presenza di investitori stranieri nelle Borse dei Paesi nordici, soprattutto investitori istituzionali provenienti dagli Stati Uniti o di origini britanniche.⁶⁰ Di conseguenza, i mercati dei capitali nordici hanno visto un grande afflusso di attori come azionisti, consulenti, analisti e consiglieri con una formazione in materia di corporate governance di matrice anglosassone. Talvolta questa situazione ha causato difficoltà di comprensione in merito alle modalità di funzionamento dell'assemblea dei soci, del ruolo degli azionisti di maggioranza e delle pratiche prevalenti nei consigli d'amministrazione nordici⁶¹.

⁵⁸ LEKVALL, P., 2014. *The nordic corporate governance model*. Stoccolma: SNS Förlag. Disponibile su <https://scholarship.law.columbia.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2896&context=faculty_scholarship> [Data di accesso: 02/11/2022].

⁵⁹ Ad esempio, la Direttiva 2017/828/UE mira a incoraggiare il coinvolgimento degli azionisti per garantire che vengano prese decisioni per la stabilità a lungo termine di una società e a tenere conto delle questioni ambientali e sociali. La Direttiva, in particolare, facilita l'identificazione degli azionisti e i flussi di informazioni tra gli azionisti e la società, migliora la sorveglianza sulla remunerazione degli amministratori, regola le operazioni con parti correlate e prevede una maggiore trasparenza per gli investitori istituzionali. Fonte: <<https://eur-lex.europa.eu/IT/legal-content/summary/shareholder-rights-directive.html>> [Data di accesso: 21/01/2023].

⁶⁰ Come si vedrà nel proseguo del capitolo nel caso della Norvegia, la quota di proprietà dell'Oslo Stock Exchange detenuta da investitori stranieri è passata dal 36,58% del 2016 al 41,10% del 2021.

⁶¹ LEKVALL, P., 2018. The nordic way of corporate governance. *Nordic Journal of Business* [online], vol. 67. n. 3-4, pp. 164-182. Disponibile su: <http://njb.fi/wp-content/uploads/2019/02/NJB_2019_3-4_Lekvall.pdf>. [Data di accesso: 19/11/2022].

2.3 Il modello di corporate governance nordico

L'osservazione più importante degli studi sulla corporate governance nei Paesi nordici è che il modello nordico consente agli azionisti di maggioranza di controllare e assumersi efficacemente la responsabilità a lungo termine della società. Il rischio intrinseco a questo tipo di modello è che la maggioranza abusi del proprio potere alle spese degli azionisti di minoranza; tuttavia, tale pericolo viene contenuto attraverso un sistema di protezione della minoranza dei soci ben sviluppato.

All'apice del sistema di corporate governance dei Paesi nordici si ha l'assemblea dei soci, che è il più alto organo decisionale, ha ampi poteri di governo della società ed è il mezzo principale per i soci di esercitare i propri diritti di proprietà.

Il consiglio di amministrazione è nominato dall'assemblea dei soci ed è pienamente subordinato ad essa. Inoltre, i consigli di amministrazione delle società quotate nordiche sono per lo più composti da amministratori non esecutivi. Ciò implica una chiara divisione dei compiti e delle responsabilità tra la funzione di monitoraggio e direzione strategica da una parte e il management dall'altra; questa divisione dei ruoli serve a rafforzare l'indipendenza del consiglio nei confronti della funzione esecutiva.

Anche il revisore esterno, previsto dalla legge, è nominato dall'assemblea dei soci. Nel contesto nordico, l'auditor è principalmente visto come lo strumento degli azionisti per il controllo del lavoro del consiglio d'amministrazione e del management.

Un'altra caratteristica importante del modello nordico è che, soprattutto nelle società con una struttura proprietaria concentrata, i proprietari, in particolare quelli che detengono quote di partecipazione significative, sono generalmente parte attiva nel governo della società. Essi, infatti, prendono posto nel consiglio d'amministrazione, sono coinvolti nella sua nomina e mantengono contatti continui con tale organo.

I forti poteri conferiti agli azionisti di maggioranza possono essere ulteriormente rafforzati in tutti e quattro i Paesi scandinavi attraverso le *dual class shares*. Questa opzione è attualmente utilizzata principalmente in Danimarca e Svezia, più raramente in Finlandia e in Norvegia⁶². Per evitare che ciò si tramuti in abuso di potere da parte della maggioranza è previsto il principio della parità di trattamento degli azionisti, che vieta all'assemblea dei soci, al consiglio o all'esecutivo di prendere decisioni che favoriscano indebitamente un gruppo di azionisti a spese della società o di altri azionisti. Inoltre, le legislazioni dei diversi Paesi contemplano ampi diritti di partecipazione attiva dei singoli azionisti nelle assemblee e la

⁶² LEKVALL, P., 2014. *Op. cit.* P.109.

possibilità di intraprendere azioni legali⁶³. Ad arginare il rischio di abuso di potere da parte degli azionisti di maggioranza ci sono poi i requisiti di voto a maggioranza fino all'unanimità per deliberazioni assembleari di potenziale pregiudizio per gli interessi degli azionisti di minoranza. Nella stessa direzione sono previste regole rigorose per le operazioni con parti correlate; le protezioni contro questo tipo di abuso si basano principalmente sul requisito che tutte queste transazioni devono essere effettuate a condizioni di mercato.

Un altro aspetto che accomuna i Paesi del modello nordico è un elevato grado di trasparenza nei confronti del mercato dei capitali e verso terzi in generale.

Inoltre, nei Paesi scandinavi l'autoregolamentazione, ove applicabile, è spesso preferita alla legislazione per la sua maggiore flessibilità ed un maggior grado di accettazione tra gli attori soggetti alla normativa. Fin dai primi anni dopo l'inizio del secolo, infatti, i codici di governance sono stati la principale forma di autoregolamentazione in tema di governo societario nei Paesi nordici. Essi sono fondati su principi comuni tra i diversi Stati e si basano tutti sulla regola del *comply or explain*⁶⁴.

Un altro tratto in comune tra i Paesi del modello nordico è che i loro mercati sono generalmente caratterizzati da un alto grado di concentrazione della proprietà nelle società. Questa struttura proprietaria altamente concentrata ha prevalso a lungo, anche come conseguenza dell'importante ruolo dello Stato come proprietario e costituisce un fattore importante alla base dello sviluppo della corporate governance dei Paesi nordici. Tuttavia, ad oggi ci sono anche molte società nordiche quotate con una proprietà dispersa, più simile dunque alla struttura proprietaria dei Paesi anglosassoni.

Un'altra caratteristica che accomuna i Paesi nordici è la presenza di un settore bancario fortemente regolamentato e centralizzato, soprattutto in Finlandia e Norvegia, a causa delle crisi bancarie in Norvegia nel 1988 e in Finlandia nel 1991⁶⁵. Negli ultimi anni, inoltre, si sta assistendo ad una crescita del credito bancario al settore privato. Ciò è dimostrato dal fatto che se il credito bancario rapportato al PIL nei Paesi nordici si assestava tra il 73% e il 170% nel 2006, nel 2016 è cresciuto, specie in Svezia attestandosi al 120% e in Norvegia al 140%⁶⁶.

⁶³ Qualora si abbia la presenza di un azionista di riferimento, in grado di influenzare la composizione degli organi di governo dell'impresa, questo azionista ha il potere di imporre decisioni in linea col proprio interesse personale e a discapito di quello degli azionisti di minoranza. Questo problema di agenzia viene definito principale-principale o del II tipo. Da: ZATTONI, A., 2015. *Op. cit.* P. 270.

⁶⁴ In merito a quest'ultimo punto, pertanto, si può notare come l'obiettivo di tali codici sia la trasparenza verso il mercato e non il rigoroso rispetto del codice fine a sé stesso.

⁶⁵ MÄHÖNEN, J., JOHNSEN, G., 2019. Law, culture and sustainability: corporate governance in the Nordic countries. *Cambridge Handbook of Corporate Law, Corporate Governance and Sustainability* [online]. Cambridge: Cambridge University Press, chapter 16, p.3. Disponibile su <<https://www.duo.uio.no/handle/10852/76297>> [Data di accesso: 09/01/2023].

⁶⁶ MÄHÖNEN, J., JOHNSEN, G., 2019. *Op. cit.* P. 13.

Una critica, invece, rivolta al modello di governance nordico è che i poteri conferiti ai soci possono inibire il funzionamento del mercato del controllo societario. Tuttavia, i poteri degli azionisti di controllo nelle società quotate nordiche non sembrano limitare concretamente l'attività nel mercato azionario, come si vedrà con riferimento alla Norvegia, dove nel 2021 è stato registrato il record in valore di offerte pubbliche. Inoltre, un'altra questione discussa è che la struttura proprietaria altamente concentrata del modello nordico porti ad una propensione al rischio del consiglio d'amministrazione e del management relativamente più bassa rispetto alle società con proprietà dispersa; vi sono tuttavia poche prove empiriche a sostegno di tale evidenza ed inoltre è da rilevare che, in questo modello, l'assunzione del rischio è in genere finalizzata alla creazione di valore a lungo termine.

Secondo Sjäfiell (2014), invece, la “*shareholder primacy*” che caratterizza il modello nordico sarebbe un incentivo alla focalizzazione sul profitto di breve termine che causerebbe un effetto dannoso per gli investitori con una prospettiva più a lungo termine, come nel caso dei fondi sovrani. L'autore, pertanto, propone una riforma legislativa in modo da codificare il business sostenibile come norma e dare un vantaggio competitivo alle società che perseguono uno sviluppo sostenibile; infatti, sebbene il modello nordico incoraggi l'attivismo dei soci, tuttavia, dal punto di vista dell'autore, esso non delineerebbe in maniera rigorosa la direzione in cui praticare tale attivismo. Inoltre, l'autore asserisce che, accanto alla riforma della normativa debbano essere ridefiniti il ruolo e i doveri del consiglio d'amministrazione, che è nell'importante posizione di dover bilanciare i diversi interessi che convergono nella società e che ha il compito di fare in modo che la società nel perseguire il suo fine rispetti i cd. “*planetary boundaries*”⁶⁷. A proposito di questa critica si deve però tenere conto che in Norvegia l'ultima modifica del 2021 del *Code of Practice for Corporate Governance*, la cui applicazione, come si vedrà nel proseguo del capitolo, è obbligatoria per le società quotate, ha inserito una nuova raccomandazione sulla sostenibilità nel Capitolo 2, in base alla quale le società dovrebbero creare valore per gli azionisti in *modo sostenibile* e il consiglio d'amministrazione nel suo lavoro “*dovrebbe tener conto delle condizioni economiche, sociali e ambientali*”⁶⁸.

⁶⁷ SJÄFIELL, B., 2014. Upgrading the Nordic Corporate Governance Model for Sustainable Companies. *LSN Research Paper Series* [online], n. 14-09. Disponibile su <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2471495> [Data di accesso: 10/01/2023].

⁶⁸ NCGB, 2021. *The Norwegian Code of Practice for Corporate Governance*. Oslo: Kaland Marketing. Decima Edizione. P.14. Disponibile su <<https://nues.no/english/>> [Data di accesso: 03/10/2022].

2.4 Il sistema one tier, il sistema two tier e il modello nordico a confronto

La struttura di governo societario dei Paesi nordici originariamente somigliava al sistema anglo-americano con un consiglio di amministrazione unitario responsabile dinanzi all'assemblea dei soci. Tuttavia, già dall'inizio del XX secolo, si è vista una crescente ripartizione all'interno del consiglio tra la funzione di decisione strategica e di controllo e la funzione esecutiva, delegata ad un solo amministratore delegato o a un gruppo di amministratori.

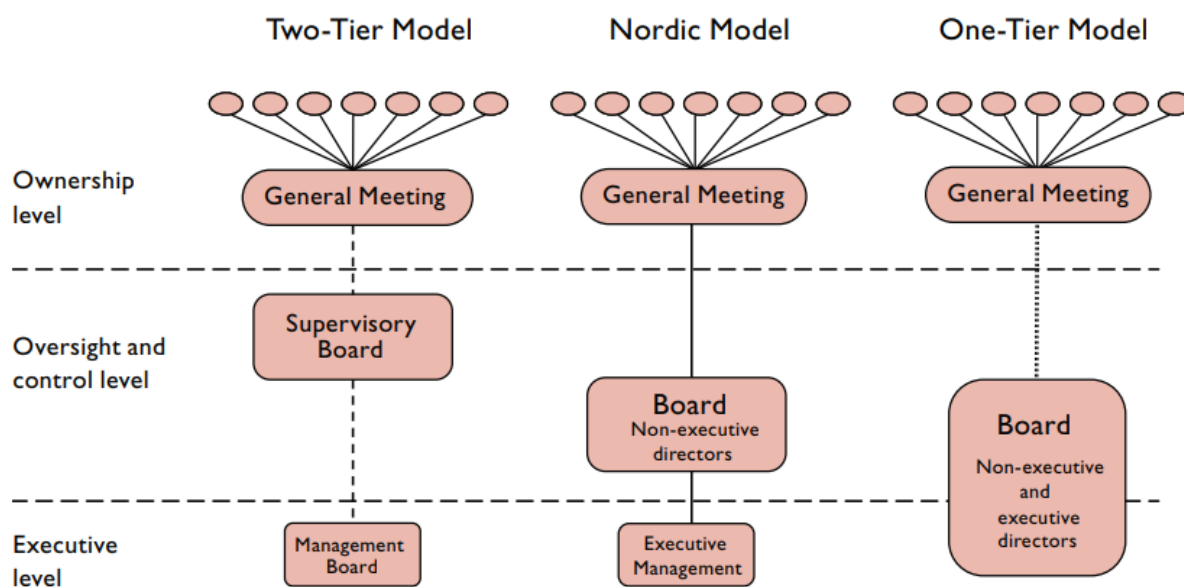


Figura 5: confronto tra il modello di governance nordico e i sistemi *one tier* e *two tier*. Il sistema *two tier* traccia una rigida linea di separazione tra il consiglio di sorveglianza, con la funzione di controllo e un consiglio di amministrazione investito da poteri esecutivi. Nel sistema *one tier*, invece, il controllo e le funzioni esecutive sono riunite in un unico organo aziendale, il consiglio d'amministrazione, composto sia da amministratori esecutivi che non esecutivi. Il modello nordico, invece, assegna il potere più alto alla maggioranza dell'assemblea degli azionisti, veste il consiglio d'amministrazione con ampi poteri gestori e fa una chiara distinzione tra il consiglio d'amministrazione, formato da membri non esecutivi e il management.

Fonte: LEKVALL, P., 2014. *Op. cit.* P.60.

La Figura 5 mette a confronto il modello di governance nordico con i sistemi *two tier* e *one tier*. Il sistema *two tier* traccia una rigida linea di separazione tra il consiglio di sorveglianza, con la funzione di controllo e il consiglio di amministrazione, investito dei poteri esecutivi. In questo modello nessun individuo può prendere parte ad entrambi gli organi societari contemporaneamente. I poteri del consiglio di sorveglianza nel controllare il consiglio di amministrazione sono limitati alla nomina e alla revoca degli amministratori e al diritto di veto su alcune proposte del consiglio di amministrazione. La competenza decisionale dell'assemblea dei soci nel sistema *two tier* è abbastanza limitata e riguarda la nomina dei membri del consiglio di sorveglianza non rappresentativi dei dipendenti e l'approvazione del bilancio della società. Il

sistema dualistico attribuisce al consiglio di amministrazione ampi poteri, mentre la possibilità degli azionisti di avere un impatto sulla gestione della società è piuttosto limitata.

Nella struttura *one tier*, invece la supervisione, il controllo e le funzioni esecutive sono riunite in un unico organo aziendale, il consiglio d'amministrazione, composto sia da amministratori esecutivi, che non esecutivi. Tuttavia, diversamente dal modello *two tier*, l'assemblea dei soci ha in questo caso maggior potere, che nella realtà è però solo apparente a causa di una struttura proprietaria altamente dispersa. Inoltre, nel sistema *one tier* il comportamento del management è disciplinato attraverso un mercato per il controllo societario ben funzionante.

La struttura di governance nordica è nettamente diversa da entrambi i modelli sopra presentati, né è un compromesso tra i due. Il modello nordico, infatti, differisce da entrambi con riferimento a tre punti fondamentali, ovvero:

- assegna il potere ultimo alla maggioranza dell'assemblea dei soci, ponendo questa al di sopra di una catena di governo in cui ogni organo della società è strettamente subordinato al livello immediatamente superiore;
- veste il consiglio d'amministrazione, che è nominato dall'assemblea dei soci, con ampi poteri di gestione, pur potendo essere revocato dagli azionisti in qualsiasi momento senza dichiarato motivo, facendo sì quindi che il board sia subordinato alla volontà dell'assemblea dei soci;
- fa, infine, una chiara distinzione tra i membri non esecutivi del consiglio e il management, nominato e revocato in qualsiasi momento con insindacabile giudizio del consiglio, rafforzando quindi la catena gerarchica di governo di cui si è parlato.

La struttura di governance nordica garantisce quindi ampi poteri di controllo all'azionista di maggioranza sul consiglio d'amministrazione e sul management. La logica è che la presenza di un proprietario forte e attivamente coinvolto nel governo della società ha incentivi a investire risorse, tempo e competenze nella gestione del proprio investimento e dunque si rivela un buon prerequisito per una creazione di valore orientata al lungo termine.

Inoltre, il modello risulta adattarsi anche alle società con proprietà diffusa: la netta divisione dei poteri, il forte riconoscimento di diritti degli azionisti e la rigorosa responsabilità del consiglio nei confronti degli azionisti del modello nordico offrono vantaggi significativi anche per questo tipo di società.

2.5 L'evoluzione del dibattito sulla corporate governance in Norvegia

La Norvegia è l'unico tra i Paesi del modello nordico a non fare parte dell'Unione Europea, ciononostante, nel corso degli anni ha sempre più avvicinato il modello di governance nazionale a quello internazionale, in modo da sostenere la competitività delle sue imprese ed attrarre investitori stranieri⁶⁹.

Prima di focalizzarsi sullo studio della struttura della corporate governance delle imprese norvegesi è importante fare luce su alcune caratteristiche fondamentali della Norvegia, considerando che è innanzitutto un Paese con una scarsa densità di popolazione⁷⁰, dove esistono poche ma grandi imprese e lo Stato, assieme alle autorità pubbliche, svolgono un ruolo di primaria importanza. Infatti, il coinvolgimento dello Stato norvegese come azionista è, in generale, significativamente più importante che in qualsiasi altro Paese OCSE e paragonabile a quello delle economie emergenti⁷¹.

La discussione sulla corporate governance in Norvegia si è evoluta nel corso degli anni soprattutto attorno ai seguenti temi: la remunerazione dei manager, il potere all'interno e all'esterno dei consigli d'amministrazione, la responsabilità legale dei consiglieri, la loro indipendenza e le loro competenze⁷². Essendo la Norvegia un Paese di dimensioni ridotte e con un mercato dei capitali relativamente giovane⁷³, l'influenza diretta dei proprietari è stata storicamente maggiore rispetto a quanto si è registrato con riferimento ai paesi anglosassoni. Di conseguenza, diversi attori hanno utilizzato i consigli d'amministrazione per modellare il processo decisionale a loro favore e salvaguardare i loro interessi, portando alla necessità di fare luce sull'uso del potere nei consigli d'amministrazione. La responsabilità legale dei membri del consiglio d'amministrazione è invece diventato un aspetto particolarmente rilevante dopo una serie di casi in cui i consiglieri sono stati citati in giudizio per non essersi occupati delle responsabilità a loro conferite.

⁶⁹ Come si vedrà nel proseguo del capitolo la Norvegia nel 2004 ha introdotto un codice di condotta, in linea con il lavoro dell'UE su questioni centrali come i diritti degli azionisti, il ruolo degli amministratori non esecutivi, la remunerazione degli amministratori e la revisione contabile.

⁷⁰ La popolazione attuale della Norvegia è di 5.408.000 persone. La densità demografica invece è di 17.44 p/km², posizionandosi così al 204° posto della classifica che compara gli Stati del mondo per densità di popolazione. Fonte: <<https://www.indexmundi.com/g/r.aspx?v=21000&l=it>>. [Data di accesso: 16/10/2022].

⁷¹ A tal proposito si veda la Figura 2 del Capitolo I.

⁷² RASMUSSEN, L. J., HUSE, M., 2011. Corporate governance in Norway. Women and employee-elected board members. In: MALLIN, C. A., 2011. *Handbook on international corporate governance*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing, PP. 121-145.

⁷³ Come si vedrà nel proseguo del capitolo la Borsa di Oslo è stata istituita nel 1819. In Francia, ad esempio, le prime Borse si fanno risalire a quelle di Lione del 1548, al 1564 la Borsa inglese, al 1609 la Borsa di Amsterdam e il NYSE al 1792. Fonte: <<https://www.soldionline.it/guide/mercati-finanziari/la-storia-delle-borse-valori-nel-mondo>>. [Data di accesso: 02/12/2022].

Anche la mancanza d'indipendenza è stato un tema rilevante nel dibattito sulla corporate governance. Il concetto di indipendenza in Norvegia, come in molti altri Stati, non ha una chiara definizione; l'idea generale è che i consigli d'amministrazione debbano essere indipendenti dai manager, ma in Norvegia talvolta la discussione si è spostata sull'indipendenza dei consigli d'amministrazione rispetto alla proprietà.

Infine, un altro aspetto focale della corporate governance norvegese è quello delle competenze possedute dai consiglieri. In particolare, si è più volte riscontrata l'eccessiva omogeneità dei membri del consiglio il fatto che essi rappresentavano solo certi soci.

2.6 La normativa sul governo societario e gli enti regolatori in Norvegia

Le autorità pubbliche sono gli attori più importanti nell'ambito della corporate governance norvegese; esse, infatti, agiscono sia in qualità di proprietari, che come enti regolatori.

La Norvegia ha un sistema di *civil law* che prevede diverse forme giuridiche d'impresa, ossia le società a responsabilità limitata (AS), le società per azioni (ASA), le società in nome collettivo (ANS/DA), le società norvegesi registrate all'estero (NUF) e le imprese individuali (ENK).

Le forme societarie AS e ASA, in particolare, sono disciplinate dal *The Norwegian Private Limited Liability Companies Act*, per quanto riguarda le società a responsabilità limitata e dal *The Norwegian Public Limited Liability Companies Act*, le società per azioni, entrambi risalenti al 1997. Tali Leggi hanno radici nella precedente legislazione sulle società del 1976, 1957 e 1910 e sono state introdotte a seguito di una cooperazione tra gli Stati nordici che ha portato ad una normativa che, in larga misura, si basa sullo stesso modello. Sebbene la legislazione successiva non sia stata sviluppata attraverso una simile cooperazione tra i Paesi scandinavi, le attuali leggi di governo societario dei Paesi nordici hanno una struttura e si basano su principi simili⁷⁴.

Con riferimento alle differenze principali tra queste due forme societarie, esse riguardano il fatto che solo le ASA possono essere quotate presso la Borsa di Oslo e le azioni sono liberamente trasferibili, mentre nel caso delle AS le quote sono trasferibili solo previa decisione del consiglio d'amministrazione e, se lo statuto non prevede diversamente, gli altri soci posseggono il diritto di prelazione. Sono inoltre presenti delle differenze per quanto riguarda la composizione del consiglio d'amministrazione che, nel caso delle ASA deve essere composto almeno da tre membri, mentre nel caso delle AS non vi è un numero minimo di

⁷⁴ LEKVALL, P., 2014. *Op. cit.* P. 204-205.

partecipanti. Solo per le ASA è poi previsto che i consiglieri restino in carica al massimo quattro anni e se, per le AS è sufficiente che il CEO informi il consiglio d'amministrazione sull'andamento della gestione ogni quattro mesi, il termine è invece di una volta al mese nel caso delle ASA. Inoltre, solo per le AS è prevista la possibilità di procedure semplificate riguardanti l'assemblea dei soci e tale organo può, al ricorrere di determinate condizioni, decidere che i bilanci annuali societari non siano sottoposti ad audit in conformità al *Norwegian Accounting Act*⁷⁵.

Le società quotate norvegesi sono disciplinate dal *Public Companies Act*, che è integrato in aree importanti come protezione degli investitori e informativa finanziaria da altre leggi obbligatorie come il *Securities Trading Act* e l'*Accounting Act*⁷⁶. Diverse disposizioni del *Public Companies Act* sono state introdotte o modificate a causa di regolamenti UE, confermando il fatto che, nonostante la Norvegia non appartenga all'Unione Europea, abbia nel corso degli anni allineato sempre di più le proprie pratiche di governance nazionali con quelle internazionali. Le disposizioni della Direttiva del Consiglio Europeo 2007/36/EEC sui diritti degli azionisti rivestono particolare interesse. Questa direttiva è stata attuata in Norvegia con la L. 19 giugno 2009, n. 77 e si applica alle sole società quotate⁷⁷.

Oltre alle autorità norvegesi un altro attore importante del dibattito sulla corporate governance norvegese è il *Norwegian Corporate Governance Board* (NCGB). L'NCGB si compone di otto membri, appartenenti, rispettivamente all'Associazione dei revisori legali, al Forum degli azionisti, a *Finans Norge*, all'Associazione degli analisti finanziari norvegesi, all'Associazione norvegese delle imprese, alla Borsa di Oslo, all'Associazione dei fondi pensione e al *Norwegian Fund and Asset Management Association*⁷⁸. Tale gruppo ha sviluppato il *The Norwegian Code of Practice for Corporate Governance*, prevalentemente indirizzato alle società che il *Norwegian Accounting Act* richiede forniscano un report sulle politiche e pratiche di corporate governance adottate, ossia le società le cui azioni sono quotate nei mercati regolamentati in Norvegia. L'obiettivo del Codice è che le società quotate, responsabili della maggior parte del valore creato e che gestiscono una quota significativa degli asset del Paese, seguano delle pratiche di corporate governance in grado di garantire una divisione dei ruoli tra

⁷⁵ Da <<https://www.akersolutions.com/globalassets/akercarboncapture/investors/egm/2021/appendix-4---main-differences-between-a-norwegian-private-and-public-limited-company.pdf>>. [Data di accesso: 30/09/2022].

⁷⁶ Nello specifico, il *Securities Trading Act* si occupa del commercio finanziario e di costituire efficienti strumenti a tutela degli investitori. L'*Accounting Act* è invece la legge norvegese che disciplina l'informativa finanziaria delle imprese.

⁷⁷ Lo scopo della Direttiva mira in generale a migliorare le opportunità degli azionisti di esercitare la propria influenza nelle società quotate. L'attuazione della Direttiva ha, tra l'altro, portato a nuove disposizioni e disposizioni modificate, al capo 5 del *Public Companies Act*, riguardante l'assemblea degli azionisti, la convocazione delle assemblee dei soci e le informazioni agli azionisti in occasione delle assemblee.

⁷⁸ Da: <<https://nues.no/om-nues/>>. [Data di accesso: 26/10/2022].

azionisti, consiglio di amministrazione e manager più chiara rispetto a quanto richiesto dalla legislazione. Queste buone pratiche di governo societario hanno poi l'obiettivo di rafforzare la fiducia verso le società e assicurare la maggior possibile creazione di valore nel tempo, nell'interesse degli azionisti, dei lavoratori e degli altri stakeholders; pertanto, tale Codice in parte elabora la legislazione vigente e in parte si occupa di colmare le aree lasciate scoperte dalla normativa.

Il Code of Practice è costituito da 15 principi di governo societario, ciascuno dei quali è accompagnato da commenti esplicativi. L'ultima versione è stata pubblicata il 14 Ottobre 2021 ed è divisa in diverse sezioni correlate a temi differenti che riguardano l'implementazione e l'informativa sulla corporate governance, la gestione del business, il capitale e i dividendi, il trattamento egualitario degli azionisti, le azioni e la loro negoziabilità, l'assemblea dei soci, il comitato nomine, la composizione e l'indipendenza del consiglio d'amministrazione, il funzionamento del consiglio d'amministrazione, il sistema di risk management e il controllo interno, la remunerazione del consiglio d'amministrazione, il salario e gli altri tipi di remunerazione dei manager, l'informativa e le acquisizioni. Per quanto riguarda il processo di implementazione del Codice, se l'NCGB ha il dovere di deciderne i contenuti, il mercato azionario ha invece il compito di monitorarne l'applicazione da parte delle società quotate, mentre è la performance sui mercati azionari che stabilisce la bontà delle pratiche di corporate governance contenute nel Codice.

Vi sono poi altri attori rilevanti nella scena della corporate governance norvegese; essi includono attivisti, stampa, associazioni per i membri del consiglio d'amministrazione ed istituti di formazione. Tra questi lo *Styreakademiet* è un'importante associazione nazionale pensata per i membri dei consigli d'amministrazione, che ha lo scopo di garantire che tale organo possa essere composto correttamente e lavorare efficacemente. In particolare, lo *Styreakademiet*, attraverso lo svolgimento di webinar, conferenze ed eventi si propone di aiutare gli amministratori nella gestione del processo decisionale del consiglio d'amministrazione, definirne le aree di responsabilità e la modalità di funzionamento e fornire un supporto nella valutazione sistematica dei consigli d'amministrazione, come consigliato dal Codice elaborato dal NCGB⁷⁹.

C'è poi il *Professional Boards Forum*, fondato a seguito dell'approvazione da parte del Governo norvegese della legge che prevede l'obbligo della quota minima del 40% di donne nei consigli d'amministrazione⁸⁰, e che ha l'obiettivo di supportare le donne a candidarsi per ruoli

⁷⁹ Da: <<https://www.styreakademiet.no/om-styreakademiet>>. [Data di accesso: 27/10/2022].

⁸⁰ Nel dicembre 2003 è stata attuata una revisione del *Norwegian Companies Act*, promossa dall'allora coalizione di centro destra e appoggiata dal *Labour Party* e dal *Socialist Left Party*. Come conseguenza di questa revisione, a partire dal 1° gennaio 2004, tutte le società di proprietà dello Stato o con partecipazione statale devono avere

non esecutivi, attraverso diverse attività ed eventi⁸¹. Un'altra iniziativa importante, in tal senso è il *Female Future* promosso dall'NHO, ossia la Confederazione delle Imprese Norvegesi, che si propone di rafforzare le competenze e sviluppare relazioni, dando maggiore visibilità alle donne, al fine di aumentare la loro presenza nei consigli d'amministrazione; tale organizzazione intende inoltre supportare le imprese nella capacità di attrarre nuovi talenti femminili⁸².

Infine, si deve tenere in considerazione il fatto che in Norvegia il modo in cui le società sono governate è frutto anche di norme e pratiche informali, che influenzano le modalità in cui la normativa in materia di corporate governance viene applicata nel concreto. Questo sistema di regole e pratiche non codificate è particolarmente rilevante nel Paese che è caratterizzato da un sistema di valori piuttosto omogenei e da un alto grado di controllo a livello sociale, tipico delle piccole comunità di cui si compone il tessuto sociale della Norvegia⁸³.

