

Lucia Calvosa

**LA *GOVERNANCE* DELLE
SOCIETÀ QUOTATE ITALIANE
NELLA TRANSIZIONE VERSO LA
SOSTENIBILITÀ E LA
DIGITALIZZAZIONE**

LUCIA CALVOSA *

La *governance* delle società quotate italiane nella transizione verso la sostenibilità e la digitalizzazione **

SOMMARIO: 1. Premessa. — 2. Evoluzione delle scelte di politica del diritto dell'Unione europea per implementare la sostenibilità. — 3. (*Segue*) Evoluzione delle scelte di politica del diritto dell'Unione europea per implementare la sostenibilità. — 4. Criticità derivanti dalla funzione compositoria del consiglio di amministrazione. — 5. Il ruolo degli *stakeholders* nell'implementazione dello sviluppo sostenibile. — 6. *Corporate governance* e IT. — 7. Conclusioni.

1. I Rapporti di Consob, del Comitato Italiano per la Corporate Governance e di Assonime sull'applicazione del Codice di Corporate Governance hanno evidenziato un continuo miglioramento della qualità della *governance* in Italia, soprattutto delle grandi società quotate, con una certa divaricazione rispetto a quelle di minori dimensioni il cui grado di maturità è minore, in particolare con riguardo alla *governance* di sostenibilità ⁽¹⁾.

A questa criticità (che si auspica sia temporanea) si aggiunge quella derivante dai fenomeni di *regulatory shopping* e di *listing shopping* evidenziati dal Rapporto Assonime ⁽²⁾ che meritano ulteriori riflessioni, potendo essi rappresentare un *vulnus* per il futuro del mercato italiano.

Invero, per garantire competitività al nostro sistema economico e capacità alle società italiane di affrontare le nuove sfide, e segnatamente quella della doppia transizione, ecologica e digitale, si rende necessario un ripen-

(*) Professore ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Pisa.

(**) L'articolo riproduce, integrata e con il corredo di note, la relazione svolta in Consob il 30 maggio 2022 in occasione della presentazione dei Rapporti di Consob, del Comitato Italiano per la Corporate Governance e di Assonime.

⁽¹⁾ Analogamente anche il Rapporto dell'Osservatorio Corporate Governance Ambrosetti, 17^a edizione, 2021, III e 12 ss.

⁽²⁾ *Report on Corporate Governance in Italy: the implementation of the Italian Corporate Governance Code*, 2021, iii e 11 ss.

samento di alcune regole di *governance*: si impone, in particolare, l'individuazione di strumenti funzionali ad accelerare e realizzare la suddetta doppia transizione ⁽³⁾. La *corporate governance* rappresenta infatti una delle leve su cui poter agire per avverare il cambiamento verso la sostenibilità e la digitalizzazione ⁽⁴⁾.

2. Con riguardo alla sostenibilità, i numerosi atti eurocomunitari succedutisi negli ultimi anni hanno fatto ricorso sostanzialmente a due diverse tecniche ⁽⁵⁾: alcuni sono intervenuti sui meccanismi di *governance* che regolano il rapporto tra amministratori e soci, e in ispecie gli investitori isti-

⁽³⁾ Una buona *governance* delle società quotate — indicata come obiettivo anche nell'introduzione al nuovo Codice italiano di Corporate Governance — costituisce un *key driver* della produzione di valore per i soci e per gli *stakeholders*, dell'incremento dell'efficienza economica, del rafforzamento della fiducia degli investitori (in funzione dell'attrazione degli investimenti a favore delle imprese nazionali) e della competitività del nostro sistema economico. Ne deriva che un solido quadro di riferimento in materia di *governance* costituisce un fattore decisivo nel favorire la resilienza delle imprese in questo momento di auspicabile superamento della crisi post-pandemica, garantendo il corretto funzionamento del mercato dei capitali nel canalizzare risorse finanziarie verso investimenti di lungo termine a sostegno della ripresa economica: v. il rapporto OCSE, *Il futuro della corporate governance nei mercati dei capitali in seguito alla crisi Covid-19*, 30 giugno 2021, su www.oecd.org; l'introduzione del *Good Governance Code of Listed Companies* spagnolo (rivisto nel giugno 2020), su www.cnmv.es. Sul tema v. anche D.S. LUND, *In search of good corporate governance*, in *Yale Law Journal Forum*, 2022, 854 ss.