2.7 L'Oslo Stock Exchange e la struttura proprietaria delle società norvegesi

La Borsa di Oslo, istituita nel 1819, è la Borsa norvegese con sede ad Oslo. Il numero delle società quotate presso la Borsa di Oslo è complessivamente di 345 e, di queste, 54 sono società straniere⁸⁴; infatti, l'OSE, Oslo Stock Exchange, attrae molte società internazionali, soprattutto del settore energetico e del trasporto marittimo, settori in cui è leader.

Inoltre, dal giugno del 2019 la Borsa di Oslo è sotto il controllo del consorzio Euronext delle Borse europee.

almeno 40% di donne nei consigli di amministrazione. Dal 1° gennaio 2006 anche le società private quotate in borsa devono introdurre una quota di donne nei consigli di amministrazione almeno del 40%. Per l'adeguamento a tale Legge è stato concesso alle società un periodo di due anni; al termine di questo le società che non si sono adeguate hanno ricevuto due solleciti ed in seguito ad essi è stato previsto che il Tribunale dovesse sciogliere la società. A febbraio 2008, l'Istituto di statistica norvegese ha pubblicato un rapporto secondo il quale il 93% delle aziende private quotate in borsa aveva rispettato le quote previste. DI TOMMASO, L.M., 2010. Le quote all'italiana e il modello norvegese. *Ingenere.it* [online]. Disponibile su <<https://www.ingenerere.it/articoli/le-quote-allitaliana-e-il-modello-norvegese>> [Data di accesso: 27/10/2022].

⁸¹ Da <<https://www.boardsforum.co.uk/about-us>>. [Data di accesso: 27/10/2022].

⁸² Da <<https://www.wbusinessangels.com/en/nho-the-female-future-program/>>. [Data di accesso: 27/10/2022].

⁸³ Da LEKVALL, P., 2014. *Op. cit.* P.15-16.

⁸⁴ Il dato comprende oltre a Oslo BØrs, anche Euronext Growth Oslo e Euronext Expand Oslo. Fonte: <<https://live.euronext.com/en/markets/oslo/equities/list>>. [Data di accesso: 25/10/2022].

Primary national stock exchange	PIL nazionale (€)	MKT Cap (€)	MKT Cap/PIL
Oslo Stock Exchange	443.624.000.000	398.467.640.000	90%
London Stock Exchange	3.091.390.000.000	4.190.400.000.000	136%
Deutsche Börse	4.096.310.000.000	2.104.900.000.000	52%
BME Spanish Exchange	1.312.840.000.000	560.105.200.000	43%

Tabella 3: la tabella mostra il PIL e la capitalizzazione delle Borse norvegese, inglese, tedesca e spagnola e ne calcola il rapporto. Dal confronto tra i tre Paesi emerge come la borsa di Oslo risulti avere un peso, calcolato come percentuale rispetto al valore assunto dal PIL, maggiore rispetto alla Deutsche Börse e alla BME Spanish Exchange. Fonti: PIL nazionale: <<https://it.tradingeconomics.com/countries>>. [Data di accesso 22/11/2022]. MKT Cap. LSE, DB: <<https://www.fxempire.it/stock-exchanges/>>. [Data di accesso: 22/11/2022]. MKT Cap. BME <<https://www.statista.com/statistics/693587/stock-exchanges-market-capitalization-europe/>>. [Data di accesso: 22/11/2022]. MKT Cap. OSE: <<https://sseinitiative.org/stock-exchange/oslo-bors/>>. [Data di accesso: 22/11/2022].

Il peso economico del mercato norvegese come si vede dalla Tabella 3 è rilevante, anche in confronto alle altre Borse europee; infatti, il rapporto tra capitalizzazione di mercato e valore del PIL si assesta al 90% e dunque assume un valore più elevato rispetto ad altre Borse europee come quella tedesca e quella spagnola. Per quanto riguarda, invece, la struttura della proprietà nelle società quotate essa è, di regola, completamente trasparente. Tutte le società quotate devono mantenere il registro degli azionisti presso il *Norwegian Central Securities Depository*; il registro è pubblico e chiunque può, su richiesta alla società, ottenere l'accesso alle informazioni relative alla proprietà delle società quotate.

Una caratteristica distintiva della Borsa di Oslo è la forte concentrazione del valore di capitalizzazione di mercato; come mostrato dalla seguente tabella le prime dieci società norvegesi per capitalizzazione rappresentano il 54% del valore totale di capitalizzazione del mercato⁸⁵.

⁸⁵ Se si considerano, invece, le prime trenta per capitalizzazione si ottiene un valore del 61%. Fonte: <<https://companiesmarketcap.com/norway/largest-companies-in-norway-by-market-cap/>> [Data di accesso: 22/11/2022].

Nome	Mkt Cap (\$)	(%) sul totale
Equinor	111,17 B	25%
DNB	28,68 B	7%
Aker BP	21,12 B	5%
Norsk Hydro	14,72 B	3%
Telenor	13,72 B	3%
Yara International	11,62 B	3%
Giensidige Forsikring	9,47 B	2%
Adevinta	9,41 B	2%
Mowi	7,86 B	2%
Orkla	6,99 B	2%
MKT CAP TOTALE	443,12 B	100%

Tabella 4: capitalizzazione di mercato delle prime dieci società norvegesi. Dai valori sopra rappresentati emerge la concentrazione del mercato azionario norvegese, evidenziata dai valori in percentuale riportati a fianco, calcolati sul totale del valore della capitalizzazione di mercato della Norvegia. Fonte: <<https://companiesmarketcap.com/norway/largest-companies-in-norway-by-market-cap/>>. [Data di accesso: 22/11/2022].

La Tabella 4 mostra come la società norvegese con il valore di capitalizzazione di mercato più elevato sia Equinor, uno dei maggiori venditori di petrolio grezzo del mondo ed un importante fornitore di gas naturale per il continente europeo, che detiene in totale il 25% del valore della capitalizzazione di mercato. Inoltre, due delle prime tre società della Tabella sono appartenenti al settore energetico, ossia Equinor e Aker BP e assieme raggiungono il 30% del valore di capitalizzazione del mercato. Un'altra considerazione rilevante è che, con riferimento alle società presenti in Tabella 4, lo Stato norvegese è l'azionista principale della metà di esse tra cui Equinor, dove detiene una percentuale del 67% delle azioni⁸⁶, di DNB, che opera nel settore dei servizi finanziari, dove detiene il 34%⁸⁷, di Norsk Hydro, che si occupa prevalentemente della produzione di alluminio, dove ha una percentuale del 34,26% delle azioni⁸⁸, in Telenor che si occupa di telecomunicazioni, dove lo Stato norvegese possiede il 53,97% delle azioni⁸⁹ e di Yara International, società produttrice di fertilizzanti, dove detiene il 36,2% delle azioni⁹⁰.

In Norvegia lo Stato possiede in totale 71 società gestite da 12 diversi ministeri. Alla fine del 2021, il valore della proprietà diretta dello stato era stimato in 1.179 miliardi di NOK; di questi, il valore delle società quotate rappresentava 844 miliardi di NOK, circa un quinto del

⁸⁶ Da <<https://www.equinor.com/about-us/the-norwegian-state-as-shareholder>>. [Data di accesso: 28/10/2022].

⁸⁷ Da <<https://www.dnb.no/en/agm>>. [Data di accesso: 28/10/2022].

⁸⁸ Da <<https://www.hydro.com/en/investors/the-hydro-share/main-shareholders/>>. [Data di accesso: 28/10/2022].

⁸⁹ Da <<https://www.telenor.com/about/corporate-governance/telenors-share-and-shareholders/>>. [Data di accesso: 28/10/2022].

⁹⁰ Da <<https://www.yara.com/investor-relations/share-and-debt-information/shareholders/>>. [Data di accesso: 28/10/2022].

valore di capitalizzazione totale della Borsa di Oslo. Inoltre, lo Stato detiene azioni direttamente in otto società quotate⁹¹.

CATEGORY	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Central/local government and Folketrygdfondet	33,44%	33,66%	33,21%	29,96%	27,27%	27,68%
Norwegian financial owners	9,29%	8,31%	7,92%	8,28%	8,97%	8,40%
Other Norwegian owners	20,69%	19,77%	20,00%	22,55%	24,39%	22,81%
Foreign investors	36,58%	38,26%	38,87%	39,21%	39,37%	41,10%

Tabella 5: evoluzione dal 2016 al 2021 delle percentuali di proprietà per ciascuna categoria di azionisti dell'Oslo Stock Exchange. Dalla tabella emerge come tra 2016 e 2021 la percentuale di proprietà riferita al Governo, sia diretta che attraverso il Folketrygdfondet, sia in decrescita, perdendo oltre cinque punti percentuali, mentre vedono crescere la loro percentuale gli investitori stranieri. Fonte: <<https://www.folketrygdfondet.no/en/download-center>>. [Data di accesso: 01/11/2022].

Dalla Tabella 5 emerge l'importanza dello Stato norvegese come investitore dell'Oslo Stock Exchange, sia direttamente che per mezzo del *Folketrygdfondet*, l'asset manager di proprietà dello Stato che si occupa di gestire il fondo pensione statale della Norvegia; lo Stato vede però decrescere la propria percentuale di proprietà nel corso dei sei anni presi a riferimento, mentre al contempo si nota una crescita costante della percentuale riferita agli investitori stranieri, a conferma di quanto anticipato nel Paragrafo 2.2. Per quanto riguarda la quota di investitori finanziari risulta essere complessivamente in decrescita nei sei anni considerati ed assume valori più bassi rispetto al mercato tedesco dove la percentuale di investitori finanziari tedeschi tra 2005 e 2014 oscilla tra 17,2% e 10,7%⁹².

La Figura 6 mostra invece l'alto livello di concentrazione azionaria in Norvegia rispetto a Paesi come USA e Regno Unito, seppure inferiore ai Paesi appartenenti al modello latino, ossia Francia e Italia, con una percentuale di società quotate dove i primi tre azionisti detengono oltre la metà del capitale pari al 40%. Inoltre, sempre con riferimento alla Figura sotto, la Norvegia risulta essere, tra i quattro Paesi scandinavi, quello dove si registra la percentuale più elevata di società dove il primo azionista detiene oltre la metà del capitale, mentre se si prendono in considerazione i primi tre azionisti viene superata dalla Danimarca.

⁹¹ GOVERNMENT.NO, 2022. *New report to the Storting on state ownership* [online]. Disponibile su <<https://www.regjeringen.no/en/aktuelt/new-report-to-the-storting-on-state-ownership/id2937720/#:~:text=Facts%20%E2%80%93%20The%20Norwegian%20state%20as%20an%20owner&text=The%20state%20is%20a%20substantial,time%20in%20a%20sustainable%20manner>> [Data di accesso: 28/10/2022].

⁹² DEUTSCHE BUNDESBANK, 2014. *Ownership structure in the German equity market: general trends and changes in the financial crisis* [online]. P. 24. Disponibile su <<https://www.bundesbank.de/resource/blob/666592/617bc1f54bb0181bc4857044b382e913/mL/2014-09-equity-market-data.pdf>> [Data di accesso: 01/12/2022].

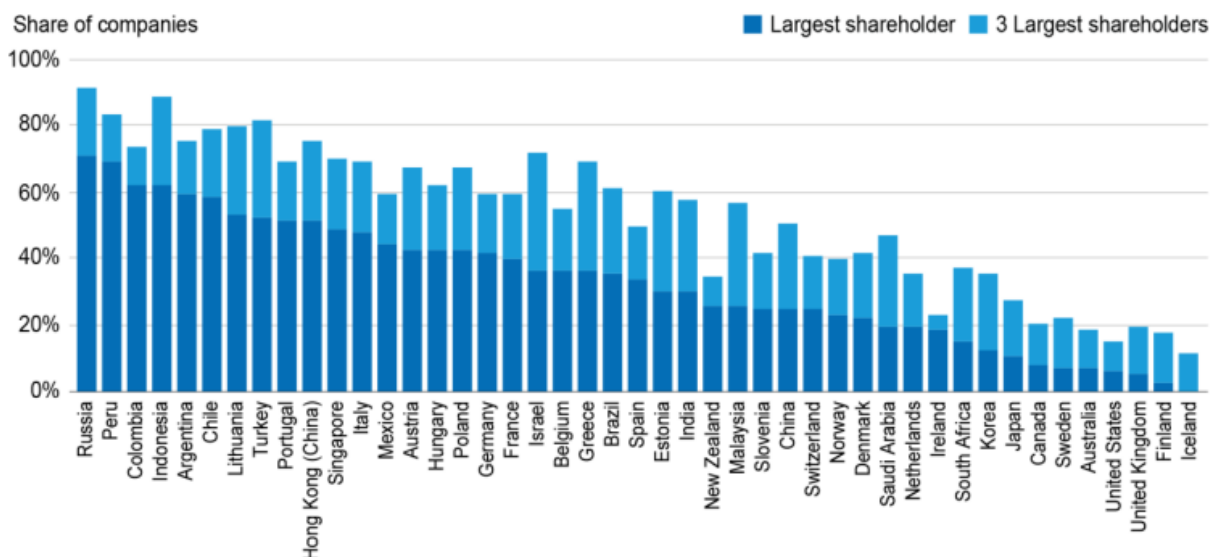


Figura 6: concentrazione proprietaria per ciascun mercato azionario alla fine del 2020. La figura mostra la percentuale di società nei diversi mercati azionari dove il primo azionista e i primi tre detengono oltre il 50 % del capitale. Si noti come la Norvegia ha una percentuale di società dove i primi tre azionisti detengono oltre la metà del capitale, del 40% circa, che è inferiore ai Paesi appartenenti al modello latino come Francia e Italia e al modello renano come la Germania, ma superiore rispetto ai Paesi del modello anglosassone, ossia Stati Uniti e Regno Unito.

Fonte: OECD, 2021. *Corporate Governance Factbook 2021*. Cap. I. P. 25. Disponibile su <https://www.oecd.org/corporate/corporate-governance-factbook.htm> [Data di accesso 03/11/2022].

Con riferimento al tema dell'IPO le società che cercano un'offerta pubblica in Norvegia hanno tra le possibilità quella di quotarsi presso l'Oslo Stock Exchange, oppure presso lo Euronext Expand; quest'ultimo è un mercato regolamentato dall'Unione Europea e autorizzato dalla Borsa di Oslo, con dei requisiti per la quotazione meno stringenti. L'obiettivo di questo mercato è promuovere la crescita tra le società di minori dimensioni e dare loro i vantaggi che si ottengono con la negoziazione delle azioni in un mercato regolamentato. Inoltre, se, con riferimento all'Oslo Stock Exchange le società per quotarsi devono rispettare le raccomandazioni del NCGB, ciò non è previsto per lo Euronext Expand⁹³, dove attualmente sono quotate 16 società⁹⁴.

Inoltre, nei due anni scorsi si è registrato il record di IPO su Euronext Growth Oslo, gestita dalla Borsa di Oslo, in termini sia di numero di inserzioni, che di valore e sono attualmente circa 120 le società in essa quotate. Lo Euronext Growth è rivolto alle piccole e medie imprese che intendono raccogliere fondi per finanziare la propria crescita. I requisiti per la quotazione sono semplificati e gli obblighi di reporting sono minori rispetto all'OSE. Sebbene sia un mercato controllato, esso non è regolamentato come definito dalle direttive UE

⁹³ RASMUSSEN, L. J., HUSE, M., 2011. *Op cit.* P. 128-129.

⁹⁴ Da <https://live.euronext.com/nb/markets/oslo/equities/expand/list>. [Data di accesso 06/11/2022].

ed offre quindi un percorso alternativo per le organizzazioni che si trovano nelle prime fasi di vita⁹⁵.

Per quanto riguarda il numero di acquisizioni nella Borsa di Oslo, esso è stato stabile negli ultimi anni con più o meno dieci tentativi di acquisizione avviati annualmente. Il 2021 ha visto un'elevata attività nelle fusioni e acquisizioni pubbliche di mercato con 14 offerte pubbliche per un valore record di 140 miliardi di NOK⁹⁶. Inoltre, è da rilevare che, sebbene in Norvegia non vi siano restrizioni alle offerte ostili, nella realtà la maggior parte delle offerte sono supportate dal consiglio di amministrazione della società target⁹⁷. Tuttavia, nonostante il considerevole numero di acquisizioni nel mercato norvegese, specie negli ultimi anni, è da considerarsi improbabile che molte delle società con un'elevata capitalizzazione saranno oggetto di offerte di acquisto nel prossimo futuro, in parte per la significativa partecipazione del Governo in molte di queste società e in parte per la presenza di azionisti di maggioranza con un orizzonte di investimento a lungo termine.

Si è visto, dunque come lo Stato norvegese possieda direttamente ed indirettamente, una parte significativa degli asset quotati presso il mercato norvegese, oltre che essere proprietario di società non quotate; dunque, risulta importante comprendere quale sia il ruolo dello Stato del contesto della corporate governance norvegese e come esso eserciti i suoi diritti di proprietà.

2.8 Lo Stato norvegese nella struttura proprietaria delle società

In molti Paesi lo Stato ha assunto un'importanza vitale per il progresso e lo sviluppo economico: tra questi anche la Norvegia. Molte delle attività industriali hanno avuto origine dal diritto divino che il Re disponeva sugli asset minerali del Paese ed era il Re a finanziare le miniere di argento, di rame e le fabbriche di vetro. Le prime fabbriche a nascere in Norvegia si occupavano della produzione di armi, munizioni e imbarcazioni.

Dopo la Seconda Guerra Mondiale iniziò invece un periodo di forte sfruttamento delle risorse naturali da parte dello Stato, specie con l'energia idroelettrica; inoltre, in questo periodo lo Stato espanse i propri interessi nel settore dell'alluminio. Lo Stato norvegese, sul finire degli anni Settanta, partecipò poi all'attività di ricerca del petrolio e del gas, che venne scoperto in questi anni nella piattaforma continentale norvegese e nel 1972 fondò la compagnia petrolifera

⁹⁵ Da <<https://www.euronext.com/en/raise-capital/how-go-public/choosing-market>>. [Data di accesso: 23/11/2022].

⁹⁶ Da <<https://bahr.no/publication/norwegian-public-takeover-deal-study-for-the-year-2021>>. [Data di accesso: 13/11/2022].

⁹⁷ SVANDIK, S., SKOFTEDALEN, M., 2021. *Public Mergers and Acquisitions in Norway: Overview* [online]. Disponibile su <[https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/4-501-9667?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/4-501-9667?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true)> [Data di accesso: 05/11/2022].

statale Statoil, oggi Equinor⁹⁸. Negli ultimi anni si è assistito ad un processo di privatizzazione delle imprese pubbliche con lo Stato norvegese che ha aperto la proprietà a investitori privati. È il caso, ad esempio, di Equinor, Telenor e Hafslund che erano originariamente di proprietà interamente statale e che successivamente sono state quotate presso l'Oslo Stock Exchange⁹⁹.

Attualmente, lo Stato norvegese esercita la proprietà sia direttamente, che attraverso fondi controllati dallo Stato. Le società controllate sono attive in diversi settori, dalle infrastrutture ai trasporti, dal sanitario al chimico, dai fondi investimento alle società di produzione teatrale, dall'energia, alle telecomunicazioni e all'istruzione. Il Governo norvegese non è generalmente rappresentato nel consiglio delle società in cui detiene partecipazioni, ma nel comitato nomine.

Negli ultimi anni lo Stato norvegese ha esercitato la proprietà sempre più attivamente, definendo pubblicamente le aspettative per le società partecipate, con particolare attenzione al tema della corporate governance, della responsabilità sociale d'impresa, alla lotta alla corruzione e alla remunerazione dei dirigenti. Oltre al dialogo con le singole imprese, lo Stato tiene diversi seminari inerenti all'intero portafoglio di società e che hanno lo scopo di chiarire le aspettative e la diffusione delle *good practices*¹⁰⁰.

Il Ministero dell'Industria, del Commercio e della Pesca rende conto dell'esercizio della proprietà da parte del Governo in una relazione al Parlamento norvegese, ossia lo *State Ownership Report*, che viene pubblicata a intervalli pluriennali e che rappresenta un tentativo di rendere trasparente l'esercizio della proprietà da parte dello Stato, in modo da creare fiducia da parte del mercato e tra i partner.

In particolare, nello *State Ownership Report 2021* il Ministero ha presentato le 71 società di cui lo Stato ha la proprietà diretta, gli obiettivi raggiunti e quelli futuri e la loro situazione da un punto di vista finanziario. Nell'introduzione dello *State Ownership Report 2021* si afferma come la pandemia da Coronavirus e la guerra in Ucraina abbiano fatto emergere la vulnerabilità delle catene globali del valore e dunque la proprietà dello Stato sia funzionale ad assicurare il controllo nazionale in settori particolarmente strategici per la società norvegese, in particolare energia, risorse naturali e infrastrutture. A ciò si può aggiungere che un'altra

⁹⁸ OECD, 2005. *Ownership function of the norwegian State* [online]. Disponibile su <<https://www.oecd.org/daf/ca/35175246.pdf>> [Data di accesso: 30/10/2022].

⁹⁹ RASMUSSEN, L. J., HUSE, M., 2011. *Op cit.* P. 126.

¹⁰⁰ In aggiunta ai due seminari annuali per i presidenti e membri del consiglio neoeletti, nel 2021 e all'inizio del 2022 lo Stato ha organizzato due seminari professionali per la gestione del rischio climatico e sull'applicazione della Legge norvegese sulla trasparenza. NORWEGIAN MINISTRY OF TRADE, INDUSTRY AND FISHERIES, 2021. *State Ownership Report 2021*. [online]. Disponibile su <<https://www.regjeringen.no/en/topics/business-and-industry/state-ownership/statlig-eierskap-publikasjoner/id737457/?expand=factbox2602516Z>> [Data di accesso: 01/11/2022].

importante motivazione alla base della proprietà pubblica sia la volontà da parte dello Stato di mantenere gli uffici direttivi delle società partecipate in Norvegia¹⁰¹.

Lo Stato norvegese ricopre pertanto ruoli diversi tra loro: esso agisce infatti sia in qualità di proprietario, che come decisore politico, che come autorità di regolamentazione; pertanto, è essenziale che vi sia una separazione tra i diversi ruoli in modo da garantirne la legittimità dell'operato. In Governo norvegese, a partire dal 2001, ha avviato una serie di miglioramenti in merito all'amministrazione delle società partecipate. Nello specifico, l'amministrazione delle società ha iniziato a essere consolidata sotto il Ministero del Commercio, dell'Industria e della Pesca e all'interno del Ministero è stato istituito un nuovo Dipartimento di Proprietà. Ci sono, tuttavia, ancora alcune società organizzate sotto altri ministeri, ma via via che la loro natura commerciale si espande vengono trasferite sotto la competenza del Ministero del Commercio, dell'Industria e della Pesca.

Al vertice dell'esercizio della proprietà da parte dello Stato si ha il Parlamento che decide di quali società lo Stato debba acquisire le partecipazioni. Il Governo si occupa poi della gestione della proprietà nelle diverse società e presenta il *White Paper on Ownership Policy* al Parlamento, che dovrà essere approvato e che espone la ragione e gli obiettivi alla base della proprietà delle diverse attività economiche e le modalità di gestione della proprietà. I Ministeri utilizzano il dialogo con gli altri soci e il voto all'assemblea per contribuire al raggiungimento dell'obiettivo dello Stato presso ciascuna realtà societaria.

Lo Stato, inoltre, effettua valutazioni trimestrali della posizione strategica, delle opportunità, dei rischi, del raggiungimento degli obiettivi e delle aree di miglioramento delle società. Le analisi si basano su informazioni provenienti dalle società, da operatori del mercato, dai media e da altri stakeholder. Il controllo sull'operato del Ministero di volta in volta responsabile, invece, viene effettuato dall'*Office of the Auditor General*, che riferisce al Parlamento.

Le imprese in cui lo Stato è proprietario sono poi divise in tre categorie, a seconda del tipo di obiettivi e della motivazione alla base del possesso delle partecipazioni in quella specifica realtà imprenditoriale. Nelle imprese della Categoria 1 lo Stato ha l'obiettivo del massimo ritorno economico possibile nel tempo, nelle imprese della Categoria 2 ha il medesimo obiettivo, a cui si aggiungono però motivazioni speciali; ad esempio, rientra in questa categoria Equinor ed in questo caso la proprietà da parte dello Stato è motivata dalla volontà di *“mantenere una società leader nel settore energetico e tecnologico con sede delle funzioni direttive in Norvegia”*¹⁰². Per quanto riguarda la Categoria 3 lo Stato ha invece l'obiettivo del

¹⁰¹ NÆRINGS, 2009. *Statens Eierberetning 2008*. In: RASMUSSEN, L. J., HUSE, M., 2011. *Op cit.* P. 128-129.

¹⁰² NORWEGIAN MINISTRY OF TRADE, INDUSTRY AND FISHERIES, 2021. *Op cit.* P.75.

più efficiente raggiungimento di obiettivi di politica pubblica, come nel caso, ad esempio, di Bane NOR che si occupa dello sviluppo, della gestione e del funzionamento della rete ferroviaria nazionale.

Per ottenere la fiducia da parte dei mercati finanziari il Governo norvegese nel *White paper N. 22* (2001-2002) ha istituito i *The State's ten Principles for good corporate governance*, al fine di chiarire il ruolo dello Stato come proprietario. Questi principi sono enunciati di seguito:

1. *The State shall be a responsible owner.*
2. *The State shall demonstrate transparency about its ownership and exercise of ownership.*
3. *The State's exercise of ownership shall contribute to the attainment of the State's goals as an owner. This takes place through expectations of the companies, voting at general meetings and other means of exercising ownership.*
4. *The State's exercise of ownership is based on the division of roles and responsibilities between the owner, the board of directors and the general manager set out in company law, and on generally recognised principles and standards for corporate governance.*
5. *The State's authority as owner shall be exercised through the general meeting.*
6. *The board of directors is responsible for managing the company. The State shall assess the company's goal attainment and its efforts regarding the State's expectations, and the board's contribution in this context.*
7. *Relevant expertise shall be the State's main consideration in its work on the composition of boards of directors. The State shall also emphasise capacity and diversity based on the distinctive nature of the company.*
8. *The State shall exercise its ownership in accordance with the principle of equal treatment of shareholders set out in company law.*
9. *The State's role as owner shall be kept separate from its other roles.*
10. *State ownership shall not give companies with a State ownership interest undue competitive advantages or disadvantages compared to companies without a State ownership interest¹⁰³.*

In Norvegia il Parlamento, come affermato anche in precedenza, non consente ai funzionari del Ministero di far parte del consiglio di amministrazione delle società partecipate, a causa dei possibili conflitti di interesse che si verrebbero a creare. Il Ministero partecipa comunque attivamente al processo di nomina del consiglio d'amministrazione, ma lo fa attraverso la partecipazione nel comitato nomine, eletto dall'assemblea dei soci.

¹⁰³ NORWEGIAN MINISTRY OF TRADE, INDUSTRY AND FISHERIES, 2021. *Op. cit.* P. 40.

Infine, le società in Norvegia in cui lo Stato detiene partecipazioni sono soggette agli stessi obblighi di informativa finanziaria delle società private. I bilanci annuali sono soggetti al controllo del revisore indipendente, eletto dall'assemblea dei soci che approva il bilancio, il rendiconto finanziario e la relazione del consiglio di amministrazione, oltre all'importo dei dividendi.

2.9 La proprietà indiretta dello Stato

Come affermato più sopra lo Stato norvegese esercita la proprietà non solo direttamente, ma anche attraverso fondi di investimento, che sono pertanto degli attori importanti nella scena della corporate governance norvegese. I fondi più importanti sono il *Government Pension Fund-Norway* e il *Government Pension Fund Global*. Un altro importante attore è l'*Argentum Fondsinvesteringer AS*, una società governativa norvegese che partecipa come proprietario di minoranza a fondi di private equity. Responsabile dell'*Argentum Fondsinvesteringer AS* è il Ministero dell'Industria, del Commercio e della Pesca, mentre il Ministero delle Finanze è il responsabile del *Government Pension Fund-Norway*. Per quanto riguarda il *Government Pension Fund Global*, invece, il Parlamento norvegese e il Ministero delle Finanze hanno stabilito le norme per la gestione del fondo e hanno delegato la responsabilità della sua gestione alla *Norges Bank*¹⁰⁴.

Con riferimento al *Government Pension Fund-Norway*, il Parlamento, nel *Government Pension Fund Act*, ha nominato il Ministero delle Finanze responsabile della gestione del fondo. La gestione operativa del fondo è invece affidata a *Folketrygdfondet*. Il Ministero ha emanato disposizioni sulla gestione del GPFN da parte di *Folketrygdfondet* con un mandato che descrive il quadro generale di investimento per il Fondo e stabilisce i requisiti in materia di gestione del rischio, rendicontazione e gestione responsabile¹⁰⁵. Esso prevede che *Folketrygdfondet* investa in azioni e strumenti a reddito fisso in modo anticiclico in Norvegia, Danimarca, Finlandia e Svezia. Il benchmark strategico prevede una suddivisione regionale di investimenti dell'85% in Norvegia e del 15% nel resto della regione nordica. Il limite massimo della quota proprietaria consentita in una singola società è del 15% in Norvegia e del 5% negli altri Paesi nordici¹⁰⁶.

¹⁰⁴ Da <<https://www.nbim.no/en/the-fund/about-the-fund/>>. [Data di accesso: 01/11/2022].

¹⁰⁵ Da <<https://www.regjeringen.no/en/topics/the-economy/the-government-pension-fund/government-pension-fund-norway-gpfn/governance-framework-for-the-gpfn/id710456/>>. [Data di accesso: 01/11/2022].

¹⁰⁶ Da <<https://www.folketrygdfondet.no/en/investment-management>>. [Data di accesso: 01/11/2022].

Lo Stato norvegese possiede indirettamente il 4,84% delle azioni dell'OSE attraverso il *Government Pension Fund-Norway*¹⁰⁷; inoltre, il GPFN è uno dei tre azionisti più importanti in 48 società quotate all'Oslo Stock Exchange o presso lo Euronext Growth Oslo¹⁰⁸.

Il valore di mercato del GPFN, a fine anno 2021, era di 333 miliardi di NOK¹⁰⁹. Il *Folketrygdfondet*, che, come detto, si occupa della gestione operativa, ricopre il proprio ruolo di investitore di lungo termine esercitando attivamente la proprietà, attraverso l'assemblea dei soci e il dialogo col management. Il *Folketrygdfondet* è rappresentato complessivamente nei comitati nomine di 16 società norvegesi e partecipa a tre corporate assembly, tra cui quella di Equinor. La presenza di *Folketrygdfondet* nei comitati nomine è motivata dalla volontà di garantire che i consigli di amministrazione delle società che ha in portafoglio abbiano la giusta composizione. Inoltre, nell'esercizio della proprietà il *Folketrygdfondet* rispetta i Principi di Corporate Governance dettati dall'OECD e quelli del *Norwegian Code of Practice for Corporate Governance*.

Il *Government Pension Fund Global*, invece, è stato istituito dopo che la Norvegia ha scoperto il petrolio nel Mare del Nord e la sua istituzione ha l'obiettivo di proteggere l'economia norvegese dagli alti e bassi delle entrate petrolifere. Il *Government Pension Fund Global* è stato creato nel 1990 e, come suggerisce il nome, tale fondo investe solo all'estero. Il valore di mercato del *Government Pension Fund Global* è di 12.339 miliardi di NOK¹¹⁰ e, sebbene i proventi della produzione di petrolio e gas vengano trasferiti al fondo, questi depositi rappresentano meno della metà del valore del fondo. La maggior parte, infatti, è stata guadagnata investendo in azioni, immobili e infrastrutture per l'energia rinnovabile.

Il fondo è ora uno dei più grandi al mondo¹¹¹ e possiede quasi l'1,5% di tutte le azioni delle società quotate del mondo, con partecipazioni in circa 9.000 società in tutto il mondo. La responsabilità del *Government Pension Fund Global* è del Ministero delle Finanze che determina la strategia di investimento e le linee guida etiche del fondo e controlla la gestione operativa, che è delegata a *Norges Bank*¹¹². Attraverso questo fondo il Governo norvegese è un

¹⁰⁷ FOLKETRYGDFONDET, 2022. *Ownership report 2021* [online]. P. 9. Disponibile su <<https://www.folketrygdfondet.no/en/download-center>> [Data di accesso: 01/11/2022].

¹⁰⁸ Da: <<https://www.folketrygdfondet.no/nb/vi-folger-opp-selskapene>>. [Data di accesso: 01/11/2022].

¹⁰⁹ MINISTRY OF FINANCE, 2022. *Report to the Storting (white paper). The Government Pension Fund 2022* [online]. Disponibile su <<https://www.regjeringen.no/contentassets/1ffd83b945264b918e00d0e89ec500b6/en-gb/pdfs/stm202120220009000engpdfs.pdf>> [Data di accesso: 01/11/2022].

¹¹⁰ Da <<https://www.nbim.no/en/the-fund/investments/#/>>. [Data di accesso: 01/11/2022].

¹¹¹ Il Global Pension Fund Global, in particolare, è il più grande tra i fondi sovrani a livello mondiale, seguito dal China Investment Cooperation fund. Da: WEC, 2021. *The world's biggest sovereign wealth funds – in one chart* [Online]. Disponibile su <<https://www.weforum.org/agenda/2021/02/biggest-sovereign-wealth-funds-world-norway-china-money/>> [Data di accesso: 08/12/2022].

¹¹² Da <<https://www.centreforpublicimpact.org/case-study/government-pension-fund-global-gpfg-norway>>. [Data di accesso: 01/11/2022].

importante soggetto nella corporate governance internazionale, con l'abilità di influenzare il governo societario a livello globale¹¹³.

2.10 Il sistema di governance delle società norvegesi

Passando ad analizzare nel dettaglio la struttura di governo societario norvegese la caratteristica più importante che si rileva è il fatto che gli azionisti esercitano la massima autorità nella società per mezzo dell'assemblea dei soci, attraverso la quale possono deliberare su qualsiasi questione, purché non espressamente assoggettata all'autorità di un altro organo societario. Oltre a ciò, uno dei ruoli dell'assemblea dei soci è quello di nominare e rimuovere i membri del consiglio e quindi controllarne la composizione. Questo conferisce agli azionisti e più precisamente alla maggioranza dei soci, un'autorità superiore sul consiglio di amministrazione e sull'amministratore delegato che si occupano della gestione societaria.

La struttura di governance tipica delle società norvegesi rispecchia il modello monistico ma, con l'introduzione del codice di autodisciplina del 2004 è previsto che le società con più di 200 dipendenti adottino un sistema dualistico verticale, per mezzo dell'introduzione di un organo intermedio tra il consiglio di amministrazione e l'assemblea, il cosiddetto corporate assembly¹¹⁴. La presenza di tale organo, ad ogni modo, non pregiudica l'autorità suprema dell'assemblea dei soci, dato che essa nomina i due terzi dei membri del corporate assembly.

La legislazione norvegese conferisce quindi all'azionista, o al gruppo di azionisti, che detengono la maggioranza dei voti nell'assemblea dei soci un'influenza di controllo; al contempo il potere conferito all'azionista di maggioranza è bilanciato attraverso un insieme di norme volte a tutelare la minoranza da eventuali forme di abuso.

¹¹³ Un esempio concreto di come il Government Pension Fund Global influenzi la corporate governance a livello globale è la notizia, del febbraio 2021, che il Fondo ha richiesto alle società in cui investe di aumentare il numero di donne nei consigli di amministrazione considerando come obiettivo la soglia minima del 30%. Nello specifico, il Fondo ha annunciato che a partire dalla seguente stagione di rinnovi degli organi amministrativi, il fondo norvegese avrebbe esercitato pressione, votando contro le proposte dei Comitati di nomina delle società che non hanno almeno due donne nel consiglio. *“Crediamo davvero che la diversità crei un pensiero migliore, una creatività migliore e un business migliore.”* ha affermato il Ceo del fondo, Nicolai Tangen. Da: ESGNEWS, 2021. *Il Fondo Sovrano Norvegese mette nel mirino le società con quote rosa nei CdA inferiori al 30%* [online]. Disponibile su <<https://esgnews.it/social/il-fondo-sovrano-norvegese-mette-nel-mirino-le-societa-con-quoterosa-nei-cda-inferiori-al-30/>> [Data di accesso: 08/12/2022].

¹¹⁴ OECD, 2014. *Norway the corporate governance framework and practices relating to risk management* [Online]. P.5. Disponibile su <https://read.oecd-ilibrary.org/governance/risk-management-and-corporate-governance/norway-the-corporate-governance-framework-and-practices-relating-to-risk-management_9789264208636-4en#page17> [Data di accesso: 24/11/2022].

2.11 La rappresentanza dei lavoratori

La Norvegia ha una delle tradizioni più antiche in fatto di codeterminazione e sin dal 1972 nella legislazione norvegese si hanno norme che garantiscono ai dipendenti il diritto di eleggere membri del consiglio di amministrazione.

La regola principale in materia di rappresentanza dei dipendenti è quella che un terzo dei membri del consiglio di amministrazione e un terzo dei membri del corporate assembly sono eletti dai dipendenti; i rappresentanti dei dipendenti agiscono come membri ordinari del consiglio o del corporate assembly e hanno la stessa autorità e responsabilità dei membri eletti dall'assemblea dei soci. Si può pertanto affermare che l'assemblea dei soci può scegliere la misura in cui i dipendenti possono partecipare al consiglio d'amministrazione, con la possibilità di minimizzarne l'influenza istituendo, ad esempio un consiglio d'amministrazione composto da 5 o da 7 membri¹¹⁵.

Rispetto al modello renano, anch'esso improntato sul principio di codeterminazione, il modello nordico si differenzia per il grado di controllo esercitato sulla gestione da parte degli azionisti, più forte nei sistemi scandinavi. In Norvegia, dunque, l'importanza della codeterminazione si riduce grazie all'intensa azione di indirizzo e di vigilanza che gli azionisti esercitano sul consiglio e sul management. Inoltre, è frequente la stipulazione di accordi di rinuncia alla cogestione per via della forte influenza che le imprese riescono ad avere sulle organizzazioni sindacali.

La rappresentanza dei lavoratori negli organi societari delle società quotate è normata dal Paragrafo 6.4 del Public Companies Act: nelle società con più di 200 dipendenti, un terzo dei membri del corporate assembly sono eletti dai dipendenti. Tali rappresentanti potranno richiedere che un terzo dei membri del consiglio di amministrazione della società vengano eletti tra i dipendenti.

In una società con più di 200 dipendenti, in cui è stato concordato di non istituire il corporate assembly, i dipendenti hanno la possibilità di eleggere un terzo dei consiglieri e un membro del consiglio, oppure due osservatori. Nelle società con più di 50, ma meno di 201 dipendenti, la maggioranza di questi ultimi possono richiedere che un terzo e almeno due dei membri del consiglio di amministrazione, vengano eletti da e tra i dipendenti. Nelle società, invece, con più di 30, ma meno di 51 addetti, i dipendenti possono richiedere che un membro e un osservatore del consiglio di amministrazione sia eletto da e tra i dipendenti.

¹¹⁵ THOMSEN, S., ROSE C., e KRONBORG D., 2013. Employee Representation and Board Size in the Nordic Countries. *DBJ Discussion Paper Series* [online]. N. 1301. Disponibile su <https://www.dbj.jp/ricf/pdf/research/DBJ_DP_1301.pdf> [Data di accesso: 22/11/2022].

Nel caso in cui, invece, sia stato istituito il corporate assembly spetta a tale organo eleggere i membri e il presidente del consiglio di amministrazione. Il Paragrafo 6.37 del Public Companies act stabilisce che un terzo dei membri del corporate assembly possa richiedere l'elezione di nuovi membri del consiglio di amministrazione e che un terzo e almeno due dei consiglieri vengano essere eletti tra i dipendenti della società.

2.12 L'assemblea dei soci

L'elemento chiave nella corporate governance norvegese, come si è detto, è l'autorità suprema che gli azionisti, tramite l'assemblea dei soci, possono esercitare sugli altri organi societari, controllandone la composizione.

L'assemblea dei soci è disciplinata al capitolo 5 del *Public Limited Liability Act* ed è tenuta a deliberare su questioni quali l'adozione dei bilanci annuali e l'approvazione della dichiarazione del consiglio sulla remunerazione al personale esecutivo; anche gli aumenti e le riduzioni di capitale sociale, fusioni, scissioni e distribuzioni di dividendi, sono di competenza dell'assemblea. Per quanto riguarda la distribuzione dei dividendi, il Public Companies Act è affiancato da raccomandazioni e le linee guida del Codice elaborato dal NCGB.

Nonostante l'elevata autorità dell'assemblea dei soci, raramente accade che l'assemblea revochi le deliberazioni del consiglio d'amministrazione, sebbene sia in suo potere. Generalmente, invece, i conflitti tra gli azionisti di maggioranza e uno o più membri del consiglio di amministrazione vengono risolti con la sostituzione del consigliere o attraverso le sue dimissioni¹¹⁶.

L'assemblea dei soci è l'unico mezzo attraverso il quale gli azionisti hanno l'autorità sul governo della società. Questo, ad ogni modo, non impedisce agli azionisti e al management di avere contatti al di fuori dell'assemblea e tale contatto è piuttosto comune in società con un azionista dominante. La portata del contatto tra il management e gli azionisti varia in larga misura da una società all'altra; in ogni caso, è importante che il contatto informale tra il management e gli azionisti sia mantenuto entro certi limiti in quanto la responsabilità della gestione societaria è del consiglio di amministrazione e dell'amministratore delegato. Il contatto con gli azionisti dovrebbe quindi principalmente essere di natura informativa ed è importante che esso sia mantenuto all'interno del principio della parità di trattamento degli azionisti.

¹¹⁶ LEKVALL, P., 2014. *Op. cit.* P.212.

Sebbene, punto di partenza nella legislazione societaria norvegese sia che ogni azione conferisce gli stessi diritti di carattere economico ed organizzativo, il *Public Limited Act* consente alle società di adottare classi diverse di azioni e limitazioni al potere di voto¹¹⁷. Tuttavia, l'NCGB nel codice di autodisciplina raccomanda alle società di avere una sola classe di azioni e nella realtà si nota come in Norvegia le azioni di diverse classi siano poco diffuse. Inoltre, le limitazioni al diritto di voto sono soggette ad altre norme: ad esempio, le regole di quotazione per la Borsa di Oslo stabiliscono che le società quotate con limitazioni al diritto di voto devono darne evidenza nella loro relazione sulla gestione ed inoltre se il valore nominale complessivo delle azioni che sono soggette a limitazioni nel potere di voto supera il 50% del capitale sociale, la disposizione statutaria deve essere approvata dal Ministero del Commercio, dell'Industria e della Pesca.

L'assemblea degli azionisti è, di regola, convocata dal consiglio, oppure lo statuto può stabilire che l'assemblea sia convocata dal presidente del corporate assembly. La Legge prevede poi che azionisti che rappresentino il minimo di un ventesimo del capitale possano richiedere la convocazione di un'assemblea straordinaria per discutere una specifica materia; in questo caso il consiglio d'amministrazione deve assicurarsi che l'assemblea dei soci si tenga al massimo dopo un mese dalla richiesta degli azionisti.

Il *Public Companies Act* contiene anche disposizioni in materia di informativa da fornire agli azionisti delle società quotate al fine di garantire l'affluenza all'assemblea ed assicurare che tutti gli azionisti siano a conoscenza dell'assemblea dei soci, compreso l'ordine del giorno. L'assemblea deve essere tenuta con un preavviso pari ad almeno 21 giorni e il consiglio d'amministrazione può scegliere se l'assemblea si tenga in presenza, oppure online; inoltre, viene consentito agli azionisti di esercitare i propri diritti senza essere fisicamente presenti all'assemblea dei soci, ad esempio facendosi rappresentare per delega e utilizzando comunicazioni elettroniche.

La Legge stabilisce poi che il presidente del consiglio d'amministrazione deve essere presente all'assemblea dei soci, mentre gli altri consiglieri hanno il diritto di partecipare. Il Code of Practice del NCGB integra tali disposizioni raccomandando che il consiglio d'amministrazione dovrebbe essere presente per intero all'assemblea degli azionisti e che quest'ultima sia un efficace punto di confronto tra azionisti e management. Per quanto riguarda l'auditor, egli è tenuto a presenziare alle assemblee dove la natura dei temi trattati vede come

¹¹⁷ Tale possibilità è prevista dal paragrafo 5.4 del Public Limited Liability Act. NORWEGIAN PUBLIC LIMITED LIABILITY ACT, 1997. Disponibile su <<https://www.euronext.com/media/3746/download>> [Data di accesso 19/11/2022].

essenziale la sua presenza; il presidente del comitato nomine è invece tenuto a partecipare all'assemblea annuale.

L'assemblea dei soci deve essere presieduta da un presidente eletto dall'assemblea stessa, oppure da un individuo designato dallo statuto della società. Nel primo caso l'assemblea è aperta dal presidente del consiglio d'amministrazione, o da una persona da egli individuata. Sempre con riferimento al primo caso, il consiglio d'amministrazione ha la responsabilità di fare in modo che vi siano le condizioni, affinché l'assemblea dei soci possa eleggere un presidente indipendente.

2.13 Il comitato nomine

Il Code of Practice raccomanda che il compito di proporre candidati per il consiglio di amministrazione, oltre a proporre il compenso, è del comitato nomine che svolge un ruolo sempre più importante, a causa della crescente attenzione degli ultimi anni verso la composizione del consiglio. Nonostante la presenza del comitato nomine non sia richiesta dalla Legge, il Code of practice raccomanda l'istituzione di tale comitato.

Il comitato nomine è eletto da e funge da comitato di supporto per l'assemblea dei soci. Nelle società in cui lo Stato norvegese ha una partecipazione rilevante, esso di solito richiede venga nominato un comitato nomine e che un membro sia nominato dal Governo.

Inoltre, il Code of Practice sottolinea che il comitato nomine deve essere indipendente dal consiglio di amministrazione e dal management della società e che non più di un membro del comitato dovrebbe essere anche un membro del consiglio.

Il comitato nomine è tenuto a concordare i candidati ammissibili al consiglio d'amministrazione con i principali azionisti. È, tuttavia, importante notare che l'assemblea dei soci, al momento della nomina dei nuovi membri del consiglio, non è in alcun modo vincolata dalle raccomandazioni presentate dal comitato nomine.

2.14 Il consiglio d'amministrazione

Il capo 6 del Public Companies Act si occupa di disciplinare il consiglio di amministrazione, l'amministratore delegato e il corporate assembly. In particolare, il consiglio di amministrazione e l'amministratore delegato sono organi societari obbligatori nelle ASA.

Oltre al Public Companies Act, il Code of Practice del NCGB contiene varie raccomandazioni riguardanti il consiglio di amministrazione e il suo lavoro, ad esempio la

nomina (sezione 7), la composizione e indipendenza del consiglio di amministrazione e del corporate assembly (sezione 8), l'attività del consiglio di amministrazione (sezione 9), la gestione dei rischi e il controllo interno (sezione 10) e la remunerazione del consiglio di amministrazione (sezione 11).

Il Public Companies Act stabilisce che i membri del consiglio sono eletti dall'assemblea dei soci, che elegge anche il presidente e restano in carica per un periodo di due anni, a condizione che lo statuto della società non preveda altrimenti; la durata della carica non può in ogni caso superare i quattro anni. Inoltre, anche il Code of Practice raccomanda di non eleggere consiglieri per un periodo superiore a due anni nelle società quotate. Nella realtà si riscontra come nelle società quotate sia sempre più comune eleggere i consiglieri per un periodo di un anno¹¹⁸.

Inoltre, il Public Companies Act stabilisce che il consiglio di amministrazione, così come il corporate assembly, è quello di garantire la creazione di valore tenendo in considerazione anche gli interessi degli stakeholder diversi dagli azionisti, come i dipendenti e i creditori.

Un aspetto importante è che l'assemblea dei soci può sostituire un membro del consiglio di amministrazione in qualsiasi momento durante il suo mandato, senza obbligo di motivazione. I membri del consiglio eletti dai dipendenti non possono invece essere rimossi dall'assemblea dei soci.

Il consiglio di amministrazione in Norvegia è composto da almeno tre membri e cinque in presenza del corporate assembly¹¹⁹. Non ci sono, invece, limiti massimi al numero di membri del consiglio che una società può avere; ad ogni modo, generalmente i consigli di amministrazione delle società quotate norvegesi tendono a essere composti da 6 a 10 membri. Inoltre, i membri del consiglio d'amministrazione eletti dai dipendenti sono eletti dai lavoratori e non dai sindacati, come avviene nel caso della Svezia.

¹¹⁸ LECKVALL, P., 2014. *Op. cit.* P. 220.

¹¹⁹ Tale disposizione è prevista al paragrafo 6.1 del Public Limited Liability Companies Act.

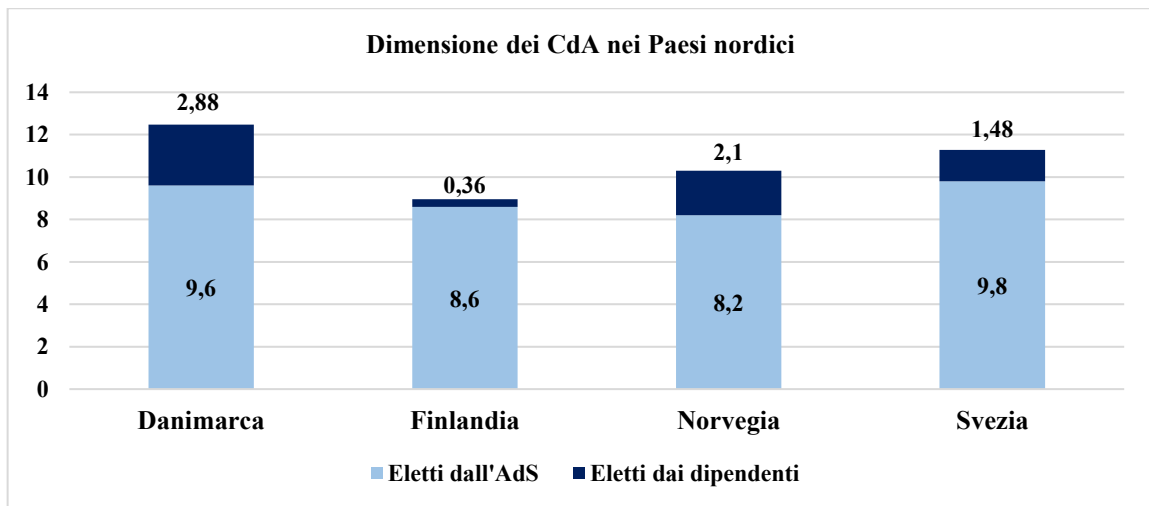


Grafico 1: numero medio di membri del consiglio d'amministrazione nei Paesi Nordici, con distinzione dei membri eletti dall'assemblea dei soci e dei membri eletti dai lavoratori. I dati, riferiti al 2020, tengono conto delle 25 società quotate più grandi in termini di capitalizzazione per ciascun Paese. Dalla figura si nota come in Norvegia ci siano mediamente 10 membri nel consiglio d'amministrazione di cui 8 eletti dall'assemblea dei soci e 2 dai lavoratori.

Fonte: <<https://www.spencerstuart.com/research-and-insight/nordic-board-index/our-survey-approach>>. [Data di accesso: 10/11/2022].

Per quanto riguarda la composizione del consiglio di amministrazione, dal 2006 la legislazione sulle società norvegesi ha stabilito che nelle società per azioni ciascun genere deve essere rappresentato da almeno il 40% del numero dei consiglieri eletti¹²⁰. La Norvegia è stata infatti tra i primi Paesi ad introdurre delle norme che facessero aumentare la presenza delle donne, oltre che tra le cariche politiche, anche nei board, prima nelle sole società di proprietà pubblica e in seguito nelle società quotate, al fine di garantire la diversità di competenze che sono necessarie in un board affinché esso funzioni efficacemente. Infatti, contrariamente all'opinione popolare, lo scopo principale della Legge del 2006 non era aumentare l'uguaglianza di genere per il bene delle donne che erano sottorappresentate, quanto piuttosto il fatto che le imprese, grazie a questa norma, avrebbero dovuto scegliere le persone più qualificate per le cariche dirigenziali, invece di restringere la ricerca all'“old boys' club”¹²¹.

¹²⁰ In particolare, il Paragrafo 6.11 del *Public Companies Act* prevede, per i consigli d'amministrazione delle società quotate come requisito relativo alla rappresentanza di entrambi i sessi nel consiglio di amministrazione che:

1. se il consiglio di amministrazione è composto da due o tre membri, devono essere rappresentati entrambi i sessi;
2. se il consiglio di amministrazione è composto da quattro o cinque membri, ogni genere è rappresentato da almeno due membri;
3. se il consiglio di amministrazione è composto da sei a otto membri, ogni genere è rappresentato da almeno tre membri;
4. se il consiglio di amministrazione è composto da nove membri, ogni genere è rappresentato da almeno quattro membri, e se il consiglio di amministrazione è composto da più membri, ogni genere deve rappresentare almeno il 40 per cento dei membri del board.

¹²¹ SJÄFIELL, B., 2015. Gender diversity in the boardroom and its impacts: is the example of norway a way forward?. *Deakin law review* [online], vol. 20. n.1. Disponibile su <https://www.researchgate.net/publication/304271852_Gender_Diversity_in_the_Boardroom_and_Its_Impacts_Is_the_Example_of_Norway_a_Way_Forward> [Data di accesso: 10/01/2023].

Un altro aspetto emerso dagli studi che hanno indagato l'impatto della Legge del 2006 sulla composizione dei board è che le consigliere donna hanno sostituito i consiglieri uomini. Dal momento in cui non esiste un numero massimo di amministratori secondo il diritto societario, le società avrebbero potuto aggiungere solamente il numero di donne necessario. Gli studi hanno dimostrato inoltre che c'è stato un certo aumento della diversità di età, anche per il fatto che le donne elette sono tendenzialmente più giovani dei loro colleghi uomini¹²².

Adams e Funk (2011), nella ricerca svolta sui consigli d'amministrazione misti rilevano che le donne e i consiglieri uomini differiscono sistematicamente nei loro valori fondamentali e nelle loro attitudini al rischio. Generalmente le consigliere hanno un atteggiamento più benevolo, universalista e meno orientato al potere degli uomini. Ciò suggerisce che le aziende con più dirigenti donne possano prendere decisioni che siano più orientate agli stakeholder, che al solo interesse degli shareholders. Le donne, secondo gli autori, sono inoltre meno tradizionaliste e leggermente più propense al rischio, contrariamente all'opinione comune¹²³.

Tuttavia, gli studi sugli effetti dell'introduzione delle quote rosa sulle performance finanziarie portano a conclusioni tra loro diverse. Ad esempio, Matsa e Miller (2012) rilevano che le società interessate dalla norma hanno intrapreso meno riduzioni della forza lavoro rispetto alle altre imprese, aumentando il costo del lavoro relativo e riducendo i profitti a breve termine¹²⁴. Al contrario, secondo Smith, Smith e Verner (2005) la proporzione di donne tra gli alti dirigenti e nei consigli di amministrazione tende ad avere un effetto significativamente positivo sulla performance aziendale, grazie anche alla migliore qualificazione in termini di istruzione delle donne¹²⁵; nella stessa direzione anche Lückérath-Rovers (2010) che nel suo studio rileva un ROE più elevato per le società che applicano le quote di genere nei loro board¹²⁶. Pertanto, gli effetti delle quote rosa sulle performance delle imprese sono discordanti, anche in considerazione del fatto che il genere non è l'unico fattore di diversità all'interno dei board ed inoltre, la vantaggiosità delle quote rosa dipende anche da che fine si ritiene l'impresa

¹²² AHERN, R., K., e DITTMAR, A., K., 2012. The changing of the boards: the impact on firm valuation of mandated female board representation. *Quarterly Journal of Economics* [online], vol. 127 n.1, pp. 137-197. Disponibile su <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1364470> [Data di accesso: 11/01/2023].

¹²³ ADAMS, R., e FUNK, P., 2011. Beyond the Glass Ceiling: Does Gender Matter?. *Finance Working Paper* [online]. N. 273. Disponibile su <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1475152> [Data di accesso: 11/01/2023].

¹²⁴ MATSA, D., A., e MILLER, A., R., 2012. A Female Style in Corporate Leadership? Evidence from Quotas. *American Economic Journal: Applied Economics, Forthcoming* [online]. Disponibile su <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1636047> [Data di accesso: 11/01/2023].

¹²⁵ SMITH, N., SMITH, V., e VERNER, M., 2005. Do Women in Top Management Affect Firm Performance? A Panel Study of 2500 Danish Firms. *IZA Discussion Paper* [online]. No. 1708. Disponibile su: <https://www.researchgate.net/publication/5161013_Do_Women_in_Top_Management_Affect_Firm_Performance_A_Panel_Study_of_2500_Danish_Firms> [Data di accesso: 11/01/2023].

¹²⁶ LÜCKERATH-ROVERS, M., 2010. Women on Boards and Firm Performance. *Journal of Management & Governance* [online], vol. 17. n. 2, pp. 491-509. Disponibile su <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1586832> [Data di accesso: 12/01/2022].

debba perseguire; in generale, comunque, gli studi sembrano indicare che la diversità di genere abbia l'effetto di prevenire il fenomeno del cd. *groupthink*.

Infine, è rilevante notare che la Legge norvegese sulle quote rosa nei board ha innescato una tendenza mondiale ad inserire norme dello stesso tenore nelle diverse legislazioni¹²⁷.

Paese	Consiglieri donna	Presidenti del CdA donna	CEO donna	CdA con $\geq 30\%$ dei consiglieri donna
Belgio	36%	9%	5%	95%
Canada	33%	12%	3%	69%
Cile	11%	n.d.	n.d.	13%
Danimarca	36%	8%	8%	60%
Finlandia	35%	4%	8%	76%
Francia	46%	9%	5%	97%
Irlanda	29%	5%	15%	40%
Italia	39%	15%	9%	94%
Giappone	13%	n.d.	n.d.	4%
Hong Kong	14%	7%	4%	11%
Norvegia	45%	20%	20%	100%
Spagna	27%	7%	2%	42%
Svezia	39%	8%	20%	88%
Svizzera	27%	9%	2%	42%
Turchia	19%	11%	n.d.	18%
Regno Unito	36%	10%	8%	67%
Stati Uniti	30%	5%	5%	50%

Tabella 6: percentuale di consiglieri, di presidenti del CdA, amministratori delegati donna e percentuale di consigli d'amministrazione dove la percentuale di consiglieri donna è maggiore del 30% per ciascun Paese. Dal confronto internazionale si nota come la Norvegia sia il secondo Paese, dopo la Francia in termini di percentuale di consiglieri donna, mentre è il primo con riferimento alla percentuale di presidenti del CdA e di amministratori delegati donna. Inoltre, è l'unico Paese, tra quelli analizzati, dove tutti i consigli d'amministrazione hanno una percentuale maggiore del 30% di membri femminili. Il confronto è stato attuato prendendo in considerazione le 25 società più grandi in termini di capitalizzazione di ciascun mercato nazionale e si riferisce all'anno 2020. Fonte: <<https://www.spencerstuart.com/research-and-insight/nordic-board-index/our-survey-approach>>. [Data di accesso: 10/11/2022].

Dalla Tabella 6 si nota come la Legge del 2006 sulla rappresentanza dei generi nei consigli d'amministrazione abbia portato la Norvegia ad essere l'unico Paese nel 2020 con la totalità dei consigli d'amministrazione delle 25 società più importanti in termini di capitalizzazione dove più del 30% dei membri è donna.

Il Public Limited Act non stabilisce requisiti specifici per il consiglio di amministrazione, oltre a vietare all'amministratore delegato della società di essere un membro del consiglio di amministrazione. Tuttavia, il Code of Practice in termini generali raccomanda che la composizione del consiglio di amministrazione «... possa soddisfare le esigenze della società di competenza, capacità e diversità» e che sia prestata attenzione al fine di garantire

¹²⁷ La Norvegia è stata infatti seguita dalla Spagna, dalla Francia, Germania e molti altri Paesi, tra cui l'Italia dove le quote rosa sono in vigore dal 2011 ed attualmente prevedono una quota di genere al 40% nelle società quotate.

che «...il consiglio possa funzionare efficacemente come corpo collegiale»¹²⁸. Sempre nel Codice, si raccomanda che la «...composizione del consiglio di amministrazione assicuri che esso possa operare indipendentemente da qualsiasi interesse speciale». A tal fine, la «...maggioranza dei membri del consiglio d'amministrazione eletti dagli azionisti dovrebbero essere indipendenti dal personale esecutivo e da relazioni d'affari con la società», e che «almeno due dei membri del consiglio eletti dagli azionisti dovrebbero essere indipendenti dai principali azionisti della società». Nella misura in cui il consiglio dovesse includere personale esecutivo, si chiede che «...la società fornisca una spiegazione al riguardo e implementi conseguenti adeguamenti all'organizzazione del lavoro del consiglio di amministrazione, compreso l'uso dei comitati del consiglio, per contribuire a garantire un giudizio più indipendente sulle questioni trattate dal consiglio stesso...».