⁽⁴⁾ Lo sviluppo sostenibile è divenuto obiettivo centrale di numerosi atti normativi sia di *hard law* che di *soft law*: v. il nuovo art. 1833 *code civ.* modificato dalla *Loi Pacte*, su www.legifrance.gouv.fr; la s. 172 del *Companies Act*, su www.legislation.gov.uk; il principio 1.A dell'*UK Corporate Governance Code* del 2018, su www.frc.org.uk; il principio 2 del *Belgian Code of Corporate Governance* del 2020, su www.corporategovernancecommittee.be; il codice delle società commerciali portoghese, art. 64.i. lett. B), su www.dre.pt; il *German Corporate Code*, nel preambolo, su www.dcgk.de; la *New York Business Corporation Law*, § 717-b, su www.codes.findlaw.com; la *SHRD II*, considerando 29 e art. 9 bis, su www.eur-lex.europa.eu; da ultimo v. la proposta di direttiva sulla *corporate sustainability due diligence* del 23 febbraio 2022, su www.ec.europa.eu.

⁽⁵⁾ La strategia dell'Unione europea al fine di realizzare la transizione verso un modello di crescita sostenibile sottende la scelta di fondo di rendere la grande impresa veicolo del conseguimento degli obiettivi *ESG*: le società sono considerate gli strumenti per lo svolgimento dell'attività d'impresa non solo nell'interesse esclusivo di chi vi partecipa, ma anche per la tutela di interessi comuni di gruppi di consociati (anche) estranei alla società (intesa come *corporation*) e all'impresa, o pubblici, e quindi dei consociati tutti. Ne consegue la riconduzione all'interno delle società del compito di individuare, selezionare e ponderare tutti gli interessi, onde decidere in che combinazione, in che misura e in quale modo perseguirli (P. MARCHETTI, *Il bicchiere mezzo pieno*, in questa *Rivista*, 2021, 342; S. ROSSI, *Il diritto della Corporate Social Responsibility*, in *Rivista ODC*, 2021, 99 ss.). La società sembra destinata perciò a diventare un importante soggetto politico (C. ANGELICI, *Divagazioni sulla "responsabilità sociale" d'impresa*, in questa *Rivista*, 2018, 6; M. STELLA RICHTER jr, *Profili attuali dell'amministrazione delle società quotate*, in *Giur. comm.*, 2021, I, 416 ss.; G. BENEDETTI, *Oggettività esistenziale dell'interpretazione. Studi su ermeneutica e diritto*, Torino, 2014, 31). Si tratta peraltro di un'opzione di fondo che comporta vantaggi e svantaggi: al riguardo v. P. MARCHETTI, *ivi*, 342.

tuzionali — che rappresentano la componente più rilevante dell’azionariato delle società quotate (6) — in base all’assunto per cui l’attivismo o, meglio, l’attività di *stewardship* di questi ultimi potrebbe spingere le società ad adottare strategie virtuose in materia di tutela degli interessi sociali e ambientali (7); altri si sono concentrati sui doveri fiduciari dell’organo amministrativo (8), stante la consapevolezza da parte del legislatore UE dei limiti intrinseci della prima tecnica (9). Si è conseguentemente fatto ricorso, con la