Poiché la funzione esecutiva è delegata dal consiglio d'amministrazione ad altre figure, nella maggior parte dei casi il CEO, il consiglio delle società norvegesi può essere paragonato al consiglio di sorveglianza del modello di governance renano¹²⁹, con la differenza tuttavia che il consiglio di amministrazione norvegese è investito da più ampi poteri gestori.

Nel complesso, come mostra la Figura 7 i membri esecutivi nei consigli d'amministrazione norvegesi sono in netta minoranza (2%), rispetto ai membri non esecutivi, tanto che la Norvegia è lo Stato che registra la minore percentuale di membri esecutivi nel confronto internazionale.

¹²⁸ NCGB, 2021. *Op. cit.* P. 29.

¹²⁹ RASMUSSEN, L. J., HUSE, M., 2011. *Op cit.* P. 135.

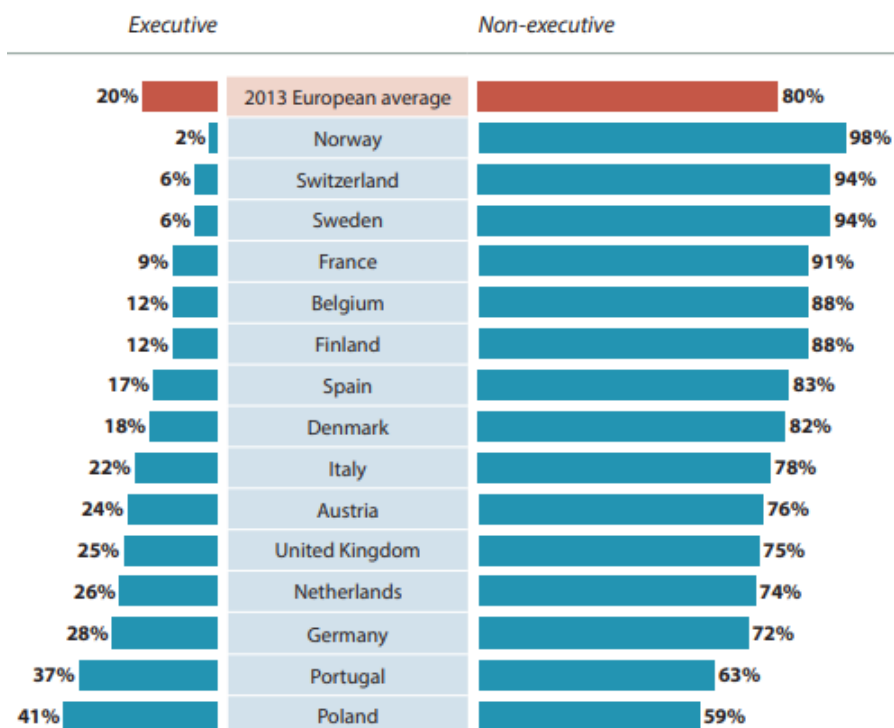


Figura 7: percentuale di membri esecutivi e non esecutivi nei consigli d'amministrazione di ciascun Paese. Dalla figura si nota come la Norvegia è il Paese, tra quelli considerati, con la minore percentuale di membri esecutivi nel consiglio, pari al 2%. Le società prese in considerazione sono le prime 400 per capitalizzazione di ogni Stato al 2013.

Fonte: HEIDRICK & STRUGGLES, 2014. *Towards dynamic governance 2014: European Corporate Governance Report* [online]. P. 20. Disponibile su https://cgov.pt/images/ficheiros/2018/heidrick_towards_dynamic_governance_2014_report_digital

Riguardo al tema dell'indipendenza, inoltre, il Code of Practice afferma che un membro può essere considerato indipendente quando non ha rapporti d'affari, familiari o di altro tipo che si presume possano influire sulle sue opinioni e decisioni. Nei commenti del Code of Practice, inoltre, sono elencati i seguenti punti che dovrebbero essere presi in considerazione nel valutare se un membro del consiglio è indipendente dal management della società o dai suoi rapporti d'affari:

- un individuo non è stato occupato in posizioni senior negli ultimi cinque anni;
- non deve ricevere nessun altro tipo di remunerazione dalla società a parte quella per essere membro del consiglio d'amministrazione;
- non ha o non presenta alcun legame d'affari con la società;
- non deve avere relazioni incrociate con personale esecutivo o altri membri del consiglio d'amministrazione;
- non deve essere stato partner o dipendente della società di revisione negli ultimi tre anni¹³⁰.

¹³⁰ NCGB, 2021. *Op. cit.* P. 31.

Le società quotate norvegesi mostrano un alto livello di conformità alle raccomandazioni in merito alla composizione e indipendenza del consiglio, anche grazie alla natura non esecutiva del consiglio d'amministrazione.

Per quanto riguarda i compiti del consiglio di amministrazione, esso ha la responsabilità principale della gestione della società e di controllo della gestione quotidiana della società da parte del CEO e del management. Le regole in materia di responsabilità del consiglio di amministrazione per la gestione della società e la sua responsabilità di supervisione sulle attività della società trovano spazio principalmente nelle sezioni 6.12 e 6.13 del Public Companies Act. La responsabilità del consiglio per la gestione della società comprende il fatto che esso deve assicurare che le attività della società siano ben organizzate, redigere piani e budget tenendosi al corrente della situazione patrimoniale e finanziaria della società e vigilare affinché le attività della società, la contabilità e la gestione degli asset siano assoggettate ad un adeguato controllo.

Infine, è prassi comune effettuare una valutazione annuale del lavoro del consiglio di amministrazione e ciò è raccomandato anche dal Code of Practice che stabilisce che il consiglio di amministrazione dovrebbe «...valutare annualmente la sua performance e le sue competenze»¹³¹. La valutazione deve essere messa a disposizione del comitato nomine e costituirne la base di lavoro. È consigliato, inoltre, nel Code of Practice, che il consiglio di amministrazione si avvalga di una persona esterna per facilitare la valutazione del proprio lavoro; l'uso effettivo di valutatori esterni varia in una certa misura nella realtà.

Infine, la Legge stabilisce che almeno la metà dei membri del consiglio di amministrazione deve essere residente in Norvegia o essere cittadino residente in un Paese dell'Area Economica Europea o Gran Bretagna e Irlanda del Nord.

2.15 Il comitato di controllo interno

Il Public Companies Act richiede, al paragrafo 6.41, che le società quotate di una certa dimensione¹³² debbano costituire un comitato di controllo interno che dia supporto e prepari il consiglio d'amministrazione su certe materie. I membri del comitato di controllo sono eletti da e tra i consiglieri e i membri esecutivi del consiglio d'amministrazione non possono essere eletti nel comitato di controllo. Inoltre, deve essere assicurato che minimo un membro del comitato

¹³¹ NCGB, 2021. *Op. cit.* P. 34.

¹³² Affinché sia obbligatoria l'istituzione del comitato di controllo interno la società deve superare almeno due dei seguenti requisiti, stabiliti dal paragrafo 6.41 del Public Companies Act:

- avere un numero medio di dipendenti minore di 250;
- un attivo patrimoniale minore di 300 milioni di NOK;
- avere un fatturato netto minore di 350 milioni.

di controllo sia indipendente dalle operazioni della società e possieda competenze in contabilità e revisione.

Tra i compiti del comitato di audit si hanno il supporto nel processo di rendicontazione finanziaria del consiglio d'amministrazione, il monitoraggio del sistema di controllo interno e di *risk management*, il confronto col revisore legale per quanto riguarda l'informativa di bilancio e la valutazione dell'indipendenza del revisore legale della società.

A parte il requisito di avere un comitato di revisione il Public Companies Act non richiede né proibisce la costituzione di altri comitati; la responsabilità per i compiti delegati ad un comitato consiliare rimarrà comunque presso l'ente che, a norma di legge, è responsabile. Il ricorso a comitati è consigliato dal Code of Practice ad integrazione degli organi sociali previsti dalla legge e in particolare si raccomanda la costituzione, oltre che del comitato nomine e del comitato di controllo interno, di un comitato per la remunerazione. La tabella sotto mostra come in Norvegia, non essendo obbligatorio per legge, il comitato di nomine non sia molto diffuso, mentre il comitato di controllo e di remunerazione sono presenti nella maggior parte delle società quotate.

	Audit&Control	Remuneration	Nomination
Media europea	96%	89%	73%
Austria	100%	85%	65%
Belgio	100%	95%	85%
Danimarca	100%	75%	55%
Finlandia	95%	90%	75%
Francia	95%	95%	95%
Germania	97%	90%	97%
Italia	98%	95%	80%
Olanda	100%	100%	100%
Norvegia	90%	85%	30%
Polonia	85%	55%	15%
Portogallo	85%	90%	45%
Spagna	100%	94%	94%
Svezia	95%	95%	100%
Svizzera	100%	95%	75%
Regno Unito	100%	100%	100%

Tabella 7: la tabella mostra la percentuale di società in cui compare il comitato di controllo interno, il comitato remunerazione e il comitato nomine. Le società prese in considerazione sono le prime 400 per capitalizzazione di ogni Stato. Dalla tabella si nota come in Norvegia sia alta la percentuale di società con i comitati di audit e di remunerazione, mentre meno di un terzo, al 2013, aveva un comitato nomine. Fonte: HEIDRICK & STRUGGLES, 2014. *Op. cit.* P. 22.

2.16 Il presidente del consiglio d'amministrazione

Tutte le società a responsabilità limitata e per azioni norvegesi devono avere un presidente del consiglio d'amministrazione; egli è eletto tra i membri del consiglio stesso. Qualora l'assemblea dei soci non abbia nominato il presidente, sono i membri del consiglio a doverlo nominare. Nelle società che dispongono del corporate assembly, sarà esso a dover nominare il presidente.

Il presidente ha alcuni doveri formali nei confronti dell'assemblea dei soci: ad esempio è obbligato a essere presente ed è normalmente incaricato di aprire l'assemblea. In relazione a ciò, il presidente redige un elenco degli azionisti presenti e dei voti rappresentati da ciascun azionista. Tale elenco può avere un'influenza determinante sull'esito della votazione l'assemblea dei soci. Vista l'importanza di tale elenco, il Public Act Companies prevede il diritto per gli azionisti che rappresentano il 5% del capitale sociale di una società di chiedere che il tribunale nomini una persona indipendente per l'apertura dell'assemblea dei soci.

Il presidente garantisce inoltre che le questioni di "*interesse corrente*" vengano presentate al consiglio. A tal fine, è importante che si stabilisca un buon collegamento con il management dell'azienda e che siano messe in atto procedure per garantire che le questioni rilevanti siano presentate al consiglio. Tuttavia, il presidente non deve essere eccessivamente coinvolto nella gestione quotidiana dell'impresa e deve essere indipendente dal management.

2.17 Il corporate assembly

La struttura di governance delle imprese norvegesi è più complessa rispetto ad altri Paesi in quanto si articola su quattro livelli che comprendono l'assemblea dei soci, all'apice della gerarchia di governo societario, il consiglio d'amministrazione, il CEO e, tra l'assemblea dei soci e il consiglio d'amministrazione si inserisce un ulteriore organismo che è il corporate assembly.

Il corporate assembly è disciplinato dal Paragrafo 6.35 al 6.40 del Public Companies Act ed è obbligatorio nelle società che vedono impiegati più di duecento dipendenti. Esso, inoltre, è costituito da dodici membri o un numero maggiore, purché divisibile per tre, di cui due terzi sono eletti dall'assemblea dei soci, mentre il restante terzo è eletto dai dipendenti. Il Paragrafo 6.36 del Public Companies Act prevede poi che né l'amministratore delegato della società, né i consiglieri possono essere parte del corporate assembly.

Il compito principale del corporate assembly è l'elezione del consiglio d'amministrazione e, seguendo le raccomandazioni fornite dal consiglio d'amministrazione, è tenuto a deliberare in merito a investimenti significativi in termini di risorse, o che possono causare una riallocazione della forza lavoro della società. Il lavoro del corporate assembly include, inoltre, la definizione degli obiettivi di lungo termine della società, calando le strategie della società in un contesto più ampio di stakeholder. Il corporate assembly ha infine il compito di monitorare la gestione della società da parte del consiglio d'amministrazione e dell'amministratore delegato. Nonostante gli elevati poteri di cui dispone il corporate assembly, esso non cancella l'autorità prevalente dell'assemblea dei soci che elegge, come detto sopra la maggior parte dei membri della corporate assembly e che può in qualunque momento sostituire i membri che essa ha eletto.

La legge richiede che il mandato del corporate assembly sia di due anni, e comunque che non superi i quattro anni, come previsto per i membri del consiglio d'amministrazione.

Come detto più sopra, il *Public Companies Act* consente alla società e ad un gruppo di almeno due terzi di dipendenti di stipulare un accordo per non costituire il corporate assembly e questi tipi di accordo sono molto diffusi. In caso di rinuncia al corporate assembly i lavoratori, tuttavia, hanno il diritto di essere rappresentati nel consiglio d'amministrazione tramite elezioni dirette.

2.18 Il revisore legale

Tutte le società per azioni sono tenute a nominare un revisore dei conti iscritto all'albo e abilitato all'esercizio dell'attività di revisore dei conti. Il revisore dei conti è eletto dall'assemblea dei soci. Il compito principale dell'auditor è sostanzialmente quello di verificare che il bilancio societario sia conforme a quanto previsto dalla legislazione. Il revisore deve inoltre stabilire se la società abbia adottato una gestione soddisfacente del proprio patrimonio e se il sistema di controllo sia adeguato.

Secondo l'*Auditors Act*, il revisore deve partecipare ad almeno una riunione annuale con il consiglio di amministrazione, senza che l'amministratore delegato sia presente. Nelle società quotate, il revisore dei conti deve essere in contatto con il comitato di audit e fornire al comitato una descrizione degli elementi principali dell'audit, che è una parte importante del monitoraggio da parte degli azionisti della gestione del consiglio di amministrazione della società¹³³.

Come detto sopra, il revisore deve partecipare all'assemblea dei soci quando le questioni da trattare sono di natura tale che è ritenuta necessaria la presenza. Tuttavia, va notato che i commenti al Code of Practice vanno oltre la legge e raccomandano che il revisore dei conti partecipi a tutte le assemblee dei soci.

2.19 Il CEO

Tutte le società per azioni norvegesi devono avere uno o più amministratori delegati; generalmente le società quotate norvegesi hanno solo un amministratore delegato.

L'amministratore delegato è di norma nominato dal consiglio di amministrazione; il *Public Companies Act*, al secondo comma del Paragrafo 6.2, consente all'assemblea dei soci o al corporate assembly di nominare l'amministratore delegato, ma questa pratica non è comune nelle società quotate. La fiducia e lo stretto rapporto che deve esistere tra il consiglio di amministrazione e l'amministratore delegato, come risultato del fatto che l'amministratore delegato è preposto ad eseguire le deliberazioni di tale organo, fanno della nomina dell'amministratore delegato un incarico consiliare essenziale.

Il CEO è responsabile delle operazioni quotidiane della società. Egli è subordinato e riferisce al consiglio di amministrazione, mentre il consiglio, a sua volta, ha il dovere di supervisione sull'amministratore delegato. È poi responsabilità dell'amministratore delegato

¹³³ LECKVALL, P., 2014. *Op. cit.* P. 234.

nominare il management della società, pur discutendo le nomine col consiglio d'amministrazione.

L'amministratore delegato non può essere membro del consiglio di amministrazione, come afferma il terzo comma del Paragrafo 6.1 del *Public Companies Act*. Per quanto riguarda, invece, la rimozione dell'amministratore delegato, la regola è che lo stesso ente che può nominare l'amministratore delegato può anche rimuoverlo dalla posizione. Nelle società quotate è consuetudine stipulare un accordo con il CEO che consente al consiglio di amministrazione di rimuovere l'amministratore delegato in qualsiasi momento¹³⁴.

2.20 La remunerazione del consiglio d'amministrazione

Salvo i casi in cui la società abbia il corporate assembly, il compenso dei consiglieri è determinato dall'assemblea dei soci. Il *Public Companies Act* non contiene linee guida rispetto alla remunerazione dei membri del consiglio, ma alcune raccomandazioni sono previste dal Code of Practice che prevede che la «...remunerazione del consiglio di amministrazione dovrebbe riflettere la responsabilità, la competenza, l'impegno di tempo e la complessità della attività del consiglio di amministrazione della società» e che la «remunerazione...non dovrebbe essere collegata alla performance della società»¹³⁵.

La remunerazione nelle società norvegesi varia nella pratica, ma storicamente è generalmente bassa rispetto ad altri Paesi come mostrato dalla seguente Tabella.

¹³⁴ LECKVALL, P., 2014. *Op. cit.* P. 236.

¹³⁵ NCGB, 2021. *Op. cit.* P. 44.

Paese	Remuneraz. media consiglieri (€)	Remuneraz. media presidente Cda (€)
Belgio	56.996	128.304
Canada	160.377	312.943
Danimarca	94.979	224.646
Finlandia	81.921	152.387
Francia	84.333	605.697
Irlanda	n.d.	262.658
Italia	85.000	860.000
Giappone	95.818	n.d.
Hong Kong	80.304	n.d.
Norvegia	45.723	69.385
Spagna	122.455	389.108
Svezia	79.930	236.426
Svizzera	251.060	1.275.044
Regno Unito	123.177	455.725
Stati Uniti	258.502	395.118

Tabella 8: remunerazione media dei consiglieri e del presidente del consiglio d'amministrazione per ciascun Paese. Dai valori si nota come la Norvegia abbia i valori più bassi sia con riferimento all'uno che all'altro parametro. I valori presenti in tabella fanno riferimento alle 25 maggiori società in termini di capitalizzazione nell'anno 2020. Fonte: <<https://www.spencerstuart.com/research-and-insight/nordic-board-index/our-survey-approach>> [Data di accesso: 18/11/2022].

Il compenso dell'amministratore delegato è determinato dal consiglio di amministrazione, come previsto dal Paragrafo 6.16 del Public Companies Act. A tal fine, il consiglio produce una dichiarazione contenente le linee guida in merito alla determinazione dello stipendio e altri compensi al personale esecutivo, compreso l'amministratore delegato, per il seguente anno finanziario. Questa dichiarazione è subordinata all'esame dell'assemblea dei soci. Per quanto riguarda le remunerazioni sotto forma di azioni, diritti di sottoscrizione, opzioni e altre forme di remunerazione connesse alle azioni della società o del gruppo di società o al prezzo delle azioni, è l'assemblea dei soci a stabilire le linee guida che sono quindi vincolanti per il consiglio di amministrazione.

2.21 I sistemi di protezione degli azionisti di minoranza

Il principale limite materiale all'autorità della maggioranza è disciplinato da una disposizione antiabuso, ossia dalla sezione 5.21 del Public Companies Act. Questa disposizione vieta all'assemblea dei soci di adottare delibere che possano fornire ad alcuni azionisti un vantaggio irragionevole a spese degli altri azionisti o della società. Per le società quotate, il provvedimento antiabuso del Public Companies Act è accompagnato da una disposizione sulla parità di trattamento nel Securities Trading Act e nelle Continuing Obligations della Borsa di Oslo.

La sezione 6.28 del Public Companies Act vieta poi al consiglio di amministrazione, all'amministratore delegato e ad altri rappresentanti della società di abusare della propria posizione per conferire agli azionisti o ad altri un vantaggio irragionevole a spese della società. Questa raccomandazione si applica anche al corporate assembly.

Per quanto riguarda le deliberazioni adottate dall'assemblea dei soci, esse sono raggiunte a maggioranza semplice dei voti espressi, vale a dire oltre il 50%; se una proposta riceve lo stesso numero di voti, la regola è che il voto del presidente dell'assemblea dei soci è determinante. L'implicazione pratica del principio di maggioranza è che l'azionista di maggioranza o gli azionisti di maggioranza sono assicurati in merito al controllo sul consiglio di amministrazione e quindi sulla gestione della società. Tuttavia, il Capitolo 5 del Public Companies Act prevede deviazioni dalla norma sulla maggioranza semplice rispetto a determinate questioni, ad esempio nei casi di modifica dello statuto. Ciò significa che una maggioranza qualificata di almeno due terzi dei voti espressi e del capitale sociale rappresentato in assemblea deve votare a favore della proposta di delibera. Una minoranza di un terzo o più delle azioni rappresentate in assemblea può così bloccare una proposta di modifica dello statuto. È richiesta tale maggioranza qualificata rispetto alle deliberazioni di aumento e riduzione del capitale sociale, fusioni, scissioni, scioglimento e liquidazione della società, nonché delibere di rinuncia al diritto di opzione dei soci per sottoscrivere azioni in aumento di capitale.

A differenza degli altri organi societari, il Public Companies Act non stabilisce requisiti di quorum per l'assemblea dei soci; essi possono, tuttavia, essere stabiliti nello statuto della società, ma ciò generalmente non viene attuato nelle società quotate norvegesi¹³⁶.

A tutela della minoranza la legge prevede anche che un azionista non possa votare in assemblea in merito ad azioni legali che lo vedono coinvolto o se tale azionista si trovi in una situazione di conflitto d'interessi con la società. Inoltre, benché il Public Companies Act non impedisca le transazioni tra la società e i suoi azionisti, tuttavia, stabilisce che gli accordi tra la società e i suoi azionisti devono essere a condizioni di mercato e qualsiasi accordo deve essere stipulato per iscritto.

Tra i diritti che il Public Companies Act conferisce ai soci di minoranza vi è quello, già accennato in precedenza, di richiedere un'assemblea dei soci straordinaria. Tale diritto può essere esercitato dai soci titolari di più di un ventesimo del capitale sociale. Allo stesso modo, azionisti che detengono almeno un ventesimo dell'azione capitale possono richiedere che il Tribunale distrettuale stabilisca un dividendo che è superiore a quella fissato dall'assemblea dei

¹³⁶ LECKVALL, P., 2014. *Op. cit.* P. 242.

soci. La Corte deve valutare se i dividendi che sono stati deliberati sono irragionevolmente bassi prendendo in considerazione la liquidità della società e l'andamento dei suoi affari.

Inoltre, tutte le azioni godono di determinati diritti organizzativi che non possono essere ridotti o eliminati con lo statuto. Ad esempio, tutti gli azionisti hanno, indipendentemente dall'entità della loro partecipazione azionaria, il diritto incondizionato di essere presenti, sia personalmente o per delega, alle assemblee dei soci e hanno diritto di aver vedute affrontate questioni da loro proposte all'assemblea dei soci. Tale diritto è esercitato dall'azionista con l'invio di avviso al consiglio di amministrazione della società entro e non oltre una settimana prima del termine per la convocazione dell'assemblea.

Il Public Companies Act prevede anche per ogni azionista il diritto ad essere informato. A tal fine, ogni socio ha il diritto a ricevere i bilanci annuali, il rendiconto del consiglio, la dichiarazione dei revisori dei conti e la dichiarazione del corporate assembly. Il diritto degli azionisti all'informazione è di vasta portata e può essere negata solo nella misura in cui le informazioni richieste non possono essere fornite senza un danno sproporzionato per l'azienda.

Infine, un azionista che ritiene che una delibera adottata dall'assemblea è illegittima o non sia conforme a norme imperative o statutarie, può agire in giudizio per l'annullamento della deliberazione.

2.22 Le pratiche di business sostenibile in Norvegia

Strand e Freeman (2012) sostengono che un principio fondamentale della CSR, ossia l'allargamento dell'attenzione verso le istanze degli stakeholders e non solo quello degli shareholders, ha una lunga storia nel mondo del business norvegesi¹³⁷.

In Norvegia è presente, infatti, una particolare tradizione di dialogo e negoziazione e una prospettiva di coinvolgimento degli stakeholder, tra cui i lavoratori, che non separa i valori finanziari e sociali, in maniera molto diversa dagli Stati Uniti, dove i confini tra impresa e società sono visti sotto una luce diversa e dove la dottrina della CSR viene considerata come funzionale agli interessi e agli obiettivi aziendali. Questa diversa visione è dovuta al fatto che le istituzioni imprenditoriali norvegesi non sono considerati il fulcro della società, come spesso accade da una prospettiva anglo-americana. L'impresa è invece considerata una delle tante istituzioni funzionanti nella società e non sempre è vista come la più importante; inoltre,

¹³⁷ STRAND, R. e FREEMAN, R.E., 2012. The Scandinavian Cooperative Advantage: Theory and Practice of Stakeholder Engagement in Scandinavia. *CSR and Business in Society: CBS Working Paper Series* [online]. N.1. Disponibile su <https://research-api.cbs.dk/ws/files/58853629/Strand_Freeman_WP01_2012.pdf> [Data di accesso: 12/01/2023].

un'altra motivazione della diversa concezione è da ricondursi al fatto che in Norvegia molte società vedono lo Stato nella loro proprietà¹³⁸.

Secondo Ihlen e von Weltzien Høivik (2015) le imprese norvegesi sono spesso arene di negoziazione e il management norvegese è caratterizzato dalla tendenza al compromesso nella risoluzione dei conflitti tra lavoratori e datori di lavoro. Cooperazione, consenso, partecipazione e condivisione del potere sono concetti importanti nel governo societario in Norvegia e il modello ha dato ai dipendenti un'importante influenza sul governo societario. Sebbene le relazioni tra le parti talvolta siano state tese è prevalsa storicamente una comprensione di fondo degli interessi condivisi nelle società¹³⁹.

Nel *Code of Practice 2021* sono contenute nuove raccomandazioni in materia di sostenibilità in base alle quali le società dovrebbero creare valore per gli azionisti in *modo sostenibile*. Si afferma inoltre che nel suo lavoro il consiglio dovrebbe tener conto delle condizioni economiche, sociali e ambientali. L'obiettivo della modifica è che la sostenibilità sia strettamente collegata alle operazioni dell'azienda e alla creazione di valore¹⁴⁰.

Dal report 2020 sulla sostenibilità in Norvegia l'87% delle società ritiene di avere integrato la sostenibilità nella propria *core business strategy*, mentre solo il 27% annuncia di avere integrato la sostenibilità nel proprio modello di business. Inoltre, nel 64% dei casi la società non ha definito un budget di sostenibilità, mentre l'87% delle società ha proceduto a stabilire dei KPI per misurare la performance in termini di sostenibilità. Pertanto, da tale report emerge come sebbene le società norvegesi abbiano innalzato sempre più le loro ambizioni in termini di sostenibilità, tuttavia il processo vero e proprio di implementazione sembra ancora troppo lento, anche a causa della mancanza delle competenze necessarie¹⁴¹.

¹³⁸ IHLEN, Ø., VON WELTZIEN HØIVIK, H., 2015. Ye Olde CSR: The Historic Roots of Corporate Social Responsibility in Norway. *Journal of Business Ethics*. Disponibile su <https://www.researchgate.net/publication/256670421_Ye_Olde_CSR_The_Historic_Roots_of_Corporate_Social_Responsibility_in_Norway> [Data di accesso: 12/01/2023].

¹³⁹ IHLEN, Ø. e VON WELTZIEN HØIVIK, H., 2015. *Op. cit.* P. 25.

¹⁴⁰ Gli studiosi di CS parlano spesso di questioni basandosi su un paradigma eco-centrico. Gli argomenti della CSR hanno la loro focalizzazione strategica paradigma antropocentrico. Sebbene CS e CSR si siano evoluti da storie diverse, i due termini si stanno avviando ad un futuro comune. Entrambi condividono la stessa visione, che intende bilanciare le responsabilità economiche con quelle sociali e ambientali e nella pratica, a partire dagli stessi GRI. Da: MONTIEL, I., 2008. Corporate Social Responsibility and Corporate Sustainability-Separate Pasts, Common Futures. *Organization & Environment* [online], vol. 21 n. 3. Disponibile su <<https://journals.sagepub.com/doi/abs/10.1177/1086026608321329?journalCode=oaec>> [Data di accesso: 13/01/2023].

¹⁴¹ S-HUB NORWAY, 2020. *State of sustainability Norway 2020*. Disponibile su <<https://www.regjeringen.no/contentassets/e9d3f55f146841d7a26751325e1b1e10/sustainability-hub-norway-s-hub2.pdf>> [Data di accesso:13/01/2023].

Nel corso del presente capitolo si è analizzato il modello di corporate governance nordico, le sue caratteristiche e le motivazioni alla base dell'interesse, emerso soprattutto negli ultimi anni, verso tale modello.

Successivamente, si è analizzato più nel dettaglio il modello di governance delle società norvegesi, che presenta determinate peculiarità. In particolare, il più alto organo di governo delle società norvegesi è l'assemblea dei soci che è all'apice di una catena gerarchica dove ciascun organo di governo è subordinato al livello superiore. La gestione della società è affidata al consiglio di amministrazione, l'amministratore delegato e, se presente, il corporate assembly. Il consiglio di amministrazione ha il compito di occuparsi della strategia e dei budget della società. Ha inoltre la responsabilità della vigilanza sull'amministratore delegato e sulle attività della società in generale. Il personale esecutivo, invece, non è normalmente eletto nel consiglio di amministrazione, facendo così una netta separazione tra la funzione di direzione strategica e di controllo del consiglio e il management. L'amministratore delegato è invece responsabile della gestione quotidiana della società, dando seguito alle decisioni del consiglio.

Un'ulteriore osservazione emersa nel corso del Capitolo è il crescente attivismo dei soci nel governo della società e l'importanza dello Stato come azionista di molte delle principali società quotate, che esercita la proprietà sia direttamente che indirettamente e si è visto come, per mezzo del Folketrygfonnet, il fondo sovrano più grande al mondo, è in grado di influenzare la corporate governance a livello globale.

Alcune società norvegesi hanno un quarto organo di governo, il corporate assembly. Il principale requisito è che le società con più di 200 dipendenti debbano eleggere un corporate assembly con almeno 12 membri. L'assemblea dei soci elegge i 2/3 dei membri, mentre i restanti sono eletti da e tra i dipendenti della società. Il corporate assembly elegge i membri del consiglio di amministrazione della società e il presidente del consiglio, compresi i rappresentanti dei lavoratori. Tra le funzioni del corporate assembly c'è la supervisione del consiglio di amministrazione e del CEO, oltre che deliberare su operazioni che determinano la riorganizzazione della forza lavoro o che richiedono un particolare dispendio di risorse. Tuttavia, nella realtà vengono spesso stipulati accordi per non costituire il corporate assembly; in tali casi, i compiti di tale organo sono trasferiti al consiglio, compresa l'elezione del presidente del consiglio d'amministrazione.