(6) V. R. SACCHI, *La capacità propulsiva della s.p.a. quotata è andata esaurendosi?*, in *Rivista ODC*, 2021, 582 ss.; R.J. GILSON - J.N. GORDON, *The agency costs of agency capitalism: activist investors and the revaluation of governance rights*, in *Columbia Law Review*, 2013, 863 ss.; L.A. BEBCHUK - S. HIRST, *Index funds and the future of corporate governance: theory, evidence, and policy*, in *Columbia Law Review*, 2019, 2029 ss.; J. MORLEY, *Too big to be activist*, in *Southern California Law Review*, 2019, 1407 ss.; G. STRAMPELLI, *Are passive index funds active owners? Corporate governance consequences of passive investing*, in *San Diego Law Review*, 2018, 803 ss.

(7) V. la SHRD II, considerando 14; il Regolamento (UE) 2019/2088 sull’informativa in materia di sostenibilità nel settore dei servizi finanziari, considerando 18; il Regolamento (UE) 2020/852 sulla tassonomia (sul quale v. A. PACCES, *Will the EU Taxonomy Regulation foster a sustainable corporate governance?*, ECGI Law Working Paper No. 611/2021, 1 ss., su www.ssrn.com), entrambi su www.eur-lex.europa.eu. Sul rapporto fra sostenibilità ed engagement degli investitori istituzionali v. M. MAUGERI, *Sostenibilità ed Engagement degli azionisti istituzionali*, in questa *Rivista*, 2021, 1352 ss.

(8) Sottendono la seconda prospettiva il documento (del luglio 2020) preparato da EY per conto della Commissione, DG Giustizia e Consumatori e pubblicato con il titolo *Study on Directors’ Duties and Sustainable Corporate Governance - Final Report* (su www.op.europa.eu), la recente proposta di direttiva sulla *corporate sustainability due diligence* e la proposta CSRD sulla modifica della DNF (ossia sulla comunicazione societaria in materia di sostenibilità) del 21 aprile 2021 (su www.ec.europa.eu): v. P. MARCHETTI (nt. 5), 339.

(9) Le indicate divergenti prospettive di politica legislativa (sulle quali v. da ultimo A. GENOVESE, *La “sustainable corporate governance” delle società quotate. Note introduttive*, in *Rivista di Corporate Governance*, 2022, 108 ss.) sembrano il corollario della presa d’atto da parte degli organi dell’UE che una politica esclusivamente incentrata sul contributo a favore dello sviluppo sostenibile degli investitori istituzionali possa essere inadeguata a realizzare la transizione verso tale obiettivo a causa di alcuni limiti oggettivi della stessa, consistenti: (i) nell’elevato numero delle società europee a proprietà concentrata: in tale contesto la funzione di *stewardship* degli investitori istituzionali risulta fortemente depotenziata e con essa la sua capacità di ri-orientare lo scopo delle società (D.W. PUCHNIAK, *The false hope of stewardship in the context of controlling shareholders: making sense out of the global transplant of a legal misfit*, ECGI Law Working Paper No. 589/2021, 7 ss., su www.ssrn.com); (ii) nei dubbi sull’esistenza di un reale interesse degli investitori istituzionali a monitorare le società partecipate in funzione della promozione di politiche *long-term*, orientate a obiettivi *ESG* e a sostenere i costi che tale attività comporta (R. SACCHI (nt. 6), 582 ss.; G. STRAMPELLI, *La strategia dell’Unione europea per il capitalismo sostenibile: l’oscillazione del pendolo tra amministratori, soci e stakeholders*, in questa *Rivista*, 2021, 368 ss. Sugli interessi degli investitori istituzionali e sul collegamento degli stessi alla prospettiva *short o long-term* v. F. DENOZZA, *Incertezza, azione collettiva, eternalità, problemi distributivi: come si forma lo short-termism e come se ne può uscire con l’aiuto degli stakeholders*, in questa *Rivista*, 2021, 297 ss.). In proposito, taluno si chiede se gli investitori istituzionali, anziché rappresentare la soluzione degli attuali problemi della grande impresa azionaria, non abbiano fornito un significativo contributo causale alla determinazione degli stessi (R. SACCHI (nt. 6), 588).

proposta di direttiva sulla *corporate sustainability due diligence*, all'imposizione per le grandi imprese e le imprese appartenenti a particolari settori di doveri di diligenza e monitoraggio in capo agli amministratori per il rispetto dei diritti umani, l'ambiente e la buona *governance* da parte dell'impresa stessa, del suo gruppo e di tutta la catena di valore. Le società dovranno dotarsi di adeguati assetti per identificare e prevenire oppure attenuare o far cessare impatti negativi (attuali o potenziali) sui diritti umani e sull'ambiente, anche attraverso la predisposizione di un *action plan* da impostare e sviluppare previa consultazione degli *stakeholders* interessati e delle organizzazioni della società civile ⁽¹⁰⁾.

3. La strada individuata è tesa a realizzare il passaggio da una concezione, per così dire, volontaristica ⁽¹¹⁾ della sostenibilità a una effettività di tutela degli interessi degli *stakeholders* attraverso la previsione di specifici doveri per gli amministratori di includere tali interessi nell'azione amministrativa ⁽¹²⁾, supportati da adeguati strumenti di *enforcement*, con conseguente cambio di passo del legislatore eurocomunitario in tema di sostenibilità da un approccio *soft* a un approccio *hard* ⁽¹³⁾.

La tutela delle istanze sociali e ambientali e quella degli interessi degli *stakeholders* vengono affidate a norme inderogabili che fissano regole di

⁽¹⁰⁾ Sulla proposta di direttiva e sui nuovi doveri del *board* v. da ultimo P. MONTALENTI, *Società, mercati finanziari e fattori ESG: ultimi sviluppi*, in *Rivista di Corporate Governance*, 2022, 22 ss.; R. ROLLI, *Dalla Corporate Social Responsibility alla Sustainability, alla Environmental, Social and Governance (ESG)*, in *Rivista di Corporate Governance*, 2022, 75 ss.; B. SJÄFJELL - J. MÄHÖNEN, *Corporate purpose and the misleading shareholder vs stakeholder dichotomy*, University of Oslo Faculty of Law Legal Studies Research Paper No. 2022-43, 23 ss., su www.ssrn.com. In Germania si veda la *Sorgfaltspflichtengesetz* del luglio 2021, che ha anticipato i contenuti oggetto della proposta di direttiva; in Francia la *Loi n. 2017-399 relative au devoir de vigilance des sociétés mères et des entreprises donneuses d'ordre* del 27 marzo 2017 che istituisce un *devoir de vigilance* delle società capogruppo e delle committenti.

⁽¹¹⁾ V. quanto affermato al riguardo dalla proposta di direttiva sulla *corporate sustainability due diligence* (2 ss.). Cfr. inoltre M. LIBERTINI, *Sulla proposta di Direttiva UE su "Dovere di diligenza e responsabilità delle imprese"*, in questa *Rivista*, 2021, 331; F. DENOZZA, *Le aporie della concezione volontaristica della CSR*, in *La responsabilità sociale dell'impresa. In ricordo di Giuseppe Auletta*, a cura di V. Di Cataldo - P.M. Sanfilippo, Torino, 2013, 49 ss.; S. ROSSI (nt. 5), 108. P. MARCHETTI (nt. 5), 342 parla invece di approccio *soft* alla sostenibilità.