La legislazione societaria norvegese presenta poi alcune caratteristiche distintive in merito al tema della composizione del consiglio d'amministrazione e alla rappresentanza dei lavoratori. Nello specifico in qualsiasi società con più di 30 dipendenti, essi hanno il diritto di essere rappresentati nel consiglio di amministrazione. Allo stesso modo se una società ha di più di 200 dipendenti ma non ha eletto il corporate assembly, i dipendenti devono essere

rappresentati in consiglio. Inoltre, il Public Companies Act prevede che entrambi i generi debbano essere rappresentati nel consiglio di amministrazione da almeno il 40% dei componenti. Tale Legge, secondo alcuni studiosi ha favorito una maggiore diversità di figure all'interno dei consigli d'amministrazione e ha favorito una selezione dei membri del consiglio basata sulle competenze possedute, piuttosto che sulla rete di conoscenze personali.

Nel seguente capitolo verrà presentato il caso di Equinor ASA, la società energetica internazionale che ha il più alto valore di capitalizzazione nella Borsa di Oslo e di cui il principale azionista è lo Stato norvegese, al fine di capire come il modello di governance norvegese sin qui analizzato viene applicato concretamente.

Capitolo III

L'analisi del caso Equinor ASA

Sommario: 3.1 La storia di Equinor; 3.2 La strategia di Equinor; 3.3 Il modello di business; 3.4 L'analisi economico-finanziaria; 3.5 La rendicontazione ESG in Equinor e la Governance of sustainability; 3.6 Il Codice di Condotta di Equinor; 3.7 L'approccio di Equinor alla corporate governance; 3.8 La struttura proprietaria di Equinor; 3.9 L'assemblea dei soci; 3.10 Il comitato nomine; 3.11 Il corporate assembly; 3.12 Il consiglio d'amministrazione; 3.13 Il CEO e il comitato esecutivo; 3.14 I comitati del consiglio d'amministrazione; 3.15 Risk management e controllo interno; 3.16 La remunerazione del consiglio d'amministrazione e del corporate assembly; 3.17 La remunerazione del CEO; 3.18 Il revisore esterno; 3.19 Equinor e il modello di corporate governance norvegese.

3.1 La storia di Equinor

Nel corso del Capitolo II si è approfondito il tema del modello di corporate governance in Norvegia, delineando le caratteristiche più distintive e gli attori più importanti. Al fine di capire più concretamente come tale modello di governance venga implementato nella realtà, se esso sia efficace nel sostenere la creazione di valore nel lungo termine e come esso influisca sulle finalità perseguite dalle società, sull'efficienza e sull'equità distributiva, si presenta di seguito l'analisi della società norvegese Equinor ASA.

Equinor, come già affermato nel Capitolo precedente è la società più grande in Norvegia dal punto di vista di capitalizzazione di mercato, tanto da rappresentare il 25% del valore totale di capitalizzazione della Borsa di Oslo. La società, precedentemente denominata Statoil, è stata uno degli attori più importanti dell'industria petrolifera norvegese e ha contribuito fortemente a trasformare la Norvegia in una moderna nazione industriale. Equinor è inoltre oggi tra i maggiori venditori al mondo di petrolio greggio e condensato ed è il secondo fornitore di gas naturale del mercato europeo.

Equinor è stata costituita nel 1972 come compagnia petrolifera statale. Negli anni '80 la società è cresciuta notevolmente, grazie allo sviluppo di grandi giacimenti e attraverso la stipula di contratti per lo sviluppo e la gestione di sistemi e terminali di trasporto del gas in Europa; durante lo stesso decennio la società ha inoltre creato in Scandinavia una rete completa di stazioni di servizio. Nel 2001 Equinor si è quotata nelle borse di Oslo e New York e si è

espansa a livello internazionale in Paesi come Algeria, Azerbaigian, Golfo del Messico, Nigeria e Angola. Nel 2007, invece, è stata protagonista di una fusione con la divisione petrolio e gas della norvegese Hydro, diventando il più grande operatore offshore del mondo. Nello stesso anno Equinor è inoltre diventata partner del giacimento Peregrino in Brasile. Negli ultimi anni, Equinor ha visto crescere la propria attività con lo sviluppo di progetti nel petrolio pesante e gas di scisto.

Nel 2010 la società ha effettuato un'offerta pubblica iniziale di Statoil Fuel & Retail ASA presso Oslo Børs, riducendo la sua partecipazione nel business relativo alle stazioni di servizio, per poi, nel 2012, vendere tutte le azioni rimanenti.

Attualmente, invece, Equinor sta investendo in nuove energie, come l'eolico e l'energia solare, al fine di espandere la produzione di energia, rafforzare la sicurezza energetica e combattere il cambiamento climatico. A maggio 2018, l'assemblea annuale dei soci ha votato per convertire il nome della società da Statoil ad Equinor, per riflettere meglio il processo di evoluzione della società¹⁴².

3.2 La strategia di Equinor

La vision di Equinor è quella di «*plasmare il futuro dell'energia*», mentre la mission è «*di trasformare le risorse naturali in energia per le persone e progresso per la società*»¹⁴³.

Equinor è impegnata nell'attività di esplorazione, sviluppo e produzione di petrolio e gas, oltre che nelle fonti rinnovabili e soluzioni a basse emissioni di carbonio. Si occupa della vendita di petrolio greggio, prodotti raffinati, gas ed elettricità e svolge attività di trasformazione, raffinazione e commercio. In particolare, Equinor ha l'obiettivo di essere, entro il 2030, un fornitore leader in campo energetico di soluzioni a basse emissioni di carbonio, sia in Norvegia che nei mercati internazionali. La società intende inoltre essere un leader globale nell'eolico offshore e il leader europeo nella cattura e stoccaggio del carbonio.

I tre pilastri su cui si sviluppa la strategia di Equinor sono la sicurezza, l'alto valore aggiunto e le basse emissioni di carbonio.

¹⁴² Da <<https://www.equinor.com/about-us/our-history>>. [Data di accesso: 02/12/2022].

In particolare, la nuova ragione sociale deriva da 'equi', che richiama ai temi di equità, uguaglianza ed equilibrio, e 'nor', che fa invece riferimento alle origini norvegesi del Gruppo. Il nome riflette la nuova strategia della società, basata su sicurezza, alto valore aggiunto e decarbonizzazione. Fonte: <<https://oilgasnews.it/la-major-norvegese-statoil-cambia-nome-e-diventa-equinor/>>. [Data di accesso: 22/12/2022].

¹⁴³ EQUINOR ASA, 2022. *Equinor Corporate Presentation* [online]. Disponibile su <<https://www.equinor.com/about-us/equinor-in-brief>> [Data di accesso: 04/12/2022].

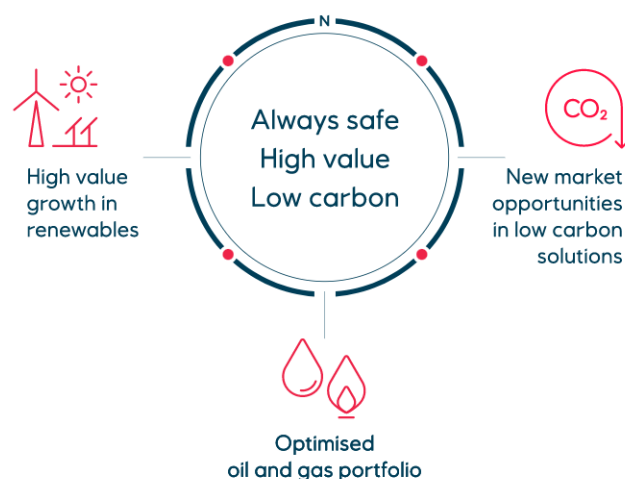


Figura 8: i tre pilastri su cui si basa la strategia di Equinor ASA, ossia la sicurezza, l'alto valore aggiunto e le basse emissioni di carbonio. Equinor, partendo da questi tre pilastri sviluppa la propria strategia futura su tre aree principali: lo sfruttamento delle energie rinnovabili, l'ottimizzazione delle attività su petrolio e gas e la creazione di nuove opportunità di mercato nelle soluzioni a bassa emissione di carbonio.

Fonte: <<https://www.equinor.com/about-us/strategy-details#our-ambition>> [Data di accesso: 03/12/2022].

La sicurezza è la massima priorità di Equinor, che lavora per ridurre i rischi ed evitare incidenti e infortuni, sia tra i dipendenti della società, che tra i fornitori. Per quanto riguarda il secondo pilastro, ossia la creazione di alto valore aggiunto, le prestazioni competitive e i miglioramenti dell'efficienza restano una priorità per Equinor. Con riferimento al terzo pilastro, negli ultimi anni il cambiamento climatico e la transizione energetica sono diventati rapidamente temi particolarmente rilevanti per governi, società e investitori. L'ambizione a lungo termine di Equinor è diventare una società a emissioni zero entro il 2050, attraverso azioni quali la riduzione delle emissioni dalle operazioni di petrolio e gas, l'aumento della capacità delle fonti rinnovabili, la creazione di catene del valore nel CCS e nell'idrogeno e l'utilizzo di pozzi in carbonio di alta qualità.

I fattori critici di successo di Equinor sono la forza lavoro altamente qualificata, i valori societari di apertura, collaborazione, coraggio e premura e una lunga storia di tecnologia e innovazione; inoltre, le forti partnership con i fornitori e i rapporti con le autorità di regolamentazione sono state vitali per lo sviluppo della società in passato e sono poste al centro anche della creazione di un business redditizio per il futuro.

La forte capacità di Equinor di applicare nuove tecnologie e soluzioni digitali costituisce la principale fonte di vantaggio competitivo; a tal proposito la società intende destinare il 40% del capitale destinato a ricerca e sviluppo verso le energie rinnovabili e le soluzioni low carbon entro il 2025.

3.3 Il modello di business

Per quanto riguarda l'attività svolta dal Gruppo, Equinor produce in media 2 milioni di barili di petrolio ogni giorno ed è responsabile di circa il 70% del petrolio e produzione di gas norvegese.

Nel 2021, la Norvegia rappresentava circa un terzo della produzione totale di petrolio e gas del Gruppo, mentre il giacimento Peregrino in Brasile e il campo Mariner nel Regno Unito sono i più grandi operatori al di fuori della Norvegia. La raffineria, gli impianti di lavorazione e i terminali trasformano petrolio greggio e gas naturale in materie come benzina, gasolio, gasolio da riscaldamento e gas naturale. La maggior parte dei prodotti vengono poi esportati dalla Norvegia verso l'Europa continentale, ma anche nel Regno Unito, Nord America e Asia. Equinor, inoltre fornisce più di un milione di case europee con l'energia rinnovabile dell'eolico offshore nel Regno Unito e in Germania ed è partner degli impianti a energia solare in Brasile e Argentina.

Per quanto riguarda la struttura organizzativa, il Gruppo Equinor ASA vede occupate, nel mondo 21.126 persone in 32 Paesi ed acquista beni e servizi da più di 8.000 fornitori in tutto il mondo, con più del 70% proveniente da fornitori norvegesi¹⁴⁴.

I principali competitors di Equinor a livello internazionale, operanti nel settore dell'energia e utilities sono la russa Gazprom Net, la statunitense ExxonMobil, le norvegesi Aker BP e DOF¹⁴⁵.

3.4 L'analisi economico-finanziaria

I risultati finanziari del Gruppo Equinor nel 2021 sono stati ampiamente influenzati dal significativo aumento dei prezzi del gas e del petrolio; infatti, i prezzi del gas fatturati per l'Europa e il Nord America sono aumentati in media rispettivamente del 100% e dell'87% rispetto all'anno precedente e il prezzo medio del petrolio è aumentato dell'82%.

Le svalutazioni nette e le spese di esplorazione sono invece diminuite nel 2021 e l'utile netto è stato positivo e pari a 8,6 miliardi di dollari, in aumento rispetto al risultato negativo di 5,5 miliardi di dollari del 2020, come mostrato dalla tabella sotto, che presenta le principali voci del Conto Economico consolidato del Gruppo, facendo un raffronto tra 2019, 2020 e 2021.

¹⁴⁴ EQUINOR, 2022. *Sustainability Report 2021*. Disponibile su <<https://www.equinor.com/sustainability/our-approach>> [Data di accesso: 04/12/2022].

¹⁴⁵ Da: <<https://craft.co/equinor/competitors>>. [Data di accesso: 04/12/2022].

Valori in milioni USD	2021	2020	2019
Ricavi	88.744	45.753	62.911
Ricavi dagli investimenti contabilizzati a patrimonio netto	259	53	164
Altri ricavi	1.921	12	1.283
Totali ricavi	90.924	45.818	64.357
Totale spese operative	-57.261	-49.241	-55.058
Risultato operativo	33.663	-3.423	9.299
Risultato delle attività finanziarie	-2.080	-836	-7
Risultato prima delle imposte	31.583	-4.259	9.292
Imposte	-23.007	-1.237	-7.441
Risultato netto	8.576	-5.496	1.851

Tabella 9: voci principali del Conto Economico consolidato al 31 dicembre 2021, 2020 e 2019 del Gruppo Equinor. Dalla Tabella si nota l'aumento del risultato netto nel 2021, che, rispetto all'anno precedente diventa positivo, grazie all'aumento dei ricavi, spinti verso l'alto dai prezzi del gas e petrolio e all'aumento del risultato operativo, nonostante tale crescita sia compensata da un aumento delle imposte e dal risultato negativo delle attività finanziarie. Fonte: EQUINOR ASA, 2022. *Annual Report 2021*. P. 81. Disponibile su <<https://www.equinor.com/investors/annual-reports-archive>> [Data di accesso: 04/12/2022].

Come mostrato dalla Tabella 9, il significativo aumento nel 2021 del risultato d'esercizio è dovuto principalmente all'incremento del risultato operativo, parzialmente compensato dalla variazione negativa delle attività finanziarie e dalle maggiori imposte sul reddito.

La performance finanziaria di Equinor può essere segmentata nelle seguenti aree di business di cui si compone la struttura societaria di Equinor: il segmento Marketing, Midstream & Processing (MMP), il segmento Renewables (REN), Exploration & Production Norway (EPN), Exploration & Production International (EPI), Exploration & Production USA (EPUSA) l'area Projects, Drilling & Procurement (PDP) e l'area Technology, Digital & Innovation (TDI). Il segmento MMP è responsabile della commercializzazione, della lavorazione e del trasporto di petrolio greggio e condensato, gas naturale, LGN e prodotti raffinati, si occupa del funzionamento delle raffinerie, dei terminali e degli impianti di lavorazione gestiti da Equinor ed è inoltre responsabile dello sviluppo di soluzioni di trasporto per gas naturale, liquidi e petrolio greggio, inclusi oleodotti, spedizioni, autotrasporto e ferroviario, oltre che dello sviluppo di soluzioni a basse emissioni di carbonio. Il totale dei ricavi riferiti a questo segmento è di 87.368 milioni di dollari.

Nel primo trimestre del 2021, Equinor ha modificato la propria rendicontazione e il segmento delle rinnovabili (REN) è diventato oggetto di reporting separato. Il cambiamento ha le sue basi nell'accresciuta importanza strategica dell'energia rinnovabile; Equinor mira, come già affermato in precedenza, a diventare leader nella transizione energetica, concentrandosi su eolico offshore e soluzioni integrate per le rinnovabili onshore. Il segmento delle energie rinnovabili, presenta nel 2021 un utile operativo netto positivo per 1.245 milioni di dollari rispetto ai 35 milioni di USD negativi nel 2020. Tale aumento è da ricondursi principalmente

per plusvalenze su disinvestimenti perfezionati nel primo trimestre del 2021 di circa 1,4 miliardi di dollari.

SEGMENTO MMP-Valori in milioni USD	2021	2020
Totale ricavi	87.368	44.945
Risultato operativo	1.141	359
SEGMENTO RINNOVABILI-Valori in milioni USD	2021	2020
Totale ricavi	1.411	181
Risultato netto	1.245	-35

Tabella 10: ricavi e risultato operativo negli anni 2021 e 2020, diviso tra i segmenti MMP ed energie rinnovabili; quest'ultimo segmento è oggetto di reporting separato dal primo trimestre del 2021. Da: EQUINOR ASA, 2022. Annual Report 2021.

Op. cit. P. 87-88.

Il totale dei ricavi, inoltre, proviene in larga misura dall'attività di produzione ed esplorazione in Norvegia, come evidenziato dalla Tabella 11. Il segmento Exploration & Production Norway include l'esplorazione e le operazioni sulla Norwegian Continental Shelf, che comprende il Mare del Nord, il Mare di Norvegia e il Mare di Barents.

E&P Norway-Valori in milioni USD	2021	2020
Totale Ricavi	39.241	11.895
Risultato operativo netto	30.471	3.097
E&P International-Valori in milioni USD	2021	2020
Totale Ricavi	5.558	3.489
Risultato operativo netto	326	-3.565
E&P USA Valori in milioni USD	2021	2020
Totale Ricavi	4.149	2.615
Risultato operativo netto	1.150	-3.512

Tabella 11: la tabella riporta i valori dei ricavi e del risultato operativo netto derivanti dall'attività di esplorazione e produzione in Norvegia, che risulta in valore la più rilevante, negli USA e nel resto del mondo, con riferimento agli anni 2020 e 2021.

Da: EQUINOR ASA, 2022. Annual Report 2021. *Op. cit.* P. 84-86.

Imputando invece i ricavi di Equinor i diversi mercati di sbocco si nota come la maggior parte dei ricavi provengano da Norvegia e USA, seguite dalla Danimarca, come mostra la Tabella 12.

Valori in milioni USD	2021
Norvegia	72.127
Stati Uniti	12.719
Danimarca	4.376
Brasile	25
Altri	1.419

Tabella 12: suddivisione dei ricavi di Equinor per area geografica, con riferimento all'anno 2021. Dal confronto emerge che i mercati di sbocco più importanti sono Norvegia e USA. Da: EQUINOR ASA, 2022. Annual Report 2021. *Op. cit.* P. 30.

La Tabella 13, invece, presenta il calcolo dei principali indici economici.

	2021	2020	2019
ROE	22%	-16%	4%
ROI	47%	-4%	11%
ROS	38%	-7%	15%
ROD	1%	2%	2%

Tabella 13: calcolo dei principali indici economici di Equinor ASA, con riferimento al triennio 2019-2021. Sia ROE, che ROI, che ROS, mostrano il valore più elevato nel 2021, grazie all'aumento, nello stesso anno, del risultato operativo netto e del reddito netto. Sempre nel 2021 diminuisce anche il costo dei mezzi di terzi, espresso dal ROD.

L'andamento del ROE, che esprime la redditività del capitale di rischio, nel triennio è condizionato soprattutto dal variare del reddito netto, che si trova al numeratore di tale indice, mentre il patrimonio netto, al denominatore resta piuttosto stabile nel corso dei tre anni. Lo stesso andamento nel triennio viene assunto anche da ROI e ROS; il primo indica la redditività del capitale investito netto, il secondo, invece, è una misura della redditività delle vendite ed entrambi presentano al numeratore il risultato operativo aziendale, che aumenta sia per effetto dei maggiori ricavi, sia per il fatto che diminuiscono le spese legate ad attività di esplorazione, le spese operative e le perdite da impairment. Per quanto riguarda il ROD, dato dal rapporto tra oneri finanziari e mezzi di terzi, è invece pressoché costante nel triennio e risulta avere un valore sostenibile nel triennio, in quanto inferiore al ROI, ad esclusione del 2020 dove il ROI mostra un valore negativo, a causa della negatività del risultato operativo aziendale.

La Tabella 14, invece, prende in considerazione i flussi di cassa delle attività operative, che crescono nel triennio, il flusso di cassa delle attività di finanziamento che diminuisce nel 2021 a causa del debito rimborsato che aumenta e del fatto che non ne viene acceso di nuovo ed infine dall'analisi del flusso di cassa dalle attività di investimento si nota che nel 2021 esso aumenta in valore assoluto, per via della crescita degli investimenti in attività finanziarie. A fine 2021 si nota comunque un flusso di cassa positivo e superiore rispetto ai due anni precedenti.

Valori in milioni USD	2021	2020	2019
Flusso di cassa delle attività operative	28.816	10.386	13.749
Flusso di cassa da attività di investimento	-16.211	-12.092	-10.594
Flusso di cassa attività di finanziamento	-4.836	2.991	-5.496
Disponibilità liquide alla fine del periodo	13.987	6.757	5.177

Tabella 14: principali flussi finanziari di Equinor ASA, con riferimento al triennio 2019-2021. Nel triennio aumentano sia il flusso di cassa delle attività operative, che quello delle attività di investimento, che crescono in valore assoluto, mentre il valore del flusso di cassa delle attività di finanziamento mostra un andamento altalenante, assumendo nel 2021 valore negativo, a causa del valore dei nuovi debiti che nel 2021 sono pari a zero e al contemporaneo aumento dell'ammontare di debito rimborsato. Fonte: EQUINOR ASA, 2022. Annual Report 2021. *Op. cit.* P.192.

La tabella 15, invece, mostra come la Posizione Finanziaria Netta resti positiva nel triennio, pur diminuendo in consistenza nel corso del 2021, per via del fatto che, come già affermato in precedenza, in quest'anno non viene stipulato nuovo debito finanziario, ma viene invece rimborsato.

Per quanto riguarda il profilo di rischio associato al livello di indebitamento complessivo della società, espresso dal rapporto tra Posizione Finanziaria Netta e Patrimonio Netto, si nota come esso, restando entro il 150%, soglia considerata critica, nel corso del triennio in esame, si può dire sia di tipo medio-basso.

Il rapporto tra Posizione Finanziaria Netta ed EBITDA esprime invece il grado di copertura del MOL sui debiti finanziari e corrisponde al numero di anni che la società impiegherebbe per rimborsare i propri debiti. Tale valore dovrebbe sempre essere inferiore a 6 ed Equinor, nel corso del triennio rispetta tale requisito, tanto che nel 2021, il valore assunto è addirittura inferiore ad uno.

	2021	2020	2019
PFN/EBITDA	0,70	4,29	1,96
PFN/PN	82%	150%	107%
PFN	31.886	50.703	44.099

Tabella 15: la tabella mostra l'evoluzione del rapporto tra PFN ed EBITDA, che esprime il numero di anni in cui la società riuscirebbe a rimborsare i propri debiti e che registra un netto miglioramento nel 2021. Il rapporto PFN su PN è invece un indicatore del livello di rischio associato all'indebitamento, che resta entro la soglia critica del 150% e infine si nota il valore della PFN (espresso in milioni di dollari) che decresce nei tre anni considerati.

3.5 La rendicontazione ESG in Equinor e la Governance of sustainability

In tema di informativa sui temi ESG, il *Sustainability Report 2021* di Equinor è oggetto di relazione distinta rispetto alla relazione sulla gestione ed è stato redatto in conformità agli

standard della *Global Reporting Initiative* (GRI) del 2016, seguendo l'opzione *Core*¹⁴⁶. Il rapporto è parte dell'*Equinor's Communication on Progress* (CoP), che riflette l'adesione di Equinor all'iniziativa dello *United Nations Global Compact* (UNGC)¹⁴⁷. Equinor contribuisce a sei Obiettivi di Sviluppo Sostenibile delle Nazioni Unite (SDG): istruzione di qualità, energia accessibile e pulita, lavoro dignitoso e crescita economica, clima, qualità dell'acqua e collaborazione per il raggiungimento degli obiettivi. Il rapporto è anche in linea con le "*Stakeholder Capitalism Metrics*" elaborate dal *World Economic Forum*¹⁴⁸. Il *Sustainability Report 2021* è stato sottoposto ad una revisione nella forma di "*limited Assurance engagement*", in base alla quale il revisore si limita a constatare la conformità del report allo standard di rendicontazione di riferimento¹⁴⁹.

Equinor, nello specifico, ha identificato quattro priorità di sostenibilità: azzerare le emissioni, proteggere l'ambiente, la cura delle persone e della società e infine governance e trasparenza. La società ha poi determinato nel Report dieci temi materiali con i corrispondenti indicatori di performance, definendo gli obiettivi in merito a ciascun tema materiale. Tali temi materiali sono ordinati in base al grado di intensità col quale Equinor ha un impatto sulla società relativamente a quel determinato tema¹⁵⁰.

Il tema della sostenibilità viene inoltre integrato nella governance di Equinor, in un sistema che vede all'apice la figura del CEO, che è responsabile della gestione quotidiana della

¹⁴⁶ Gli standard GRI prevedono due diverse modalità di redazione del reporting di sostenibilità: l'opzione *Core* e l'opzione *Comprehensive*. Quest'ultima, rispetto alla prima, richiede contenuti addizionali relativi all'integrità, all'etica, alla governance e alla strategia dell'Organizzazione. Da: GRI, 2019. *GRI 101: principi di rendicontazione 2016* [online]. Disponibile su <<https://www.globalreporting.org/standards/media/2121/italian-gri-101-foundation-2016.pdf>> [Data di accesso: 07/12/2022].

¹⁴⁷ L'UNGC è un patto non vincolante delle Nazioni Unite, finalizzato ad incoraggiare le imprese di tutto il mondo ad adottare politiche sostenibili e osservanti la responsabilità sociale d'impresa e a rendere pubblici i risultati delle azioni intraprese. Fonte: <<https://www.unglobalcompact.org/>>. [Data di accesso: 20/12/2022].

¹⁴⁸ Gli "*Stakeholder Capitalism Metrics*" (SCM) del *World Economic Forum* sono informazioni che possono essere utilizzate dai membri IBC (*Forum's International Business Council*) per allineare la loro rendicontazione delle prestazioni rispetto all'ambiente, indicatori sociali e di governance (ESG) e tenere traccia dei loro contributi agli SDG in modo coerente. Le metriche del WEC sono deliberatamente basate sugli standard esistenti, con l'obiettivo di ottenere maggiore comparabilità e coerenza nella rendicontazione sui temi ESG. Fonte: WEC, 2020. *Measuring Stakeholder Capitalism Towards Common Metrics and Consistent Reporting of Sustainable Value Creation* [online]. Disponibile su <https://www3.weforum.org/docs/WEF_IBC_Measuring_Stakeholder_Capitalism_Report_2020.pdf> [Data di accesso: 07/12/2022].

¹⁴⁹ Sarebbe invece preferibile un approccio "*reasonable assurance*", almeno su alcune tipologie di informazioni particolarmente rilevanti. Con tale metodo il revisore rilascia un giudizio di conformità della DNF, al fine di accrescere ulteriormente l'affidabilità dell'informativa.

¹⁵⁰ Il principio di materialità è il fulcro dell'attività di rendicontazione e richiede che la dichiarazione di carattere non finanziario (DNF) consideri tutti gli aspetti rilevanti sia per l'impresa che per gli stakeholder. La prima fase consiste nella selezione dei temi da valutare, processo al quale dovrebbero partecipare figure sia interne che esterne all'azienda. Nel caso della dichiarazione non finanziaria di Equinor, tuttavia, non viene esplicitato se e in quale misura siano stati coinvolti stakeholder esterni alla società nella definizione dei temi materiali da affrontare. Equinor inserisce comunque in alcune sezioni del *Sustainability Report 2021* gli interventi di diversi stakeholder, le cd. "*external voices*", con competenze e nazionalità diverse, al fine di fornire una lettura indipendente delle attività svolte dalla società.

sicurezza dei lavoratori e del tema della sostenibilità di Equinor, oltre che delle decisioni e azioni relative al clima e alla transizione energetica.

Le funzioni a livello di Gruppo rilevanti per la sostenibilità includono la *corporate climate and sustainability function*, la *corporate safety and security function*, la *people and organisation function* e la *finance and control function*; tali funzioni hanno dovere di reporting su rischi e performance verso il comitato esecutivo e il consiglio d'amministrazione e sono coinvolte nel dialogo con i diversi stakeholder.



Figura 9: la figura sopra rappresenta le figure e le funzioni responsabili delle performance e del controllo in tema di sostenibilità di Equinor ASA. All'apice del sistema si trova il CEO che è il responsabile delle attività legate ai temi di *safety, security and sustainability*, mentre ciascuna funzione si occupa del monitoraggio di un aspetto particolare. Infine, la business line si occupa di mettere concretamente in atto gli obiettivi della società in termini di sostenibilità. Fonte: EQUINOR, 2022. *Sustainability Report 2021. Op. cit.* P. 12.

La funzione Corporate Risk, presieduta dal Chief Financial Officer, è responsabile di fornire al comitato esecutivo e al consiglio d'amministrazione un quadro completo, aggiornato semestralmente, dei principali rischi aziendali e l'efficacia delle azioni di aggiustamento; inoltre i temi di *safety, security and sustainability* sono integrati nella valutazione dei principali rischi aziendali e vengono trattati nella maggior parte delle riunioni ordinarie del consiglio d'amministrazione, anche come parte integrante delle decisioni sulla strategia e sugli investimenti futuri.

Il consiglio d'amministrazione, con riferimento alla sostenibilità è assistito da tre sottocomitati che fungono da organi preparatori:

- il comitato per la sicurezza, la sostenibilità e l'etica (SSEC) assiste il consiglio nella supervisione delle politiche e sistemi di sicurezza, protezione, sostenibilità ed etica societaria. Ciò comprende analisi trimestrali dei rischi e delle performance e una revisione annuale del rapporto di sostenibilità;
- il comitato per la remunerazione e lo sviluppo esecutivo (BCC) assiste il consiglio d'amministrazione nel formulare i termini e le condizioni di lavoro dell'amministratore

- delegato, nello stabilire la strategia per la retribuzione dei principali dirigenti di Equinor, includendo i KPI in materia di sostenibilità nell'ambito delle politiche retributive;
- il comitato di audit (BAC) assiste il consiglio d'amministrazione nell'esercizio delle responsabilità di gestione e controllo, inclusa la supervisione dell'attuazione e del rispetto delle aspettative del Gruppo e dei requisiti di condotta etica in materia di rendicontazione finanziaria.

I temi di *safety, security and sustainability* sono poi integrati nel quadro della valutazione e della remunerazione, oltre che dei dirigenti, anche dei dipendenti, attraverso determinati KPI.

L'efficacia della gestione della sostenibilità viene regolarmente valutata dal comitato esecutivo, dal consiglio di amministrazione, dal comitato per la sicurezza, la sostenibilità e l'etica, dalle funzioni aziendali e dalle diverse aree di business, attraverso audit interni ed esterni, verifiche e autovalutazioni. Equinor ha inoltre istituito la Ethics Helpline al fine di incoraggiare la segnalazione di problemi di cattiva condotta agli organi competenti da parte dei dipendenti¹⁵¹.

¹⁵¹ EQUINOR, 2022. Sustainability Report 2021. *Op. cit.* P. 1-15.

3.6 Il Codice di condotta di Equinor

L'attività del Gruppo Equinor si basa sul rispetto del *The Equinor Book* che rappresenta il cuore del sistema di gestione. Esso delinea infatti un quadro comune per il modo di operare del Gruppo; stabilisce inoltre gli standard di comportamento, le prestazioni e la leadership di Equinor. Il *The Equinor Book* prevede il rispetto del Codice di condotta della Società; quest'ultimo sancisce le aspettative, gli impegni e i requisiti della condotta etica di Equinor, al fine di garantire la fiducia verso la società.