⁽¹²⁾ Si è rilevato che l'affidamento della realizzazione dei valori *ESG* a una nuova concezione dello scopo di lucro o dei principi di corretta gestione societaria è soluzione rischiosa. « La morale (...) sembra essere: nessuna sostanziale modifica della situazione attuale può essere realizzata modificando semplicemente la definizione legislativa dello scopo [della società], senza intervenire in maniera coerente sulla struttura organizzativa [della stessa] » (F. DENOZZA, *Lo scopo della società tra short-termism e stakeholder empowerment*, in *Rivista ODC*, 2021, 51). Anche l'*Inception Impact Assessment* 2020 della Commissione UE (su www.ec.europa.eu) ha riconosciuto l'inefficacia delle precedenti misure adottate dall'UE per indirizzare le imprese verso pratiche realmente orientate a perseguire risultati di lungo termine e verso un percorso funzionale ad assicurare una crescita all'insegna della sostenibilità.

⁽¹³⁾ P. MARCHETTI (nt. 5), 344.

condotta degli amministratori presidiate da sanzioni, attribuiscono alla finalità della sostenibilità un contenuto specifico e individuano una gerarchia fra gli scopi assegnati all'azione della società e dei suoi amministratori ⁽¹⁴⁾. Di qui la tendenza ad estendere anche agli amministratori — oltre che agli investitori istituzionali — il ruolo di protagonisti nel riorientamento dello scopo delle imprese ⁽¹⁵⁾, con conseguente modifica della funzione del consiglio di amministrazione da (essenzialmente) ponderatoria a (necessariamente) compositoria. Il consiglio di amministrazione nel suo *plenum* non deve esclusivamente ponderare come meglio perseguire l'interesse sociale, ma deve decidere come comporre la vasta e non omogenea pluralità di interessi dei soggetti potenzialmente esposti agli impatti dell'esercizio dell'attività d'impresa. Una composizione da realizzare sia tra interessi facenti capo a differenti gruppi o tipi di azionisti sia tra azionisti nel loro complesso e portatori di "interessi altri", al fine di pervenire a « una sintesi in ultima istanza *profit-oriented* (...) ma con equilibrato bilanciamento degli interessi degli *stakeholders* » ⁽¹⁶⁾. In questa logica, gli obiettivi *ESG* si traducono in scelte strategiche di vertice relative alla conduzione della società e della sua impresa: essi altro non sono che la politica della società, le direttive fondamentali e portanti della strategia ⁽¹⁷⁾.

Quanto sopra naturalmente rileva anche ai fini della composizione soggettiva del consiglio di amministrazione, e più specificamente ai fini della diversità prescritta dall'art. 147-ter, comma 1-ter, TUF e raccomandata dall'art. 2.VII del Codice di Corporate Governance, anche e proprio in funzione della sostenibilità. Il fondamento della affermata *diversity* si rintraccia nella volontà di rappresentare interessi diversi o comunque differenti visioni dei variegati interessi coinvolti dall'esercizio dell'impresa ⁽¹⁸⁾. In altri termini, la

⁽¹⁴⁾ R. SACCHI (nt. 6), 596.

⁽¹⁵⁾ Sull'importanza del *corporate purpose* nel *framework* delle regole di *corporate governance* v. da ultimo C. MAYER, *What is wrong with corporate law? The purpose of law and the law of purpose*, ECGI Law Working Paper No. 649/2022, 1 ss., su www.ssrn.com.

⁽¹⁶⁾ Così P. MONTALENTI (nt. 10), 12. Cfr. anche F. DENOZZA (nt. 12), 56 ss.; M. STELLA RICHTER *jr* (nt. 5), 423 ss.; M.M. BLAIR - L.A. STOUT, *Director accountability and the mediating role of the corporate board*, in *Wash. U.L.Q.*, 2001, 403; M.M. BLAIR, *Boards of directors as mediating hierarchs*, in *Seattle U.L. Rev.*, 2015, 297.

⁽¹⁷⁾ In tal senso N. OERTWIG - M. GALEITZKE - H.G. SCHMIEG - H. KOHL, *Integration of sustainability into the corporate strategy*, in *Sustainable Manufacturing*, a cura di R. Stark - G. Seliger - J. Bonvoisin, Berlin, 2017, 175; M.J. EPSTEIN - A.R. BUHOVAC, *A new day for sustainability*, in *Strategic Finance*, luglio 2014, 25 ss. V. anche la proposta *CSRD* del 21 aprile 2021. Parte della dottrina assume un ridimensionamento della rilevanza rivestita dall'istituzione di un comitato endoconsiliare *ESG* o sostenibilità, il quale non potrebbe che avere un ruolo del tutto marginale in materia in quanto, come parte essenziale della strategia imprenditoriale della società, essa non può che essere nella sua interezza oggetto di approfondimento e discussione da parte dell'organo amministrativo nel suo complesso prima ancora che lo stesso assuma decisioni e deliberazioni al riguardo (M. STELLA RICHTER *jr* (nt. 5), 424 ss.).

⁽¹⁸⁾ M. STELLA RICHTER *jr* (nt. 5), 424 ss.

sostenibilità non può non interessare il *board* e non declinarsi quindi nella diversità della sua composizione⁽¹⁹⁾. Alla frequenza ancora bassa della nomina di amministratori con specifiche competenze in materia di sostenibilità (è emerso dal Rapporto Consob che solo il 14,6% degli amministratori ha competenze di sostenibilità) può sopperire la diffusa presenza di donne nei consigli di amministrazione delle società italiane (la cui percentuale di presenza colloca l'Italia al secondo posto in Europa), ritenute da taluno maggiormente *sustainability friendly* e più propense a dare rilevanza ai fattori ESG⁽²⁰⁾.

4. La descritta rimodulazione della funzione del *plenum* consiliare, pur individuata come la possibile risposta all'imperativo dell'implementazione della crescita sostenibile, presenta significativi profili di criticità.

Successo sostenibile e *long-term* non sono formule idonee a tradursi in regole operative o paradigmi precettivi tali da orientare in modo preciso l'azione degli organi sociali, e conseguentemente da delineare possibili profili di responsabilità in caso di mancata ottemperanza al modello di condotta prefigurato. Infatti, è incerto il significato da attribuire al termine sostenibilità, che è suscettibile di essere inteso in tali e tante accezioni da non poter costituire un parametro idoneo ad assicurare a riferimento oggettivo per le scelte degli amministratori⁽²¹⁾.

Com'è noto, due sono i principali approcci che valorizzano lo sviluppo sostenibile quale scopo della grande società azionaria: 1) quello dell'*"enlightened shareholder value"*, secondo cui nel processo di formazione delle decisioni gestorie si possono considerare gli interessi degli *stakeholders* solo nella misura in cui ciò sia strumentale alla creazione di valore *long-term*

⁽¹⁹⁾ V. P. MARCHETTI (nt. 5), 336 ss.; E. DESANA, *Politiche di dialogo con gli azionisti, equilibrio di genere e fattori ESG: appunti*, in questa *Rivista*, 2021, 1336 ss.; G.H. SHILL - M.L. STRAND, *Diversity, ESG, and latent board power*, U. Iowa Legal Studies Research Paper No. 2021-37, 255 ss., su www.ssrn.com. Al riguardo, per la prescrizione della *diversity* quale requisito "*fit and proper*" degli esponenti bancari, anche in relazione al cambiamento climatico e ambientale, v. BCE, *Guide to fit and proper assessments*, dicembre 2021, 40 ss., su www.bankingsupervision.europa.eu; il decreto MEF 169/2020 (redatto in attuazione delle linee guida della BCE, *Guida alla verifica dei requisiti di professionalità e onorabilità - aggiornamento maggio 2018*), su www.bancaditalia.it; il *draft 2022* del codice di *Corporate Governance* tedesco, su www.dcgk.de.

⁽²⁰⁾ V. M. ATIF - M. HOSSAIN - M.S. ALAM - M. GOERGEN, *Does board gender diversity affect renewable energy consumption?*, in *Journal of Corporate Finance*, 2021, 1 ss., dove ulteriori riferimenti.