Il Codice di Equinor è approvato dal consiglio d'amministrazione e si compone di 5 sezioni principali che riguardano il rispetto del codice di condotta e le figure responsabili, il rispetto dei principi di equità, diversità ed inclusione nei confronti dei lavoratori oltre che il tema della salute e della sicurezza, il modo di condurre gli affari, la gestione del rapporto con i fornitori e i partner, la società e l'ambiente.

Il Codice si applica al consiglio di amministrazione di Equinor, ai soci e ai dipendenti e i temi più importanti del Codice di Condotta riguardano:

- l'anticorruzione: Equinor ha implementato l'*Anti-corruption compliance program* per prevenire la corruzione delle attività commerciali. Il programma riassume le leggi, le politiche e le procedure e identifica gli strumenti disponibili all'interno di Equinor, come le valutazioni dei rischi, il comitato etico e la formazione di dipendenti, dirigenti e terzi;
- l'antiriciclaggio: Equinor rispetta tutte le leggi antiriciclaggio applicabili. Sul tema Equinor ha implementato l'*Anti-money laundering program*;
- le sanzioni: Equinor si impegna a rispettare tutte le sanzioni applicabili, le restrizioni commerciali e i controlli sulle esportazioni nei Paesi in cui opera la società. Equinor valuta di volta in volta se sono necessarie autorizzazioni governative per intraprendere attività commerciali in un determinato Paese e si impegna al rispetto di tali autorizzazioni;
- il rispetto della concorrenza: l'attività di Equinor è svolta in conformità con le leggi sulla concorrenza e antitrust applicabili nei mercati in cui opera;
- i diritti umani: Equinor si impegna a condurre l'attività in modo coerente con i Principi guida delle Nazioni Unite su imprese e diritti umani e con i dieci principi del Global Compact delle Nazioni Unite. Equinor ha inoltre, dal 2020, una propria policy sui diritti umani, la *Human Rights Policy*;
- la prevenzione delle frodi: la società si aspetta che i dipendenti non intraprendano attività fraudolente a vantaggio di sé stessi, di Equinor o di altri e che non utilizzino la

proprietà o le risorse di Equinor a proprio vantaggio o allo scopo di competere con la società;

- la due diligence sull'integrità: Equinor si aspetta che i fornitori e partner commerciali rispettino le leggi applicabili, i diritti umani riconosciuti a livello internazionale e che siano guidati dagli standard etici stabiliti nel Codice di condotta di Equinor quando lavorano per o insieme alla società. A tal proposito Equinor stabilisce rapporti commerciali solo se il rapporto soddisfa i requisiti di *Integrity Due Diligence* (IDD). Il processo IDD include la raccolta di informazioni per capire chi sono le controparti, i loro valori e come viene condotta la loro attività.

Condotte non in linea con quanto previsto dal Codice possono essere oggetto di indagine da parte delle funzioni aziendali responsabili o di esperti esterni. Le misure correttive possono includere la risoluzione del contratto di lavoro e l'intervento delle autorità competenti.

Per garantire la conformità con il Codice e le leggi applicabili Equinor ha istituito la funzione *Etica e compliance*, presieduta dal Chief Ethics and Compliance Officer, che è responsabile della supervisione e della denuncia delle potenziali violazioni.

Oltre a ciò, tutti i dipendenti di Equinor devono confermare elettronicamente ogni anno la comprensione e il rispetto del Codice di condotta e superare un quiz per certificare la propria competenza (cd. "*code certification*"). Infine, Equinor prevede per i propri dipendenti corsi di formazione specifici su vari temi, inclusi l'anticorruzione, l'antitrust, l'antiriciclaggio e le sanzioni¹⁵².

3.7 L'approccio di Equinor alla corporate governance

Equinor ASA è una società per azioni, registrata in Norvegia con quotazione primaria alla Oslo Børs; la struttura di governance del gruppo Equinor è basata sulla legge norvegese e nello specifico Equinor è soggetta alla legislazione del *Norwegian Public Limited Liability Companies Act*. Presso la Borsa di New York sono inoltre quotate ricevute di deposito americane, che rappresentano azioni ordinarie e dunque Equinor è soggetta ai requisiti di quotazione del NYSE e ai requisiti della *US Securities and Exchange Commission*.

Il capitale sociale di Equinor è di NOK 8.144.219.267,50 suddiviso in 3.257.687.707 azioni ordinarie. Il valore nominale di ciascuna azione ordinaria è di NOK 2,50.

¹⁵² EQUINOR, 2022. *Code of Conduct*. Disponibile su <<https://www.equinor.com/about-us/ethics-and-compliance>> [Data di accesso: 07/12/2022].

Il modello di governance adottato da Equinor è quello definito nel corso del Capitolo II come “*dualistico-verticale*” e si basa sull'esistenza di una netta divisione dei ruoli e delle responsabilità tra gli azionisti, il consiglio di amministrazione e il management.

L'assemblea dei soci, come sempre avviene nel modello nordico, è il più alto organo della società, mentre il consiglio di amministrazione ha la responsabilità prevalente della gestione del Gruppo. La figura sotto rappresenta la struttura di governo societario di Equinor, evidenziando quali organi eleggono, nominano e hanno dovere di informativa verso altri organi societari.

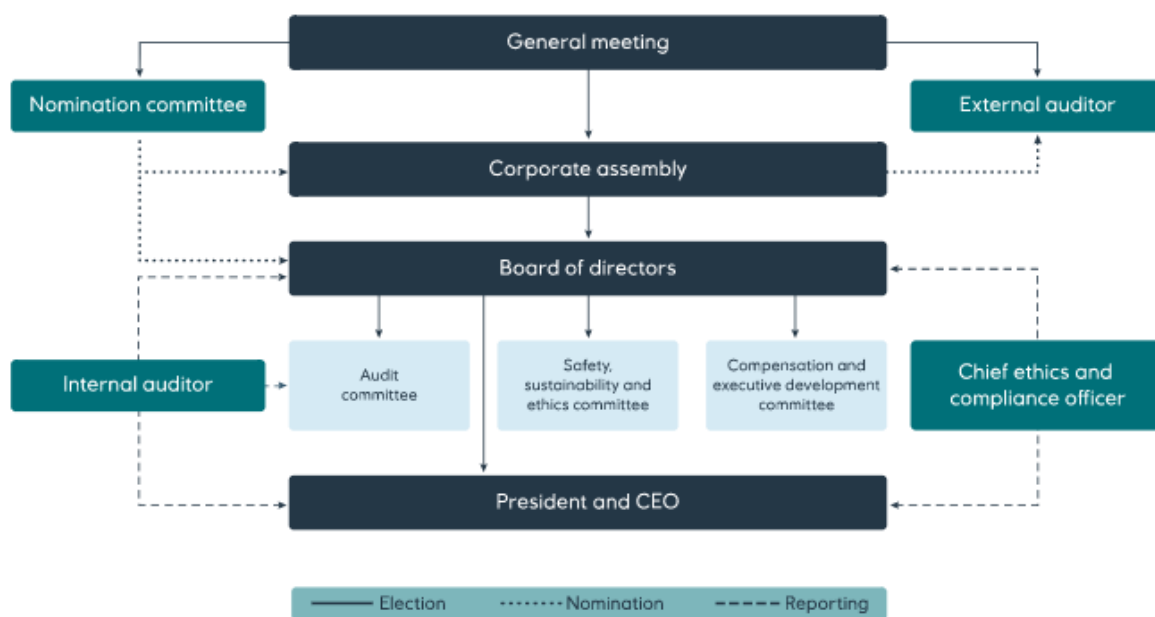


Figura 10: struttura di governo societario di Equinor. All'apice c'è l'assemblea dei soci che elegge il comitato nomine, il revisore esterno e il corporate assembly, che a sua volta elegge il consiglio d'amministrazione, il quale elegge il CEO. Il consiglio d'amministrazione, inoltre, elegge tre comitati che sono l'Audit committee, il Safety, sustainability and ethics committee e il Compensation and executive development Committee. Fonte: <<https://www.equinor.com/about-us/governing-bodies>> [Data di accesso: 11/12/2022].

I seguenti principi riassumono l'approccio di Equinor alla corporate governance:

- tutti gli azionisti devono essere trattati allo stesso modo;
- Equinor assicura che tutti gli azionisti abbiano accesso a informazioni aggiornate, affidabili e pertinenti;
- Equinor ha, come stabilito dalla legge norvegese, un consiglio di amministrazione indipendente dal management. Il consiglio, inoltre, si occupa della prevenzione dei conflitti di interesse tra azionisti, consiglio di amministrazione e il management della società;
- il consiglio di amministrazione basa il proprio operato sui principi di buon governo societario;

- la corporate governance di Equinor è soggetta a revisione periodica e discussione da parte del consiglio di amministrazione.

3.8 La struttura proprietaria di Equinor

Dopo la parziale privatizzazione nel 2001, Equinor, che precedentemente era interamente di proprietà dello Stato norvegese, è stata quotata alle borse di Oslo e New York, assicurandosi un'ampia proprietà internazionale e ha convertito la propria forma giuridica da *private limited liability company* (AS) a *public limited liability company* (ASA).

Equinor ha un'unica classe di azioni e tutte conferiscono pari diritti di voto all'assemblea dei soci.

Lo Stato norvegese è il maggiore azionista con il 67% e la proprietà in Equinor è gestita dal Ministero del Commercio, dell'Industria e della Pesca¹⁵³. Inoltre, lo Stato detiene il 3,4% delle azioni di Equinor indirettamente, attraverso il Folketryfondet, che, come affermato nel Capitolo II, si occupa della gestione operativa del Government Pension Fund Norway.

AZIONISTI	% PROPRIETA'
Governo norvegese	67,0%
Folketryfondet	3,4%
BlackRock Institutional Trust Company N.A.	1,1%
The Vanguard Group Inc.	1,1%
RBC Global Asset Management (UK) Limited	0,8%
Arrowstreet Capital Limited Partnership	0,7%
T. Rowe Price Associates Inc.	0,6%
Schroder Investment Management Ltd (SIM)	0,6%
KLP Fondsforvaltning AS	0,6%
Storebrand Kapitalforvaltning AS	0,5%
DNB Asset Management AS	0,5%
Acadian Asset Management LLC	0,4%
State Street Global Advisors (US)	0,4%
Nuveen LLC	0,4%
Marathon London	0,4%
Capital World Investors	0,4%
Wellington Management Company LLP	0,3%
Fidelity Management & Research Company LLC	0,3%
SAFE Investment Company Limited	0,3%
BlackRock Advisors (UK) Limited	0,3%

Tabella 16: percentuale di proprietà dei 20 principali azionisti di Equinor: lo Stato norvegese è il primo azionista con una percentuale, tra proprietà diretta ed indiretta del 70,4%.

Fonte: <<https://www.equinor.com/investors/our-shareholders>> [Data di accesso: 08/12/2022].

¹⁵³ Come affermato nel corso del Capitolo II, l'utilizzo dei cosiddetti CEMs, tra cui le azioni prive di diritto di voto o a voto multiplo, è poco diffuso in Norvegia, contrariamente ad altri Paesi nordici come Danimarca e Svezia.

Per quanto riguarda la distribuzione geografica degli azionisti di Equinor, la figura sotto mostra la prevalenza degli azionisti norvegesi: sommando infatti la proprietà di privati con quella dello Stato si nota che si arriva ad una percentuale del 76,39%, mentre al secondo posto troviamo gli azionisti di origine statunitense, seguiti da quelli provenienti dal resto d'Europa, dal Regno Unito e solo l'1,35% è di proprietà di azionisti provenienti da altri Stati.

DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA AZIONISTI EQUINOR

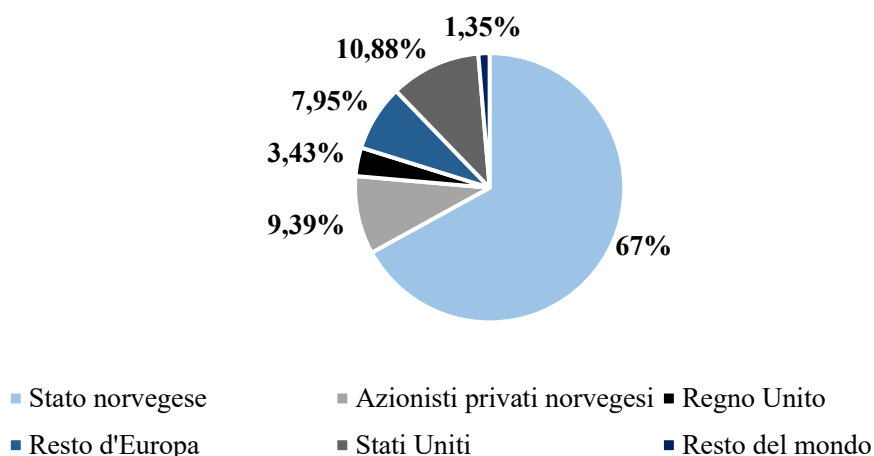


Grafico 2: distribuzione geografica degli azionisti di Equinor ASA. Fonte: <https://www.equinor.com/investors/our-shareholders> [Data di accesso: 08/12/2022].

In conformità con quanto si afferma nello *State Ownership Report 2021*, la motivazione della proprietà in Equinor da parte dello Stato è quella, oltre del massimo ritorno economico possibile, di mantenere una tecnologia leader e un'importante società energetica come Equinor con sede in Norvegia¹⁵⁴.

Lo Storting, ossia il Parlamento norvegese, in relazione alle principali questioni di governo societario, può influenzare Equinor in due modi: in primo luogo, in qualità di proprietario di maggioranza di Equinor e, in secondo luogo, nelle vesti di ente regolatore. La partecipazione dello Stato norvegese in Equinor è gestita dal Ministero del Commercio, dell'Industria e della Pesca, dal 1° gennaio 2022, mentre precedentemente la responsabilità della gestione della proprietà in Equinor era del Ministero del Petrolio e dell'Energia.

Il Ministero è tenuto a decidere come voterà lo Stato norvegese sulle proposte presentate alle assemblee degli azionisti. Tuttavia, in alcuni casi eccezionali, potrebbe essere necessario che il Ministero richieda l'approvazione allo Storting prima di votare su una determinata

¹⁵⁴ Come affermato nel corso del Capitolo II, Equinor appartiene alla Categoria 2 delle Società partecipate dallo Stato norvegese, ossia alla base della motivazione della proprietà c'è il massimo ritorno possibile associato a motivazioni speciali.

proposta; questo, ad esempio, nel caso di emissioni di azioni aggiuntive, qualora tale emissione diluisca significativamente la partecipazione dello Stato norvegese.

Nel 1985, lo Stato norvegese ha istituito lo *State's Direct Financial Interest* (SDFI) attraverso il quale possiede partecipazioni dirette in impianti petroliferi e licenze sulla Norwegian Continental Shelf e le cui risorse sono gestite da Petoro AS, società interamente posseduta dallo Stato¹⁵⁵. Lo Stato norvegese ha infatti una strategia di proprietà coordinata finalizzata alla massimizzazione del valore complessivo derivante dalla sua partecipazione in Equinor congiuntamente alla vendita di petrolio e gas di sua proprietà. Questo è riflesso nell'*Owner's Instruction*, che contiene il requisito che Equinor, nelle sue attività sulla NCS, tenga conto di questi interessi nelle decisioni che possono influenzare l'esecuzione di questo accordo di produzione. Equinor, in particolare è obbligata, in base all'*Owner's Instruction*, a commercializzare e vendere il petrolio e il gas dello Stato norvegese, oltre al proprio¹⁵⁶.

Lo Stato inoltre è proprietario di maggioranza anche in altre società o imprese che soddisfano la definizione di parte correlata. Equinor può partecipare a transazioni con tali società o imprese, attraverso però transazioni che avvengono a condizioni di mercato.

La proprietà dello Stato in Equinor è esercitata in conformità ai principi del Code of Practice e i contatti tra Equinor e lo Stato sono gli stessi degli altri investitori, con la differenza che i contatti della società sono più frequenti con il Ministero, rispetto agli altri azionisti. Gli argomenti discussi includono lo sviluppo economico e strategico di Equinor, la sostenibilità e le aspettative dello Stato in merito a risultati e rendimenti degli investimenti. Tali contatti sono conformi a quanto previsto del Public Companies Act e rispettano il principio di parità di trattamento degli azionisti e della limitazione alla discussione di informazioni privilegiate.

Lo Stato, infine, non ha nominato membri del consiglio d'amministrazione o membri del corporate assembly in Equinor; in qualità di azionista di maggioranza, lo Stato ha invece nominato un membro del Comitato nomine¹⁵⁷.

Infine, è importante notare che lo Stato norvegese, detenendo più di un terzo delle azioni di Equinor, è in grado di impedire qualsiasi modifica statutaria. Inoltre, in qualità di azionista di maggioranza, lo Stato norvegese ha il potere di controllare qualsiasi decisione alle assemblee degli azionisti che richiede il voto di maggioranza, compresa l'elezione della maggioranza del corporate assembly, che ha il potere di eleggere il consiglio di amministrazione.

¹⁵⁵ Lo Stato norvegese detiene partecipazioni in diversi giacimenti di petrolio e gas, oleodotti e impianti terrestri collegati alla piattaforma continentale norvegese attraverso l'interesse finanziario diretto dello Stato (SDFI). Petoro AS gestisce questi interessi. Il compito più importante della Società è quello di ottenere il massimo ritorno possibile per lo Stato da SDFI. L'intero flusso di cassa da SDFI viene trasferito al Government Pension Fund Global. Da <<https://www.petoro.no/home>>. [Data di accesso: 05/01/2023].

¹⁵⁶ EQUINOR ASA, 2022. *Annual Report 2021*. P. 59.

¹⁵⁷ EQUINOR ASA, 2022. *Annual Report 2021*. P. 125.

3.9 L'assemblea dei soci

L'assemblea dei soci è il massimo organo societario; essa ha la funzione di punto di incontro e confronto tra gli azionisti, il consiglio d'amministrazione e il management.

Conformemente a quanto previsto dal Capitolo V del Public Companies Act e già descritto nel corso del Capitolo II, l'avviso di convocazione e i documenti relativi all'assemblea dei soci sono pubblicati sul sito web di Equinor e l'avviso viene inviato a tutti gli azionisti con domicilio noto, almeno 21 giorni prima dell'assemblea. Gli azionisti possono partecipare all'assemblea dei soci sia fisicamente, che attraverso delega o con voto anticipato; inoltre, gli azionisti possono votare per iscritto, anche mediante comunicazione elettronica. L'assemblea dei soci è normalmente aperta e presieduta dal presidente del corporate assembly e qualora egli non venga percepito come imparziale, viene nominata un'altra persona. In assemblea vengono deliberate le seguenti questioni:

- approvazione della relazione del consiglio di amministrazione, del bilancio e qualsiasi dividendo;
- elezione dei rappresentanti degli azionisti del corporate assembly e approvazione della remunerazione di tale organo;
- elezione e approvazione della remunerazione del comitato nomine;
- elezione del revisore esterno e approvazione della sua remunerazione;
- qualsiasi altra questione elencata nell'avviso di convocazione dell'assemblea dei soci.

Tutte le azioni hanno uguale diritto di voto alle assemblee dei soci e le risoluzioni sono normalmente approvate a maggioranza semplice. Tuttavia, il diritto societario norvegese richiede una maggioranza qualificata per alcune delibere, come quelle di rinuncia dei diritti preferenziali in relazione a qualsiasi emissione di azioni, per l'approvazione di fusione o scissione, per la modifica dello statuto o autorizzazione ad aumentare o ridurre la quota capitale. Tali questioni richiedono l'approvazione di almeno due terzi del numero complessivo dei voti espressi, nonché i due terzi del capitale sociale rappresentato in assemblea.

Se richiesto dal corporate assembly, dal presidente del corporate assembly, dal revisore o dai soci che rappresentino almeno il 5% della quota capitale, inoltre, si possono tenere assemblee dei soci straordinarie al fine di deliberare su una questione specifica. In questo caso, il consiglio di amministrazione deve garantire che l'assemblea dei soci straordinaria si tenga entro un mese dalla richiesta, come già visto nel corso del Capitolo precedente.

Per quanto riguarda le deviazioni dal Code of Practice, esso prevede che il consiglio di amministrazione e il presidente del comitato nomine debbano essere presenti alle assemblee dei

soci, al fine di facilitare la funzione dell'assemblea quale mezzo di dialogo tra soci e amministratori. Equinor, invece, non ha ritenuto necessaria la presenza di tutti i membri del consiglio di amministrazione, mentre, il presidente del consiglio di amministrazione, il presidente del comitato nomine, il presidente del corporate assembly, il revisore esterno, l'amministratore delegato e altri membri del management sono sempre presenti alle assemblee dei soci.

3.10 Il comitato nomine

Il comitato nomine si compone di quattro membri che sono azionisti o loro rappresentanti, eletti dall'assemblea annuale degli azionisti. I doveri del comitato nomine sono stabiliti nello Statuto di Equinor e i compiti del comitato nomine consistono nel fornire indicazioni a:

- l'assemblea dei soci annuale per l'elezione dei membri eletti dagli azionisti e membri supplenti del corporate assembly e il loro compenso;
- l'assemblea dei soci annuale per l'elezione e la remunerazione dei membri del comitato nomine;
- il corporate assembly per l'elezione dei membri del consiglio di amministrazione e il loro compenso;
- il corporate assembly per l'elezione del presidente e vicepresidente di tale organo.

Il comitato nomine non è dunque un comitato del consiglio d'amministrazione, ma dipende dall'assemblea dei soci e, conformemente a quanto previsto dalla legge norvegese, vi è nessun componente che è contemporaneamente membro del consiglio d'amministrazione ed è inoltre indipendente dal management della società¹⁵⁸.

Il presidente del consiglio d'amministrazione e l'amministratore delegato sono invitati, pur senza diritto di voto, a presenziare ad almeno una riunione del comitato nomine prima delle sue raccomandazioni finali. Il comitato, inoltre, utilizza regolarmente la competenza di figure esterne nel suo lavoro.

Il presidente del comitato nomine e un altro membro è eletto tra i membri del corporate assembly eletti dagli azionisti.

I membri del comitato nomine sono normalmente eletti per un termine di due anni, e al 2021 sono:

¹⁵⁸ La previsione che il comitato nomine non includa membri del consiglio d'amministrazione è stata inserita con la modifica del 2021 del Norwegian Code of Practice for Corporate Governance, in modo da rendere il comitato nomine maggiormente indipendente ed imparziale, precedentemente invece si apriva la possibilità ad un membro del consiglio di partecipare al comitato.

- il presidente Tone Lunde Bakker, anche presidente del corporate assembly di Equinor;
- Bjørn Ståle Haavik, Direttore Generale del Dipartimento per Affari economici e amministrativi del Ministero norvegese di Petrolio ed energia;
- Jarle Roth, anche membro del corporate assembly di Equinor;
- Berit L. Henriksen, consulente indipendente.

Il comitato per le nomine ha tenuto 21 riunioni ordinarie nel 2021.

3.11 Il corporate assembly

Ai sensi del Public Companies Act, le società norvegesi con più di 200 dipendenti devono eleggere il corporate assembly, salvo diverso accordo tra la società e la maggior parte dei suoi dipendenti.

Equinor ha previsto nel suo statuto un corporate assembly composto da 18 membri, di cui 12 sono nominati dall'assemblea dei soci, mentre sei sono eletti da e tra i dipendenti di Equinor.

Il corporate assembly elegge il proprio presidente e vicepresidente da e tra i suoi membri. I membri del corporate assembly sono normalmente eletti per una durata di due anni e sono tutti residenti in Norvegia. I membri del consiglio di amministrazione e del management non possono far parte del corporate assembly, ma hanno il diritto di partecipare e di intervenire alle riunioni a meno che, in determinati casi, il corporate assembly non decida altrimenti.

I compiti del corporate assembly sono definiti nella sezione 6.37 del Public Companies Act; il corporate assembly elegge il consiglio di amministrazione e il presidente del consiglio. Le sue responsabilità includono la supervisione del consiglio di amministrazione e della gestione dell'azienda da parte dell'amministratore delegato, oltre che deliberare, su proposta del consiglio di amministrazione, su investimenti di notevole entità in relazione alle risorse dell'azienda e prendere decisioni in merito alla razionalizzazione o riorganizzazione delle operazioni che comportano importanti cambiamenti o riallocazione della forza lavoro. Dunque, attraverso il corporate assembly gli obiettivi di lungo termine e la strategia del Gruppo vengono indirizzati da un gruppo più esteso di stakeholder rispetto ai soli azionisti, comprendendo anche i lavoratori.

Il corporate assembly di Equinor ha tenuto quattro riunioni ordinarie nel 2021. L'amministratore delegato e il presidente del consiglio d'amministrazione di Equinor partecipano infatti a tutte le riunioni del corporate assembly e forniscono un aggiornamento sugli ultimi sviluppi societari ad ogni riunione.

3.12 Il consiglio d'amministrazione

Il consiglio d'amministrazione di Equinor si compone di undici membri, eletti dal corporate assembly; quest'ultimo si occupa anche dell'elezione del presidente e del vicepresidente del consiglio. I dipendenti sono rappresentati nel consiglio da tre membri, come richiesto dal Paragrafo 6.37 del Public Companies Act¹⁵⁹; questi, a differenza dei membri eletti dall'assemblea dei soci, hanno dei loro sostituti nel caso in cui non possano presenziare alle riunioni del consiglio.

Il management, in conformità a quanto richiesto dalla Legge norvegese non è presente all'interno del consiglio e i membri sono eletti normalmente per il periodo di un anno, comunque non più di due, coerentemente quindi con quanto affermato nel corso del secondo Capitolo a proposito della durata della carica di amministratore e in conformità a quanto previsto dal Public Companies Act.

Per quanto riguarda le conoscenze possedute dai membri del consiglio essi hanno competenze nel settore petrolifero, del gas, delle energie rinnovabili, del trasporto, delle telecomunicazioni, della normativa, della legislazione in campo ambientale e in campo finanziario; pertanto, la composizione consiliare viene valutata conforme per quanto riguarda l'esperienza, la capacità e la diversità adeguate a occuparsi della strategia, degli obiettivi, delle sfide principali del Gruppo e dell'interesse comune di tutti gli azionisti. Inoltre, tutti i rappresentanti degli azionisti sono considerati dal consiglio indipendenti, in base alla definizione di indipendenza presente nel Code of Practice norvegese.

Sette membri del consiglio sono uomini, quattro membri del consiglio sono donne e tre membri del consiglio sono residenti al di fuori della Norvegia. Nel consiglio di Equinor viene dunque rispettata la norma del Paragrafo 6.11 del Public Companies Act, già illustrata nel corso del Capitolo II, che prevede che nei consigli con più di nove membri entrambi i generi debbano essere rappresentati almeno dal 40% dei membri.

Il consiglio ha tenuto otto riunioni consiliari ordinarie e tre riunioni straordinarie nel 2021 e la partecipazione media alle stesse è stata del 100%, rispettando dunque quanto previsto dalle best practice internazionali che definiscono in 11-12 il numero ideale di riunioni del consiglio nelle grandi imprese quotate¹⁶⁰.

¹⁵⁹ A tal proposito si nota che, poiché il Public Companies Act prevede che un terzo dei membri del consiglio d'amministrazione venga eletto dai dipendenti nelle società con più di 200 dipendenti e in cui è presente il corporate assembly, la scelta di un board con 11 consiglieri minimizza il peso dei rappresentanti dei dipendenti rispetto a consigli composti da 10 o 12 membri.

¹⁶⁰ ZATTONI, A, 2015. *Op. cit.* P. 344.

Il consiglio è responsabile della gestione del Gruppo Equinor e del monitoraggio della gestione quotidiana e delle attività commerciali. Ciò significa che il consiglio deve fare sì che Equinor operi nel rispetto delle leggi, dei regolamenti e dei valori indicati nell'Equinor Book e nel Codice di condotta, oltre che conformemente alle aspettative degli azionisti. Si occupa inoltre di garantire un adeguato presidio del controllo interno e del rischio complessivo della società, inclusi i temi di clima e sicurezza e assicura la corretta organizzazione dell'attività in conformità con lo statuto della società. Se necessario, inoltre, il consiglio impartisce istruzioni e autorizzazioni al CEO che nomina e, nel caso, revoca, oltre a stabilirne termini e condizioni di lavoro.

Il consiglio opera nella direzione di salvaguardare gli interessi di tutti gli azionisti, ma anche degli altri stakeholders, conformemente a quanto previsto dal Public Companies Act e già descritto nel corso del Capitolo II.

Coerentemente a quanto richiesto nel Code of Practice, il consiglio d'amministrazione di Equinor valuta se la propria composizione includa membri che possiedono la capacità di lavorare in team, in modo da rendere il consiglio un organo collegiale che opera efficacemente.

L'Annual Report, conformemente al Code of Practice, fornisce informazioni sui membri del consiglio di amministrazione quali la loro competenza e indipendenza e la loro partecipazione alle riunioni consiliari. Le informazioni sui singoli membri includono dettagli tra cui l'età, la residenza, l'istruzione e l'esperienza lavorativa.

I membri del consiglio d'amministrazione sono Jon Erik Reindharsen, presidente, oltre che del consiglio d'amministrazione, carica che ricopre dal 2017, anche del comitato per la remunerazione e lo sviluppo esecutivo e che detiene altre quattro cariche in altre società, Jeroen van der Veer, membro del CdA dal 2019 e presidente del Comitato di audit e che ha una carica in un'altra società dei Paesi Bassi, Bjørn Tore Godal, membro del consiglio dal 2010 e che è inoltre Presidente dell'Oslo Center's Board of Trustees, Rebekka Glasser, presente nel consiglio dal 2015 e che è nel consiglio di altre sette società, Anne Drinkwater, nel consiglio di Equinor dal 2018, presidente del comitato sicurezza sostenibilità ed etica e membro nel consiglio di un'altra società, Jonathan Lewis, membro dal 2018 e partecipante al consiglio di un'altra società, Finn Bjørn Ruitter, membro dal 2019 e nel CdA di altre cinque società, Tove Andersen, presente nel consiglio dal 2020 e componente in un altro consiglio d'amministrazione, Per Mårten Labraten, nel consiglio dal 2017, che detiene un altro incarico in un'altra società, Hilde MØllerstad, eletta per la prima volta nel 2019 e Presidente del consiglio etico di Tekna ed infine Stig Læggrid, presente dal 2013.

Nel complesso, il numero medio di incarichi in altre società detenuti dai membri del consiglio d'amministrazione in Equinor è di 2,1 incarichi; è da tenere presente, tuttavia che, le

regole di procedura sulle quali si basa il lavoro del consiglio d'amministrazione di Equinor¹⁶¹ non definiscono il numero massimo di incarichi di amministratore compatibili con l'efficace espletamento dell'incarico e ciò rappresenta un limite, in quanto è necessario che gli amministratori accettino il loro ruolo solo qualora abbiano a disposizione tempo sufficiente.

Emerge inoltre che il numero medio di incarichi in altre società detenuti dalle quattro donne presenti nel consiglio d'amministrazione di Equinor è di 2,5, un valore superiore di circa il 35% rispetto al numero di incarichi medi degli uomini, pari all'1,86. Tale circostanza si può ricondurre al fatto che le donne faticano maggiormente rispetto ai colleghi uomini nell'ottenere la visibilità necessaria per essere candidate nei consigli d'amministrazione e pertanto sono meno le donne che riescono ad accedere ai consigli; in questo contesto risultano importanti le iniziative quali il *Female Future*, promosso dall'NHO, di cui si è parlato nel corso del secondo Capitolo.

L'età media, invece del consiglio d'amministrazione di Equinor alla fine del 2021 era di 61,1 anni, superiore dunque all'età media registrata in Europa nel 2013¹⁶².

Il consiglio di Equinor, inoltre, effettua un'autovalutazione annuale del proprio operato e della propria competenza, con input provenienti da varie fonti, anche esterne, in aderenza a quanto previsto dal Code of Practice. In particolare, nella valutazione annuale del consiglio di amministrazione per il 2021, le capacità e le conoscenze sui cambiamenti climatici erano inclusi come componenti chiave, a conferma dell'importanza che Equinor attribuisce a tali tematiche. La relazione di valutazione viene discussa in una riunione consiliare e resa disponibile al comitato nomine. Oltre a ciò, alla fine di tutte le riunioni, il consiglio ha una sessione conclusiva dove viene valutato l'incontro.

Il consiglio ha inoltre adottato un piano annuale di lavoro che viene rivisto con cadenza regolare. Gli elementi ricorrenti del piano annuale sono: sicurezza, protezione, sostenibilità, clima, strategia aziendale, piani aziendali, obiettivi, risultati annuali e trimestrali, rendicontazione annuale, etica, la rendicontazione mensile delle prestazioni del management, remunerazione del management, valutazione della leadership del CEO e del top management e pianificazione della successione, revisione, due discussioni annuali sui principali rischi e una revisione annuale della documentazione che disciplina il governo del consiglio di amministrazione.

Oltre a ciò, il board si occupa regolarmente dei rischi legati al clima e della risposta strategica di Equinor. A tal proposito nel 2021 si è tenuto il secondo seminario per i membri

¹⁶¹ EQUINOR, 2022. *Rules of procedure for the board of directors of Equinor ASA*. Disponibile su <<https://www.equinor.com/about-us/board-of-directors>> [Data di accesso: 30/12/2022].

¹⁶² HEIDRICK & STRUGGLES, 2014. *Op. cit.* P. 26.

del board sulla formazione sul rischio climatico e a marzo il consiglio di amministrazione ha partecipato alla seconda delle due *deep dives* sull'eolico offshore, mentre in giugno il consiglio ha partecipato ad una *deep dive* per l'analisi approfondita delle soluzioni a basse emissioni di carbonio di Equinor, della loro redditività e delle risorse necessarie.

Al fine di favorire l'aumento della conoscenza della società da parte dei consiglieri è infine previsto un programma di *induction* con membri del management che è predisposto per i nuovi membri del consiglio, i quali ricevono informazioni sull'attività del Gruppo e sul lavoro del consiglio di amministrazione. Inoltre, i componenti del consiglio visitano regolarmente le diverse sedi di Equinor¹⁶³.

3.13 Il CEO e il comitato esecutivo

Il CEO, eletto dal consiglio d'amministrazione, ha la responsabilità generale della gestione quotidiana in Equinor e nomina il comitato esecutivo aziendale (CEC).

Il CEO in particolare è responsabile dello sviluppo della strategia aziendale e della sua presentazione al consiglio di amministrazione affinché esso possa deliberare; è inoltre responsabile di mettere in atto la strategia e di attuare una gestione della società orientata alla performance e basata sui valori societari.

I membri del CEC hanno il dovere collettivo di salvaguardare e promuovere gli interessi aziendali di Equinor e di fornire al CEO la migliore base possibile per indirizzare la società, prendere decisioni e monitorare le attività commerciali. Inoltre, ciascuno dei membri del CEC è responsabile di un'area di business o di una funzione aziendale separata.

In particolare, alla fine del 2021, il CEC era composto dai seguenti membri: Anders Opedal, il CEO e presidente, Ulrica Fearn la CFO, Jannicke Nilsson vicepresidente della funzione corporate safety, security and sustainability, Kjetil Hove, vicepresidente dell'area di business Exploration and Production Norway, Al Cook, vicepresidente di Exploration & Production International, Arne Sigve Nylund vicepresidente dell'area di business Projects, Drilling & Procurement, Irene Rummelhoff vicepresidente dell'area business Marketing, Midstream and Processing, Pål Eitrheim vicepresidente dell'area di business Renewables, Carri Lockhart, vicepresidente dell'area business Technology, Digital & Innovation.

¹⁶³ EQUINOR ASA, 2022. Annual Report 2021. *Op. cit.* P. 130-135.

3.14 I comitati del consiglio d'amministrazione

Il consiglio di amministrazione di Equinor ha istituito tre comitati: il comitato di audit; il comitato per la remunerazione e lo sviluppo esecutivo e il comitato sicurezza, sostenibilità ed etica. I comitati preparano gli argomenti da sottoporre all'esame del consiglio e sono composti interamente da membri del consiglio; inoltre, i membri del comitato rispondono al solo consiglio di amministrazione per l'espletamento dei propri compiti.

Per quanto riguarda il comitato di audit esso funge da organo preparatorio del consiglio in relazione alla gestione del rischio, al controllo interno e alla rendicontazione finanziaria. In particolare, il comitato di revisione assiste il consiglio nell'esercitare le proprie responsabilità di supervisione in relazione a:

- il processo di rendicontazione finanziaria e l'integrità del bilancio d'esercizio;
- il controllo interno e i sistemi di gestione del rischio della società;
- l'elezione e le qualifiche, l'indipendenza e la supervisione del lavoro del revisore esterno;
- altri doveri stabiliti nella *Norwegian Public Limited Liability Companies Act* al Paragrafo 6.43 e Regolamento 10A-3 dello *US Securities Exchange Act* e i relativi requisiti di quotazione.

Il comitato di revisione esamina l'efficacia del sistema di monitoraggio del rispetto del Codice di Condotta di Equinor nelle aree pertinenti alle responsabilità del comitato.

Ai sensi della Legge norvegese, il revisore esterno è nominato dagli azionisti all'assemblea dei soci annuale sulla base di una proposta del corporate assembly; in questo contesto il comitato di controllo è responsabile di formulare raccomandazioni in merito alla nomina, riconferma o revoca del revisore esterno.

Il comitato di revisione si riunisce tutte le volte che lo ritiene necessario, normalmente da cinque a sette volte all'anno e nell'esaminare le attività di Equinor può richiedere al CEO o qualsiasi altro dipendente di concedere l'accesso alle informazioni, strutture e assistenza necessaria.

Il lavoro del comitato di controllo, inoltre, non altera in nessun modo la responsabilità del consiglio e dei suoi membri. Il consiglio d'amministrazione elegge almeno tre dei suoi membri per costituire il comitato di audit e ne elegge uno in qualità di presidente. Inoltre, i membri del consiglio d'amministrazione eletti dai dipendenti nominano un membro del comitato di controllo. Il comitato per il controllo ha tenuto sei riunioni ordinarie e due riunioni straordinarie nel 2021.

I ruoli principali, invece, del comitato per la remunerazione e sviluppo esecutivo sono quelli di:

- formulare raccomandazioni al consiglio in tutte le questioni relative alle strategie di remunerazione e ai premi dell'esecutivo, al contratto dell'amministratore delegato, condizioni di lavoro e alla pianificazione della successione;
- consigliare il management della società nel suo lavoro sulla strategia di remunerazione di Equinor per i senior executives;
- rivedere le politiche retributive di Equinor al fine di salvaguardare gli interessi a lungo termine degli azionisti.

Il comitato assiste il consiglio nel definire gli obiettivi relativi alla transizione climatica ed energetica nell'ambito delle politiche retributive per i dirigenti del Gruppo.

Infine, il terzo comitato consiliare, ossia il comitato per la sicurezza, la sostenibilità e l'etica, assiste il consiglio nel rivedere le pratiche e le prestazioni della società in materia di sicurezza, protezione, etica, sostenibilità e clima. A tal proposito vengono svolte revisioni trimestrali del rischio aziendale relativo alle materie trattate dal comitato, compresi i rischi legati al clima e una revisione annuale del bilancio di sostenibilità. Tale comitato ha tenuto cinque riunioni nel 2021.

3.15 Risk management e controllo interno

Equinor si occupa della gestione del rischio così da garantire che le operazioni e le attività commerciali vengano condotte, in conformità con gli standard esterni e interni e in modo da ottenere la creazione del massimo valore possibile.

Il consiglio di amministrazione sovrintende al controllo interno della società e alla gestione complessiva del rischio e attraverso il comitato di revisione, riesamina e monitora l'efficacia delle politiche della società al riguardo.

Il consiglio, il comitato per il controllo e il comitato per la sicurezza, la sostenibilità e l'etica, insieme, monitorano e valutano i rischi, inclusi quelli legali, regolamentari, finanziari, di sicurezza, protezione, sostenibilità, climatici e le misure di controllo messe in atto per gestirli. Due volte all'anno, il consiglio riceve ed esamina una valutazione di tutti i principali rischi aziendali, i rischi emergenti e discute il profilo di rischio dell'azienda.

Il management di Equinor è invece responsabile della creazione e del mantenimento di un adeguato controllo interno sull'informativa finanziaria. Il controllo interno sulla rendicontazione finanziaria è sottoposto alla supervisione dell'amministratore delegato e del Chief Financial Officer, al fine di fornire una ragionevole garanzia per quanto riguarda

l'affidabilità dell'informativa finanziaria e della conformità con gli *International Financial Reporting Standards* (IFRS), così come emanati dall'*International Accounting Standards Board* (IASB).

3.16 La remunerazione del consiglio d'amministrazione e del corporate assembly

La remunerazione del consiglio d'amministrazione e dei suoi comitati è decisa dal corporate assembly ed è basata sulle raccomandazioni fornite dal comitato nomine.

I membri del consiglio hanno una retribuzione fissa, ad eccezione dei membri supplenti, che come affermato anche in precedenza, sono eletti solo per i membri rappresentanti dei dipendenti e che percepiscono un compenso in base al numero di riunioni a cui hanno partecipato. Per il presidente, il vicepresidente e taluni altri membri la remunerazione viene fissata separatamente. Vengono poi stabilite delle remunerazioni separate anche per i comitati consiliari, con simile differenziazione tra il presidente e gli altri membri di ciascun comitato. Inoltre, i membri eletti dai dipendenti del consiglio ricevono la stessa remunerazione dei membri eletti dagli azionisti.

Equinor non ha previsto né share né option programmes o strutture simili, in quanto come affermato anche nel Code of Practice, esse avrebbero l'effetto di indebolire l'indipendenza del consiglio d'amministrazione¹⁶⁴.

¹⁶⁴ NCGB, 2021. *Op. cit.* P. 44.

Members of the board (values in USD thousand, except number of shares)	Total remuneration	Share ownership
Jon Erik Reinhardsen (chair of the board)	119	4.584
Jeroen van der Veer (deputy chair of the board)	98	6.000
Bjørn Tore Godal	70	-
Rebekka Glasser Herlofsen	66	220
Anne Drinkwater	82	1.100
Jonathan Lewis	70	-
Finn Bjørn Ruyter	77	620
Tove Andersen	59	4.700
Employee elected members of the board		
Per Martin Labråten	66	2.642
Stig Læg Reid	59	125
Hilde Møllerstad	66	5.234

Tabella 17: retribuzione per ciascun membro del consiglio di amministrazione di Equinor al 2021, con distinzione dei membri eletti dai dipendenti e numero di azioni per ciascun consigliere.

Nel corso del Capitolo II (cfr. Tabella 8) si era detto che la retribuzione media in Norvegia, nel 2020, era di €69.385 (cioè \$82.083) per il presidente del consiglio d'amministrazione, pertanto quella di Equinor, con riferimento al 2021 risulta più alta del 45% circa. Allo stesso modo, la retribuzione media per i consiglieri nella Tabella 8 del Capitolo II per la Norvegia risultava essere di €45.723 (ossia \$54.091), mentre calcolando la media aritmetica delle remunerazioni in Tabella dei consiglieri, escluso il presidente, si ottiene un valore di \$71.300 superiore quindi del 32% circa. Fonte: EQUINOR ASA, 2022. Annual Report 2021. *Op. cit.* P. 147.

Il fatto che la maggioranza dei consiglieri di Equinor detenga delle azioni della società può contribuire, in base a quanto affermato anche dal Code of Practice, a creare un interesse finanziario comune tra azionisti e i membri del consiglio di amministrazione.

Il compenso del corporate assembly è invece determinato dall'assemblea degli azionisti, su raccomandazione del comitato nomine. I membri hanno un compenso fisso annuo, salvo i membri supplenti che percepiscono un compenso per ogni riunione. Vengono fissate tariffe separate per il presidente del corporate assembly, vicepresidente e per altri membri; inoltre, i dipendenti eletti tra i membri del corporate assembly ricevono lo stesso compenso dei membri eletti dagli azionisti. La remunerazione nel 2021, per ciascun membro del corporate assembly di Equinor è stata di \$6.000¹⁶⁵.

3.17 La remunerazione del CEO

Ogni anno vengono stabiliti degli obiettivi di performance individuali per il CEO e i vicepresidenti esecutivi. Il consiglio, infatti, decide annualmente una serie di obiettivi strategici e KPI che costituiranno la base per la valutazione del business; questi KPI e obiettivi sono resi noti nella relazione annuale sulla remunerazione. Essi, ad esempio, sono la frequenza di incidenti gravi, intensità di CO2 per il portafoglio upstream, efficienza di produzione, ROACE

¹⁶⁵ EQUINOR ASA, 2022. Annual Report 2021. *Op. cit.* P. 148.

relativo, ecc. Il consiglio d'amministrazione stabilisce, inoltre, come tali obiettivi debbano essere raggiunti; infatti, l'amministratore delegato e i vicepresidenti esecutivi hanno obiettivi comportamentali collegati a temi prioritari come la sicurezza e la compliance, l'empowerment, la diversità e l'inclusione, la collaborazione, la sostenibilità e il clima. Questo approccio che prevede un'ampia serie di obiettivi riduce la probabilità che le politiche retributive possano incentivare l'assunzione di rischi o avere altri effetti avversi.

Nello specifico la remunerazione di Equinor per il comitato esecutivo aziendale è costituita dai seguenti elementi fondamentali:

- remunerazione fissa;
- retribuzione variabile, che comprende la retribuzione variabile annuale (AVP) e gli incentivi a lungo termine (LTI);
- benefici: principalmente pensione, assicurazione e piano di risparmio azionario.

La retribuzione annuale variabile non deve superare il 50% del salario base e l'assegnazione annuale di incentivazione a lungo termine (LTI) deve essere al massimo il 70% dello stipendio base.

Per quanto riguarda il primo componente, ossia il salario base, esso ha l'obiettivo di attrarre e mantenere il personale nella società, fornendo un livello di retribuzione competitivo. I livelli salariali base dipendono dalla responsabilità individuale, dalla performance e dal contributo al raggiungimento degli obiettivi aziendali. Lo stipendio base è inoltre normalmente soggetto a revisione annuale.

Con riferimento, invece, alla retribuzione variabile annuale (AVP), essa ha l'obiettivo di sostenere la cultura dell'orientamento alla performance e il contributo individuale alla strategia aziendale. La valutazione degli obiettivi definiti nel contratto di prestazione individuale, compresi i KPI, costituisce infatti la base per la variabile annuale da pagare.

I membri del comitato esecutivo aziendale nell'anno 2022 hanno avuto diritto ad una retribuzione variabile annua compresa tra lo 0 e il 45% del loro stipendio base. Il valore dell'obiettivo, che riflette performance soddisfacenti in base agli obiettivi concordati è del 25%. La società si riserva poi il diritto di recuperare tutto o parte del bonus annuale, se i dati di performance sono successivamente ritenuti errati.

Per quanto concerne invece gli incentivi di lungo termine (LTI), essi sono mirati a rafforzare l'allineamento del top management con gli interessi a lungo termine degli azionisti. Per i membri del comitato esecutivo aziendale, gli LTI sono calcolati come quota dello stipendio base. Nello specifico, la società acquisisce, a nome del partecipante, quote pari all'importo netto annuo della sovvenzione; le azioni sono soggette a blocco triennale e poi rilasciate a disposizione del partecipante. Se gli obblighi di lock-in non sono rispettati,

l'esecutivo deve rimborsare il valore delle azioni vincolate limitatamente al valore lordo dell'importo della sovvenzione. Il livello della ricompensa annuale LTI per i membri CEC di Equinor è nel range del 25-30% del salario di base. Infine, alla sovvenzione annuale si applicano i principi di soglia, mentre non si applica il modificatore di performance aziendale.

Per quanto riguarda il valore soglia, esso viene implementato da Equinor per garantire che non venga concessa nessuna, oppure venga ridotta la retribuzione variabile, se la performance finanziaria della società è critica. La soglia finanziaria, come detto sopra, è applicabile per il pagamento del compenso variabile annuo e l'assegnazione del contributo LTI.

Il valore soglia dipende dai seguenti parametri:

- 1) flusso di cassa generato dall'attività operativa al netto delle imposte e prima delle voci del capitale circolante;
- 2) indice di indebitamento netto e sviluppo;
- 3) prestazioni operative e finanziarie complessive della società.

Per quanto riguarda invece il modificatore di performance aziendale, esso è applicato nel calcolo della retribuzione variabile. La prestazione dell'azienda sarà valutata su due misure ponderate: rendimento totale relativo dell'azionista (TSR) e rendimento relativo sul capitale investito medio (ROACE). I risultati di queste due misure di performance vengono poi confrontati ai peers di Equinor per determinarne il posizionamento.

Members of the corporate executive committee (figures in USD thousand) ^{1), 2)}	Fixed remuneration				Variable remuneration			Extra-ordinary items	Pension expenses ³⁾	Total remuneration	Proportion of fixed and var remuneration
	Base salary	Fees			One-year variable AVP ⁵⁾	Multi-year variable LTI ⁷⁾	SSP ⁸⁾				
		Fixed salary addition ³⁾	Other fees ⁴⁾	Fringe benefits ³⁾							
Anders Opedal	1,071	193	84	22	493	159	4	0	30	2,055	68% / 32%
Irene Rummelhoff	469	85	55	10	201	58	14	0	31	924	70% / 30%
Arne Sigve Nylund	496	0	45	33	212	61	0	0	152	1,000	73% / 27%
Jannicke Nilsson	388	70	69	42	160	48	14	0	39	830	73% / 27%
Pål Eitrheim	400	72	33	19	200	46	0	0	25	796	69% / 31%
Alasdair Cook ^{12), 13)}	765	0	163	60	564	347	13	0	0	1,912	52% / 48%
Kjetil Hove	478	86	60	35	258	43	13	0	32	1,004	69% / 31%
Carri Lockhart ^{11), 13)}	307	112	216	70	227	199	8	0	46	1,184	63% / 37%
Ulrica Fearn ¹¹⁾	367	0	299	106	163	48	0	0	11	993	79% / 21%
Siv Helen Rygh Torstensen ¹¹⁾	197	35	22	1	81	20	5	0	17	378	72% / 28%
Ana Fonseca Nordang ¹¹⁾	204	37	26	5	84	18	4	0	14	393	73% / 27%
Svein Skeie ¹¹⁾	144	21	16	1	45	12	5	0	14	257	76% / 24%
Tore Løseth ¹¹⁾	116	17	17	10	27	10	4	0	10	210	81% / 19%

Figura 11: remunerazione fissa e variabile per ciascun membro del comitato esecutivo aziendale di Equinor, con riferimento all'anno 2021. In media circa un terzo della remunerazione per ciascun membro è costituito dalla parte variabile. Fonte: Equinor, 2022. *Annuale Report 2021. Op. cit. P. 160.*

La società offre inoltre un piano pensionistico professionale e un piano assicurativo in linea con i mercati locali e prevede dei programmi di risparmio azionario per i dipendenti, che sono mirati ad allineare gli interessi dei dipendenti e degli azionisti, oltre che favorire la creazione di valore a lungo termine. I partecipanti al programma, nello specifico, possono acquistare azioni fino al 5% dello stipendio base. Infine, i membri del comitato esecutivo aziendale hanno benefici in natura come l'auto aziendale e controlli sanitari.

3.18 Il revisore esterno

La società di revisione esterna di Equinor è indipendente ed è nominata dall'assemblea degli azionisti; il revisore esterno di Equinor è Ernst & Young AS e si occupa di pubblicare una relazione, in conformità alla legge, ai regolamenti e agli standard di revisione contabile generalmente accettati in Norvegia, compresi gli standard internazionali di Auditing e che include i pareri sul Bilancio consolidato e il Bilancio della capogruppo. Il compenso del revisore esterno è approvato dall'assemblea degli azionisti.

Il comitato di controllo è responsabile di garantire che la società sia soggetta a un audit esterno ed interno indipendente ed efficace, secondo le istruzioni per il comitato di audit approvate dal consiglio di amministrazione. Ogni anno, il revisore esterno presenta un piano al comitato di audit per l'esecuzione del lavoro del revisore esterno. Il revisore esterno partecipa inoltre alla riunione del consiglio che si occupa della preparazione dei bilanci annuali e partecipa anche alle riunioni dal comitato di audit. Il comitato di audit prende in esame tutte le

relazioni del revisore esterno, prima che esse vengano sottoposte al consiglio di amministrazione.

Il comitato di audit valuta e formula raccomandazioni al consiglio di amministrazione, al corporate assembly e all'assemblea degli azionisti in merito alla scelta del revisore esterno, valutandone le capacità, la disponibilità e il compenso richiesto. Il comitato è infine responsabile di garantire che il revisore esterno soddisfi i requisiti in Norvegia e nei Paesi in cui Equinor è quotata¹⁶⁶.

3.19 Equinor e il modello di corporate governance norvegese

Nei precedenti paragrafi del Capitolo si è avuto modo di analizzare la strategia, la situazione economico-patrimoniale e finanziaria e la struttura di governance di Equinor ASA. Con riferimento a quest'ultimo aspetto è emersa con forza la caratteristica fondamentale del modello di corporate governance norvegese, ossia la capacità degli azionisti e in particolare degli azionisti di maggioranza, attraverso l'assemblea dei soci, di esercitare la massima autorità sulla società, grazie al principio di maggioranza; infatti, tramite l'assemblea, i soci possono deliberare su qualsiasi questione presente nell'avviso di convocazione dell'assemblea e indirizzare le principali decisioni strategiche. Oltre a ciò, è compito dell'assemblea dei soci nominare i membri rappresentanti degli azionisti del corporate assembly che si occupa dell'elezione del consiglio d'amministrazione e l'assemblea dei soci può sostituire i membri del consiglio di amministrazione in qualsiasi momento durante il loro mandato, senza obbligo di motivazione. Ciò fa sì che la maggioranza degli azionisti, abbia un potere superiore sulla gestione societaria che è responsabilità del consiglio di amministrazione e dell'amministratore delegato, nominato invece dal consiglio. In ogni caso, per evitare il rischio di abusi è previsto anche un sistema di protezione delle minoranze, come già detto nel corso del Capitolo II, teso a bilanciare tale potere, ad esempio, attraverso la previsione della maggioranza rafforzata per le modifiche dello statuto.

Un'altra caratteristica importante nella governance di Equinor è il fatto che l'azionista di maggioranza è lo Stato, rappresentato nel comitato nomine. A tal proposito si è avuto modo di constatare quanto già visto nel corso del Capitolo II, ossia l'esercizio della proprietà in maniera sempre più attiva da parte degli azionisti di maggioranza, compreso lo Stato, che definisce le aspettative per le società partecipate in merito a temi quali la corporate governance e la responsabilità sociale d'impresa nello *State Ownership Report* ed inoltre, il Ministero

¹⁶⁶ EQUINOR ASA, 2022. *Annual Report 2021*. Op. cit. P. 176

dell'Industria, del Commercio e della Pesca ha contatti più frequenti con la società, rispetto agli altri investitori.

Inoltre, il fatto che lo Stato sia il principale azionista ha un impatto sulle finalità perseguite da Equinor, che si riscontra ad esempio nell'attenzione rivolta al tema ambientale e sociale che compaiono tra i pilastri della sua strategia e tra i KPI che influenzano la parte variabile della remunerazione del CEO e del comitato esecutivo. Inoltre, il tema della sostenibilità è integrato nella governance di Equinor, che vede tra le competenze possedute dai consiglieri d'amministrazione anche quelle in materia di *sustainability* ed ha istituito un comitato endoconsiliare apposito.

Il ruolo dello Stato come principale azionista, che detiene partecipazioni sia per via diretta che indiretta, condiziona anche la strategia attuata da Equinor che nello svolgere la propria attività deve rispettare l'*Owner's Instruction* e dunque la società è tenuta a vendere anche il petrolio e il gas di proprietà dello Stato e deve tenere conto degli interessi statali nella sua attività presso la North Continental Shelf. L'interesse a lungo termine dello Stato nella società comporta, infine, un'attenzione particolare al tema della gestione del rischio, che viene valutato non soltanto dal consiglio d'amministrazione della società, ma periodicamente anche dallo Stato, come affermato nel corso del Capitolo II.

Un altro aspetto rilevante nell'analisi della governance di Equinor è che il consiglio d'amministrazione nel suo operato deve tenere conto di tutti gli stakeholder rilevanti. L'allargamento della prospettiva del consiglio d'amministrazione è reso possibile dal fatto che un terzo dei suoi membri è eletto da e tra i dipendenti.

Il corporate assembly è poi l'organo che si occupa di deliberare in merito ad investimenti di particolare consistenza o che comportano la riallocazione della forza lavoro e dunque, attraverso il coinvolgimento dei lavoratori, la definizione della strategia di lungo termine di Equinor viene allargata ad un gruppo più esteso di stakeholder rispetto ai soli azionisti.

Un ulteriore aspetto della governance di Equinor conforme a quanto visto a livello teorico nel Capitolo II e a quanto previsto dal Code of Practice, è il fatto che il consiglio d'amministrazione di Equinor ha un ruolo sia di gestione della società che di supervisione sull'operato del CEO e sulle attività della società in generale e il management non è presente nella composizione del consiglio. La funzione esecutiva è quindi demandata al CEO, eletto dal consiglio d'amministrazione, che si occupa della gestione quotidiana della società. Il CEO non fa parte del consiglio d'amministrazione, in conformità a quanto previsto dal Public Companies Act, al fine di rendere il consiglio indipendente dal top management.

Un'ulteriore peculiarità della composizione del consiglio d'amministrazione norvegese che ritroviamo in Equinor è la presenza di entrambi i generi tra i componenti e nello specifico

nel consiglio di Equinor le donne sono tre, conformemente quindi alle quote richieste dal Public Companies Act, situazione che favorisce la diversità necessaria al consiglio per lavorare efficacemente.

In conclusione, dunque, l'analisi del caso Equinor ha consentito di mettere a fuoco il modello di corporate governance dualistico-verticale di cui si è parlato nel corso del Capitolo secondo e che è il modello di corporate governance norvegese che caratterizza le società che decidono di costituire il corporate assembly e si è avuto modo di guardare più concretamente alla divisione dei ruoli e delle responsabilità tra i diversi organi societari che caratterizzano il modello di governo adottato dalle società norvegesi.

Conclusione

Nel corso dei precedenti Capitoli si è dato spazio al tema del dibattito sulla convergenza dei diversi modelli di capitalismo. Si è detto come in Europa, negli ultimi anni, i principali Paesi industrializzati abbiano intensificato gli sforzi per giungere alla condivisione di principi di corporate governance tra loro coerenti e come, nonostante ciò, le differenze tra i diversi modelli di capitalismo siano ancora evidenti. Questo tentativo di uniformazione, congiuntamente al fatto che il dibattito europeo sulla corporate governance negli ultimi anni ha fatto sempre più emergere l'importanza di azionisti attivi e con una visione a lungo termine delle società da loro partecipate ha portato alla crescente attenzione verso il cosiddetto "*modello nordico*" che raggruppa la Danimarca, la Finlandia, la Norvegia e la Svezia.

Il modello di corporate governance nordico si caratterizza innanzitutto per i forti poteri conferiti ai soci di maggioranza nel controllo della società e allo stesso tempo per il sistema di protezione offerto agli azionisti di minoranza per bilanciare tale potere ed evitare abusi. Tale sistema, quindi, fornisce agli azionisti gli strumenti per assumersi una responsabilità di lungo termine verso la società. Il mezzo principale a questo fine è una struttura di governo societario che prevede una chiara distinzione di ruoli e responsabilità tra l'assemblea dei soci, il consiglio d'amministrazione e il management.

L'assemblea dei soci detiene il più alto potere decisionale sulla società ed è in cima ad una catena di controllo gerarchica dove ciascun organo è strettamente subordinato a quello superiore. L'assemblea dei soci elegge il consiglio d'amministrazione, il quale, esclusi i rappresentanti dei lavoratori, è composto quasi esclusivamente da consiglieri non esecutivi ed è investito da ampi poteri gestori, pur potendo essere revocato in qualsiasi momento dagli azionisti, così da rafforzare la responsabilità dei consiglieri verso gli azionisti. Allo stesso modo l'esecutivo viene eletto e revocato dal board, ancora una volta garantendo l'esistenza di una rigorosa gerarchia.

Inoltre, specialmente nelle società dove la proprietà è maggiormente concentrata, gli azionisti prendono parte sempre più attivamente al governo della società, ad esempio partecipando alle riunioni del consiglio e mantenendo contatti continui con il board. Il dialogo tra azionisti e board è funzionale anche a far sì che il board, attraverso le proprie conoscenze e competenze, estenda il proprio indirizzo strategico anche nei confronti degli stessi azionisti, facendosi promotore di nuove regole organizzative che risultino più idonee a perseguire la finalità d'impresa.

Adottando una definizione allargata di corporate governance, si è passati poi a descrivere più nel dettaglio le caratteristiche fondamentali del modello di corporate governance norvegese. In particolare, l'analisi si è focalizzata sullo studio delle società quotate, che gestiscono la quota più rilevante degli asset del Paese e sono responsabili della maggior parte del valore creato e il cui sistema di governo è disciplinato dal *The Norwegian Public Limited Liability Companies Act* e dal *The Norwegian Code of Practice for Corporate Governance*.