⁽²¹⁾ V. P. MONTALENTI (nt. 10), 11; M. STELLA RICHTER jr (nt. 5), 422 ss.; ID., *Long-termism*, in questa *Rivista*, 2021, 21 ss.; M. MAUGERI (nt. 7), 1351 ss.; M. VENTORUZZO, *Il nuovo Codice di Corporate Governance 2020: le principali novità*, in *Società*, 2020, 440; M. CIAN, *Sulla gestione sostenibile e i poteri degli amministratori: uno spunto di riflessione*, in *Rivista ODC*, 2021, 1137; A. GENOVESE (nt. 9), 112; L.A. BEBCHUK - R. TALLARITA, *The illusory promise of stakeholder governance*, Discussion Paper No. 1052-12/2020, 65 ss., su www.ssrn.com.

per gli azionisti ⁽²²⁾. Si tratta di un approccio recepito a livello di diritto positivo dalla s. 172 del *Companies Act UK*, che indica una pluralità di fattori da considerare per il successo della società a beneficio degli azionisti (c.d. *shareholder welfare*) ⁽²³⁾; ma si tratta anche di un approccio coerente con il precetto dello scopo-fine lucrativo della società *ex art. 2247 c.c.* ⁽²⁴⁾; 2) quello del c.d. *stakeholderism* di tipo “pluralistico” (nelle sue varianti dello stakeholderismo istituzionale o sistemico e dello stakeholderismo sociale o democratico ⁽²⁵⁾), secondo il quale il perseguimento degli interessi degli *stakeholders* non è meramente strumentale alla massimizzazione dell’investimento dei soci, ma costituisce di per sé un fine delle scelte gestorie ⁽²⁶⁾. È un approccio che assegna all’organo amministrativo il potere-dovere di contemperare “scopo lucrativo” e “beneficio comune”, e non quello di perseguire il secondo soltanto se e in quanto strumentale al conseguimento del primo ⁽²⁷⁾.

Ma quali sono gli *stakeholders* i cui interessi vanno bilanciati nell’esercizio dell’attività imprenditoriale ⁽²⁸⁾? Quali le regole o i criteri per risolvere i conflitti in assenza di una gerarchia degli interessi?

Si aprono le porte alla discrezionalità degli amministratori nella selezione degli interessi e alla riduzione dell’*accountability* della loro condotta ⁽²⁹⁾.

Il problema è consustanziale al perseguimento dello sviluppo sostenibile, e riguarda anche la proposta di direttiva sulla *corporate sustainability*

⁽²²⁾ Ampiamente al riguardo L.A. BEBCHUK - R. TALLARITA (nt. 21), 14 ss.

⁽²³⁾ L.A. BEBCHUK - R. TALLARITA (nt. 21), 15; L.A. BEBCHUK - K. KASTIEL - R. TALLARITA, *Does enlightened shareholder value add value?*, Harvard Law School John M. Olin Center Discussion Paper No. 1077/2022, 1 ss., su www.ssrn.com; A. KEAY, *Section 172(1) of the Companies Act 2006: an interpretation and assessment*, in *Company Lawyer*, 2007, 106 ss. Sulla *shareholder welfare maximization* quale « natural goal for utility-maximization investors » in luogo della *shareholder value maximization v. O.D. HART - L. ZINGALES, The new corporate governance*, University of Chicago, Becker Friedman Institute for Economics Working Paper No. 2022-55, 1 ss., su www.ssrn.com.

⁽²⁴⁾ Al riguardo v. U. TOMBARI, “Potere” e “interessi” nella grande impresa azionaria, Milano, 2019, 79 ss. Più sfumata la posizione di P. MONTALENTI, *L’interesse sociale: una sintesi*, in questa *Rivista*, 2018, 303 ss. Lo stesso approccio sembra sotteso anche all’art. 25 della proposta di direttiva sulla *corporate sustainability due diligence* (nel quale il dovere di tener conto degli obiettivi ESG viene ricondotto a quello di agire nel miglior interesse della società).