In Norvegia la struttura di governo societario è maggiormente complessa che altrove a causa della presenza, oltre all'assemblea dei soci, al board e al management di un quarto organo, il corporate assembly, obbligatorio per le società con più di 200 dipendenti, con la possibilità delle società di stipulare un accordo con la maggior parte dei dipendenti per non costituirlo, traslando le sue funzioni al board.

Il corporate assembly rappresenta un modo di coinvolgere i lavoratori nel governo societario. Esso, infatti, è costituito da due terzi dei membri che sono eletti dall'assemblea dei soci, mentre un terzo è eletto da e tra i dipendenti. Il corporate assembly ha poi la funzione di nominare il board, monitorare la gestione della società da parte del board e dell'amministratore delegato e adotta risoluzioni in materia di investimenti che richiedono un particolare sforzo in termini di risorse o operazioni che comportano la riorganizzazione della forza lavoro.

A tal proposito, la cooperazione tra le imprese e i diversi stakeholders è sempre più riconosciuta come un aspetto necessario per la sostenibilità sociale e ambientale e per la redditività a lungo termine delle imprese. Dunque, la tradizione di dialogo coi dipendenti e la tendenza alla negoziazione risulta una fonte di vantaggio competitivo per le imprese norvegesi. La cultura sociale e politica della Norvegia hanno infatti dato vita ad un clima favorevole al compromesso e alla cooperazione e il modello ha dato ai dipendenti un'influenza rilevante nel governo societario. Ciononostante, è da rilevare che è frequente la stipulazione di accordi di rinuncia alla cogestione tra le imprese e i dipendenti, per via della forte influenza che le prime riescono ad avere sulle organizzazioni sindacali e, rispetto al modello renano, la forza della codeterminazione è inferiore, a causa della maggiore influenza che gli azionisti di maggioranza esercitano sulla società.

Nel 2021 è stata poi apportata un'importante modifica alla seconda sezione del Norwegian Code of Practice dove si afferma che il consiglio di amministrazione dovrebbe definire obiettivi, strategie e profili di rischio chiari per la società in modo tale che l'azienda crei valore per gli azionisti *in modo sostenibile*. Con la modifica quindi si introduce l'indicazione teleologica del successo sostenibile e questa modifica della *corporate purpose* si può ritenere sia stata spinta anche dalle crisi globali che hanno caratterizzato gli ultimi anni, quali la pandemia e il *climate change*.

Il board ha un ruolo fondamentale nell'integrazione tra sostenibilità e creazione del valore e per questo l'NCGB ha chiarito che la composizione del consiglio deve soddisfare le necessità dell'azienda in termini di competenza, capacità e diversità e si deve garantire che il consiglio possa funzionare efficacemente come corpo collegiale e che possa operare in modo indipendente, escludendo dalla sua composizione il management.

Un passo importante verso la diversità all'interno dei board norvegesi è stata l'introduzione, nel 2006, della Legge sul gender balance. Al di là di aver aumentato la quota di donne nei consigli, essa ha ampliato il suo effetto facendo in modo che per l'elezione dei membri del consiglio si guardasse anche al di fuori dei tradizionali "old boys' club", favorendo una selezione dei candidati basata sull'istruzione e sulle qualifiche formali e che quindi aiuta il perseguimento della creazione di valore sostenibile a cui si è fatto riferimento in precedenza.

Nel terzo capitolo si è poi analizzato il caso di Equinor ASA, la società norvegese più grande in termini di capitalizzazione. Equinor, operante principalmente nel settore del gas e del petrolio, vede come suo azionista più rilevante lo Stato che è rappresentato nel comitato nomine e che possiede azioni di Equinor sia direttamente che indirettamente.

La società basa la propria strategia futura sull'attuazione del piano di transizione energetica che vede un'ottimizzazione nelle attività inerenti gas e petrolio e un'estensione dell'attività nelle rinnovabili, assieme all'implementazione di soluzioni *low carbon*.

Equinor, conformemente a quanto previsto dal Public Limited Liability Companies Act, ha istituito il corporate assembly, mentre il board, che non vede nella sua composizione il management di Equinor, ha sia funzioni gestorie che di supervisione sull'operato del CEO e deve tenere conto oltre che degli interessi degli azionisti, anche di quelli degli altri stakeholder rilevanti. L'allargamento della prospettiva del consiglio d'amministrazione è reso possibile anche dal fatto che un terzo dei suoi membri è eletto da e tra i dipendenti.

Il fatto che il principale azionista sia lo Stato e dunque non un semplice azionista, ma un azionista che rappresenta diversi stakeholders e che esso eserciti sempre più attivamente la proprietà, definendo le aspettative in merito a Equinor e discutendole con la società, ha un impatto sulle finalità perseguite, che si riscontra ad esempio nell'attenzione rivolta al tema ambientale e sociale che compaiono tra i pilastri della strategia e tra i KPI che influenzano la parte variabile della remunerazione del CEO e del comitato esecutivo. Inoltre, il tema della sostenibilità è integrato nella governance di Equinor che ha istituito un comitato endoconsiliare apposito.

Da tale analisi emerge quindi una notevole differenza tra la Norvegia e gli Stati Uniti sulla visione dello Stato e del ruolo che dovrebbe assumere: se infatti l'economia di libero

mercato statunitense posiziona il governo al di fuori dell'agenda di CSR, in Norvegia è lo Stato, principale azionista di molte delle più grandi società, a guidare l'agenda CSR.

Si è anche visto come la Norvegia, grazie al *Government Pension Fund Global*, sia in grado di influenzare le pratiche di governance delle società a livello mondiale, come ha fatto ad esempio nel caso delle quote rosa nei consigli d'amministrazione. Pertanto, parte della letteratura auspica che la Norvegia, acceleri il processo di implementazione della corporate sustainability, in modo da favorire il diffondersi di tali pratiche a livello internazionale.

D'altro canto, se il modello norvegese può essere d'ispirazione anche per altri Paesi è però opportuno che ogni singola organizzazione scelga di adottare delle pratiche di governance che si adattino alla propria cultura e al contesto in cui opera.

Bibliografia

ADAMS, R., e FUNK, P., 2011. Beyond the Glass Ceiling: Does Gender Matter?. *Finance Working Paper* [online]. N. 273. Disponibile su <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1475152> [Data di accesso: 11/01/2023].

AGUILERA, R.V., GOYER, M., e KABBACH DE CASTRO, L.R., 2012. *Regulation and comparative corporate governance*. In: WRIGHT, M., et al., 2012. *Handbook of Corporate Governance*. Prima Edizione. Oxford: Oxford University Press. P. 26.

AHERN, R., K., e DITTMAR, A., K., 2012. The changing of the boards: the impact on firm valuation of mandated female board representation. *Quarterly Journal of Economics* [online], vol. 127 n.1, pp. 137-197. Disponibile su <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1364470> [Data di accesso: 11/01/2023].

BEBCHUK, L.A., e ROE, J.M., 1999. A Theory of Path Dependence in Corporate Governance and Ownership. *Stanford Law Review* [online], vol.52. n.1, pp. 127-170. Disponibile su <<http://www.law.harvard.edu/faculty/bebchuk/pdfs/1999.Bebchuk-Roe.Path.Dependence.pdf>> [Data di accesso: 05/06/2022].

BECHT, M., BOLTON, P., e RÖELL, A., 2005. Corporate Governance and Control. *ECGI Working Papers Series in Finance* [online]. N. 02/2002, aggiornato nel 2005, p.7. Disponibile su <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=343461> [Data di accesso: 17/04/2022]

CONSOB, 2022. *Rapporto CONSOB sulla corporate governance delle società quotate italiane* [online]. P. 44. Disponibile su <<https://www.consob.it/web/area-pubblica/rapporto-sulla-corporate-governance>> [Data di accesso: 30/05/2022].

CUERVO-CAZURRA, A., e AGUILERA, R., V., 2004. Codes of Good Governance Worldwide: What is the Trigger?. *Organization Studies* [online], vol. 25. n. 3. Disponibile su <https://www.researchgate.net/publication/228285510_Codes_of_Good_Governance_Worldwide_What_Is_the_Trigger/link/09e415118eb87855e0000000/download> [Data di accesso: 03/06/2022].

DELOITTE, 2021. *Social Progress Index analyzing the quality of life and social wellbeing: Romania climbs one position on the 44th place in the global ranking, but remains the last among EU countries* [online]. Disponibile su <<https://www2.deloitte.com/ro/en/pages/about-deloitte/articles/studiu-privind-calitatea-vietii-si-bunastarea-sociala-romania-urca-o-pozitie-si-ajunge-pe-locul-44-in-clasamentul-mondial-dar-ramane-pe-ultimul-loc-intre-statele-membre-ale-uniunii-europene.html>> [Data di accesso: 20/11/2022].

DEUTSCHE BUNDESBANK, 2014. *Ownership structure in the German equity market: general trends and changes in the financial crisis* [online]. P. 24. Disponibile su <<https://www.bundesbank.de/resource/blob/666592/617bc1f54bb0181bc4857044b382e913/mL/2014-09-equity-market-data.pdf>> [Data di accesso: 01/12/2022].

DI TOMMASO, L.M., 2010. Le quote all'italiana e il modello norvegese. *Ingenere.it* [online]. Disponibile su <<https://www.ingenere.it/articoli/le-quote-allitaliana-e-il-modello-norvegese>> [Data di accesso: 27/10/2022].

EQUINOR ASA, 2022. *Annual Report 2021*. Disponibile su <<https://www.equinor.com/investors/annual-reports-archive>> [Data di accesso: 04/12/2022].

EQUINOR, 2022. *Code of Conduct*. Disponibile su <<https://www.equinor.com/about-us/ethics-and-compliance>> [Data di accesso: 07/12/2022].

EQUINOR ASA, 2022. *Equinor Corporate Presentation* [online]. Disponibile su <<https://www.equinor.com/about-us/equinor-in-brief>> [Data di accesso: 04/12/2022].

EQUINOR, 2022. *Rules of procedure for the board of directors of Equinor ASA*. Disponibile su <<https://www.equinor.com/about-us/board-of-directors>> [Data di accesso: 30/12/2022].

EQUINOR, 2022. *Sustainability Report 2021*. Disponibile su <https://www.equinor.com/sustainability/our-approach> [Data di accesso: 04/12/2022].

ESGDATA, 2021. *UE: come cambieranno dal 2024 gli obblighi di comunicazione sulla rendicontazione di sostenibilità* [online]. Disponibile su <https://esgdata.it/ue-come-cambieranno-dal-2024-gli-obblighi-di-comunicazione-sulla-rendicontazione-di-sostenibilita/#:~:text=Dal%202024%20tutte%20le%20imprese,e%20contenuti%20previsti%20dalla%20legge> [Data di accesso 03/06/2022].

ESGNEWS, 2021. *Il Fondo Sovrano Norvegese mette nel mirino le società con quote rosa nei CdA inferiori al 30%* [online]. Disponibile su <https://esgnews.it/social/il-fondo-sovrano-norvegese-mette-nel-mirino-le-societa-con-quote-rosa-nei-cda-inferiori-al-30/> [Data di accesso: 08/12/2022].

FOLKETRYGDFONDET, 2022. *Ownership report 2021* [online]. P. 9. Disponibile su <https://www.folketrygdfondet.no/en/download-center> [Data di accesso: 01/11/2022].

FONTANAROSA, A., 2022. L'Italia rafforza il “golden power” e blinda cloud e 5G. *La Repubblica*. [online]. Disponibile su https://www.repubblica.it/economia/2022/03/17/news/litalia_rafforza_il_golden_power_e_blanda_reti_e_5g-341688327/ [Data di accesso: 25/06/2022].

FRANKS, J., MAYER, C., 2017. Evolution of Ownership and Control around the World: The Changing Face of Capitalism. *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working* [online]. N. 503. P. 4. Disponibile su https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2954589 [Data di accesso: 24/05/2022].

GENCO, P., 2014. *Corporate governance. Sistemi e strutture di governo dell'impresa*. Torino: G. Giappichelli Editore. P. 10.

GENCO, P., e PENCO, L., 2017. *La gestione strategica dell'impresa: le strategie di corporate*. Torino: Giappichelli Editore. PP. 20, 23.

GORTON, G., e SCHMID, F.A., 1996. Universal Banking and the Performance of German Firms. *Journal of Financial Economics* [online], vol. 58. n. 1-2, pp. 29-80. Disponibile su <<https://static1.squarespace.com/static/55906784e4b0e574972bb22b/t/5a84de81ec212d9c33faeb50/1518657154175/GortonSchmidJFE2000.pdf>> [Data di accesso: 02/06/2022].

GOVERNMENT.NO, 2022. *New report to the Storting on state ownership* [online]. Disponibile su <<https://www.regjeringen.no/en/aktuelt/new-report-to-the-storting-on-state-ownership/id2937720/#:~:text=Facts%20%E2%80%93%20The%20Norwegian%20state%20as%20an%20owner&text=The%20state%20is%20a%20substantial,time%20in%20a%20sustainable%20manner>> [Data di accesso: 28/10/2022].

GRI, 2019. *GRI 101: principi di rendicontazione 2016* [online]. Disponibile su <<https://www.globalreporting.org/standards/media/2121/italian-gri-101-foundation-2016.pdf>> [Data di accesso: 07/12/2022].

HANSMANN, H., e KRAAKMAN, R., 2000. The End of History for Corporate Law. *Discussion Paper 280* [online]. N. 3/2000. Disponibile su <http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/papers/pdf/280.pdf> [Data di accesso: 02/06/2022].

HEIDRICK & STRUGGLES, 2014. *Towards dynamic governance 2014: European Corporate Governance Report* [online]. PP. 20, 22. Disponibile su <https://cgov.pt/images/ficheiros/2018/heidrick_towards_dynamic_governance_2014_report_digital.pdf> [Data di accesso: 30/11/2022].

IHLEN, Ø., VON WELTZIEN HØIVIK, H., 2015. Ye Olde CSR: The Historic Roots of Corporate Social Responsibility in Norway. *Journal of Business Ethics* [online]. Disponibile su <https://www.researchgate.net/publication/256670421_Ye_Olde_CSR_The_Historic_Roots_of_Corporate_Social_Responsibility_in_Norway> [Data di accesso: 12/01/2023].

IMD, 2022. *World Competitiveness Yearbook 2021*. In: ASSOCAMERAESTERO, 2022. *World Competitiveness Yearbook: Danimarca, l'economia più competitiva al mondo* [online]. Disponibile su <<https://www.assocamerestero.it/notizie/world-competitiveness-yearbook-danimarca-leconomia-piu-competitiva-al-mondo>> [Data di accesso: 20/11/2022].

INTERNATIONAL CORPORATE GOVERNANCE NETWORK, 2008. *Statement on the Global Financial Crisis* [online]. P. 1. Disponibile su <<https://www.iasplus.com/en/binary/resource/0811icgn.pdf>> [Data di accesso: 18/04/2022].

JACOBY, S., 2000. Corporate Governance in Comparative Perspective: Prospects for Convergence. *Comparative Labor Law & Policy Journal* [online]. Disponibile su <https://www.anderson.ucla.edu/documents/areas/fac/hrob/SSRN_ID285949_code011006670.pdf> [Data di accesso: 14/05/2022].

JACOBY, S., 2001. Employee Representation and Corporate Governance: a Missing Link. *Journal of Business Law* [online], vol. 3, pp. 461-463. Disponibile su <<https://scholarship.law.upenn.edu/jbl/vol3/iss3/5>> [Data di accesso: 31/05/2022].

JENKINSON, T., e LJUNQVIST, A., 2001. Hostile Stakes and the Role of Banks in German Corporate Governance. *Journal of Corporate Finance* [online]. PP. 397-446. Disponibile su <https://users.ox.ac.uk/~ofrcinfo/file_links/finecon_papers/1999fe02.pdf> [Data di accesso: 03/06/2022].

KIRKPATRICK, G., 2009. *The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis* [online]. Disponibile su <<https://www.oecd.org/finance/financial-markets/42229620.pdf>> [Data di accesso: 23/04/2022].

LA PORTA, R., et al., 1996. Law and finance. *Journal of Political Economy* [online], vol. 106. n.6. Disponibile su <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=7788> [Data di accesso: 02/06/2022].

LEKVALL, P., 2014. *The nordic corporate governance model*. Stoccolma: SNS Förlag. Disponibile su <https://scholarship.law.columbia.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2896&context=faculty_scholarship> [Data di accesso: 02/11/2022].

LEKVALL, P., 2018. The nordic way of corporate governance. *Nordic Journal of Business* [online], vol. 67. n. 3-4, pp. 164-182. Disponibile su: <http://njb.fi/wp-content/uploads/2019/02/NJB_2019_3-4_Lekvall.pdf> [Data di accesso: 19/11/2022].

LÜCKERATH-ROVERS, M., 2010. Women on Boards and Firm Performance. *Journal of Management & Governance* [online], vol. 17. n. 2, pp. 491-509. Disponibile su <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1586832> [Data di accesso: 12/01/2022].

LUISS, 2020. *Il Golden Power al tempo dell'emergenza Covid-19. Uno strumento camaleontico a protezione del tessuto economico* [online]. Disponibile su <<https://open.luiss.it/2020/07/21/il-golden-power-al-tempo-dellemergenza-covid-19-uno-strumento-camaleontico-a-protezione-del-tessuto-economico/>> [Data di accesso: 25/06/2022].

MÄHÖNEN, J., JOHNSEN, G., 2019. Law, culture and sustainability: corporate governance in the Nordic countries. *Cambridge Handbook of Corporate Law, Corporate Governance and Sustainability* [online]. Cambridge: Cambridge University Press, cap. 16, p.3. Disponibile su <<https://www.duo.uio.no/handle/10852/76297>> [Data di accesso: 09/01/2023].

MATSA, D., A., e MILLER, A., R., 2012. A Female Style in Corporate Leadership? Evidence from Quotas. *American Economic Journal: Applied Economics, Forthcoming* [online]. Disponibile su <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1636047> [Data di accesso: 11/01/2023].

MINISTRY OF FINANCE, 2022. *Report to the Storting (white paper). The Government Pension Fund 2022* [online]. Disponibile su <<https://www.regjeringen.no/contentassets/1ffd83b945264b918e00d0e89ec500b6/en-gb/pdfs/stm202120220009000engpdfs.pdf>> [Data di accesso: 01/11/2022].

MONTIEL, I., 2008. Corporate Social Responsibility and Corporate Sustainability-Separate Pasts, Common Futures. *Organization & Environment*, vol. 21 n. 3. Disponibile su <<https://journals.sagepub.com/doi/abs/10.1177/1086026608321329?journalCode=oaec>> [Data di accesso: 13/01/2023].

NCGB, 2021. *The Norwegian Code of Practice for Corporate Governance*. Decima Edizione. Oslo: Kaland Marketing. Disponibile su <<https://nues.no/english/>> [Data di accesso: 03/10/2022].

NESTOR, S., e THOMPSON, J., K., 2001. *Corporate governance patterns in OECD economies: is convergence under way?*. Disponibile su <<https://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/1931460.pdf>> [Data di accesso: 05/06/2022].

NORDICS.INFO, 2022. *The Nordic Model* [online]. Disponibile su <<https://nordics.info/themes/the-nordic-model>> [Data di accesso: 20/11/2022].

NORWEGIAN MINISTRY OF TRADE, INDUSTRY AND FISHERIES, 2021. *State Ownership Report 2021* [online]. Disponibile su <<https://www.regjeringen.no/en/topics/business-and-industry/state-ownership/statlig-eierskap-publikasjoner/id737457/?expand=factbox2602516Z>> [Data di accesso: 01/11/2022].

NORWEGIAN PUBLIC LIMITED LIABILITY ACT, 1997. Disponibile su <<https://www.euronext.com/media/3746/download>> [Data di accesso 19/11/2022].

OECD, 2005. *Ownership function of the norwegian State* [online]. Disponibile su <<https://www.oecd.org/daf/ca/35175246.pdf>> [Data di accesso: 30/10/2022].

OECD, 2011. *Linee Guida OCSE destinate alle Imprese Multinazionali* [online]. Disponibile su <<https://www.oecd.org/daf/inv/mne/MNEguidelinesITALIANO.pdf>> [Data di accesso: 03/06/2022].

OECD, 2014. *Norway the corporate governance framework and practices relating to risk management* [Online]. P.5. Disponibile su <https://read.oecd-ilibrary.org/governance/risk-management-and-corporate-governance/norway-the-corporate-governance-framework-and-practices-relating-to-risk-management_9789264208636-4en#page17> [Data di accesso: 24/11/2022].

OECD, 2019. *Owners of the World's Listed Companies* [online]. Parigi: OECD Publishing. Disponibile su <<https://www.oecd.org/corporate/ca/Owners-of-the-Worlds-Listed-Companies.pdf>> [Data di accesso: 23/05/2022].

OECD, 2021. *Corporate Governance Factbook 2021*. Cap. I. P. 25. Disponibile su <<https://www.oecd.org/corporate/corporate-governance-factbook.htm>> [Data di accesso 03/11/2022].

OECD, 2021. *The Future of Corporate Governance in Capital Markets Following the COVID-19 Crisis* [online]. Disponibile su <<https://www.oecd.org/corporate/the-future-of-corporate-governance-in-capital-markets-following-the-covid-19-crisis-efb2013c-en.htm>> [Data di accesso:14/05/2022].

O' SULLIVAN, M., 1998. The Political Economy of Corporate Governance in Germany. *Jerome Levy Institute working paper* [online]. N. 226. PP. 8-9. Disponibile su <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=102668> [Data di accesso: 30/05/2022].

PORTOLANO, F., 2020. Golden power: il caso spagnolo e l'applicazione anche a soggetti Ue. *IlSole24Ore* [online]. Disponibile su <<https://www.ilsole24ore.com/art/golden-power-caso-spagnolo-e-applicazione-anche-soggetti-ue-AD520LI>> [Data di accesso: 24/06/2022].

RASMUSSEN, L. J., HUSE, M., 2011. Corporate governance in Norway. Women and employee-elected board members. In: MALLIN, C. A., 2011. *Handbook on international corporate governance*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing. PP. 121-145.

ROE, J.M., 2005. The Inevitable Instability of American Corporate Governance. *The Corporate Governance Law Review* [online], vol. 1 n. 1, pp. 1-19. Disponibile su <<https://www.readcube.com/articles/10.2139%2Fssrn.615561>> [Data di accesso: 21/05/2022].

SCHMID, F.A., 1996. Universal Banking and the Performance of German Firms. *Journal of Financial Economics* [online], vol. 58. n. 1-2, pp. 29-80. Disponibile su <<https://static1.squarespace.com/static/55906784e4b0e574972bb22b/t/5a84de81ec212d9c33faeb50/1518657154175/GortonSchmidJFE2000.pdf>> [Data di accesso: 02/06/2022].

SETHI, S.P., 1975. *Dimensions of corporate social performance: An analytical framework*. In: FIORANI, G., JANNELLI, R., e MENEGUZZO, M., 2012. *CSR 2.0 proattiva e sostenibile: Tra mercati globali e gestione della crisi*. Milano: EGEEA. P. 26.

SHLEIFER, A., e VISHNY, R. W., 1997. *A Survey of Corporate Governance*. In: MALLIN, C., 2016. *Corporate Governance*. Quinta edizione. Oxford: Oxford University Press. P. 8.

S-HUB NORWAY, 2020. *State of sustainability Norway 2020*. Disponibile su <<https://www.regjeringen.no/contentassets/e9d3f55f146841d7a26751325e1b1e10/sustainability-hub-norway-s-hub2.pdf>> [Data di accesso:13/01/2023].

SINGER, P., e SIRIANNI, C. A., 2016. *La corporate governance. Elementi di teoria e profili operativi*. Torino: Giappichelli Editore. P. 30.

SJÄFIELL, B., 2014. Upgrading the Nordic Corporate Governance Model for Sustainable Companies. *LSN Research Paper Series* [online]. N. 14-09. Disponibile su <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id_2471495> [Data di accesso: 10/01/2023].

SJÄFIELL, B., 2015. Gender diversity in the boardroom and its impacts: is the example of norway a way forward?. *Deakin law review* [online], vol. 20. n.1. Disponibile su: <https://www.researchgate.net/publication/304271852_Gender_Diversity_in_the_Boardroom_and_Its_Impacts_Is_the_Example_of_Norway_a_Way_Forward> [Data di accesso: 10/01/2023].

SMITH, N., SMITH, V., e VERNER, M., 2005. Do Women in Top Management Affect Firm Performance? A Panel Study of 2500 Danish Firms. *IZA Discussion Paper* [online]. N. 1708. Disponibile su <https://www.researchgate.net/publication/5161013_Do_Women_in_Top_Management_Affect_Firm_Performance_A_Panel_Study_of_2500_Danish_Firms> [Data di accesso: 11/01/2023].

STRAND, R. e FREEMAN, R.E., 2012. The Scandinavian Cooperative Advantage: Theory and Practice of Stakeholder Engagement in Scandinavia. *CSR and Business in Society: CBS Working Paper Series* [online]. N.1. Disponibile su <https://research-api.cbs.dk/ws/files/58853629/Strand_Freeman_WP01_2012.pdf> [Data di accesso: 12/01/2023].

SVANDIK, S., e SKOFTEDALEN, M., 2021. *Public Mergers and Acquisitions in Norway: Overview* [online]. Disponibile su <[https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/4-501-9667?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/4-501-9667?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true)> [Data di accesso: 05/11/2022].

THOMSEN, S., ROSE C., e KRONBORG D., 2013. Employee Representation and Board Size in the Nordic Countries. *DBJ Discussion Paper Series* [online]. N. 1301. Disponibile su <https://www.dbj.jp/ricf/pdf/research/DBJ_DP_1301.pdf> [Data di accesso: 22/11/2022].

TRICKER, B., 2015. *Corporate Governance: Principles, Policies and Practices*. Terza edizione. Oxford: Oxford University Press. P. 4.

WEC, 2020. *Measuring Stakeholder Capitalism Towards Common Metrics and Consistent Reporting of Sustainable Value Creation* [online]. Disponibile su <https://www3.weforum.org/docs/WEF_IBC_Measuring_Stakeholder_Capitalism_Report_2020.pdf> [Data di accesso:07/12/2022].

WEC, 2021. *The world's biggest sovereign wealth funds – in one chart* [Online]. Disponibile su <<https://www.weforum.org/agenda/2021/02/biggest-sovereign-wealth-funds-world-norway-china-money/>> [Data di accesso: 08/12/2022].

WEC, 2022. *Global Gender Gap Report* [online]. Disponibile su <https://www3.weforum.org/docs/WEF_GGGR_2022.pdf> [Data di accesso: 20/11/2022].

WILLIAMSON, O.E., 1963. Managerial discretion and business behavior. *The American Economic Review*, [online], vol. 53 n. 5, pp. 1032-1057. Disponibile su <<https://www.albany.edu/~gs149266/williamson27d.pdf>> [Data di accesso: 15/04/2022].

WITT, P., 2004. *The Competition of International Corporate Governance Systems – A German Perspective*. In YOSHIKAWA, T., e RASHEED, A., A., 2009. Convergence of Corporate Governance: Critical Review and Future Directions. *Corporate Governance* [online], vol. 17. n. 3, pp. 388-404. Disponibile su https://ink.library.smu.edu.sg/cgi/viewcontent.cgi?referer=&httpsredir=1&article=3907&context=lkcsb_research [Data di accesso: 03/06/2022].

WOJCIK, D., 2004. *Convergence in Corporate Governance: Empirical Evidence from Europe 2000-2003*. Disponibile su https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=559424 [Data di accesso: 05/06/2022].

ZATTONI, A., 2015. *Corporate Governance*. Prima Edizione. Milano: EGEA.

Sitografia

<https://bahr.no/publication/norwegian-public-takeover-deal-study-for-the-year-2021>

<https://companiesmarketcap.com/norway/largest-companies-in-norway-by-market-cap/>

<https://craft.co/equinor/competitors>

<https://ecgi.global/download/file/fid/9219>

<https://eur-lex.europa.eu/IT/legal-content/summary/shareholder-rights-directive.html>

<https://it.tradingeconomics.com/countries>

<https://iclg.com/practice-areas/corporate-governance-laws-and-regulations/norway>

<https://live.euronext.com/en/markets/oslo/equities/list>

<https://live.euronext.com/nb/markets/oslo/equities/expand/list>

<https://nues.no/om-nues/>

<https://oilgasnews.it/la-major-norvegese-statoil-cambia-nome-e-diventa-equinor/>

<https://sseinitiative.org/stock-exchange/oslo-bors/>

https://temi.camera.it/leg17/post/la_disciplina_del_golden_power_quadro_normativo.html

<https://www.akersolutions.com/globalassets/akercarboncapture/investors/egm/2021/appendix-4---main-differences-between-a-norwegian-private-and-public-limited-company.pdf>

<https://www.boardsforum.co.uk/about-us>

<https://www.centreforpublicimpact.org/case-study/government-pension-fund-global-gpfg-norway>

<https://www.dnb.no/en/agm>

<https://www.equinor.com/about-us/governing-bodies>

<https://www.equinor.com/about-us/our-history>

<https://www.equinor.com/about-us/strategy-details#our-ambition>

<https://www.equinor.com/about-us/the-norwegian-state-as-shareholder>

<https://www.equinor.com/investors/our-shareholders>

<https://www.euronext.com/en/raise-capital/how-go-public/choosing-market>

<https://www.folketrygdfondet.no/en/download-center>

<https://www.folketrygdfondet.no/en/investment-management>

<https://www.fxempire.it/stock-exchanges/>

<https://www.indexmundi.com/g/r.aspx?v=21000&l=it>

<https://www.nbim.no/en/the-fund/about-the-fund/>

<https://www.nbim.no/en/the-fund/investments/#/>

https://www.nuovodirittodellesocieta.it/Article/Archive/index_html?ida=903&idn=158&idi=-1&idu=-1

<https://www.petoro.no/home>

<https://www.regjeringen.no/en/topics/the-economy/the-government-pension-fund/government-pension-fund-norway-gpfn/governance-framework-for-the-gpfn/id710456/>

<https://www.soldionline.it/guide/mercati-finanziari/la-storia-delle-borse-valori-nel-mondo>

<https://www.spencerstuart.com/research-and-insight/nordic-board-index/our-survey-approach>

<https://www.statista.com/statistics/693587/stock-exchanges-market-capitalization-europe/>

<https://www.styreakademiet.no/om-styreakademiet>

<https://www.telenor.com/about/corporate-governance/telenors-share-and-shareholders/>

<https://www.unglobalcompact.org/>

<https://www.verafinanza.com/lultima-classifica-delle-borse-nel-mondo/#:~:text=La%20borsa%20pi%C3%B9%20grande%20al,Japan%20Exchange%20Group%20ed%20Euronext>

<https://www.wbusinessangels.com/en/nho-the-female-future-program/>

<https://www.yara.com/investor-relations/share-and-debt-information/shareholders/>