⁽²⁵⁾ Le espressioni sono proposte da F. DENOZZA, *Due concetti di stakeholderism*, in *Rivista ODC*, 2022, 37 ss.

⁽²⁶⁾ In tal senso L.A. BEBCHUK - R. TALLARITA (nt. 21), 19 ss.

⁽²⁷⁾ V. L.A. BEBCHUK - R. TALLARITA (nt. 21), 19 ss.; U. TOMBARI (nt. 24), 79 ss.

⁽²⁸⁾ La definizione invalsa di *stakeholders* è quella di soggetti *affected by corporate decisions*. Tuttavia, essa appare insufficiente a rispondere al quesito indicato nel testo: sia perché occorre interrogarsi su cosa si intenda per « soggezione agli effetti dell’esercizio dell’impresa »; sia perché per le società di grandi dimensioni, in relazione alle quali si pone il problema della sostenibilità, il set di individui i cui interessi possono essere incisi dall’esercizio dell’attività imprenditoriale risulta estremamente ampio.

⁽²⁹⁾ V. L.A. BEBCHUK - R. TALLARITA (nt. 21), 23 ss.; M. CIAN (nt. 21), 1147.

due diligence: né la definizione di *stakeholder* da essa formulata, né l'*Annex* allegato alla proposta (che individua i valori *ESG* rilevanti) riescono nel tentativo di circoscrivere gli “interessi altri” rispetto a quelli dei soci che gli amministratori dovrebbero prendere in considerazione nella gestione della società⁽³⁰⁾. Per questo, pur configurandosi la proposta come segnale di un nuovo approccio dell’UE sulla sostenibilità, si tratta di approccio da sviluppare e affinare per renderlo realisticamente realizzabile e coerente con il sistema. Il perseguimento di una *stakeholder governance* comporta reiterati *trade-off* tra *stakeholder* e *stakeholder* e fra questi complessivamente considerati e gli *shareholders*⁽³¹⁾.

Si tratta di profili di criticità ben lungi dall’essere risolti dagli ordinamenti nazionali o da quello eurocomunitario. In modo ricorrente le previsioni in materia utilizzano, nel delineare i doveri degli amministratori a tutela degli *stakeholders*, le generiche espressioni « have regard » (s. 172 *Companies Act UK*); « prenant en considération » (art. 1833 *code civ.* come modificato dalla *Loi Pacte*); « take into account » (art. 25 proposta di direttiva sulla *corporate sustainability due diligence*); « tenendo conto » (definizione di successo sostenibile del Codice di Corporate Governance): espressioni, tutte, che non chiariscono né quali siano gli interessi degli *stakeholders* da considerare, né cosa si chieda agli amministratori nell’espletamento del loro incarico gestorio rispetto a tali interessi⁽³²⁾. È arduo stabilire se tali espressioni significhino solo considerare le istanze diverse da quelle dei soci nell’assunzione delle decisioni gestorie o significhino anche bilanciare e comporre le une con le altre.

Le superiori considerazioni non comportano che si debba abdicare al tentativo di orientare l’attività imprenditoriale verso una maggiore tutela di valori fondamentali e irrinunciabili quali quelli sottesi agli obiettivi *ESG*⁽³³⁾; ma impongono la presa di coscienza che il percorso intrapreso è

⁽³⁰⁾ Con riferimento alla proposta di direttiva menzionata nel testo v. i rilievi critici di P. MONTALENTI (nt. 10), 23; E. BARCELLONA, *La sustainable corporate governance nelle proposte di riforma del diritto europeo: a proposito dei limiti strutturali del c.d. stakeholderism*, in questa *Rivista*, 2022, 1 ss. Sulla risoluzione del Parlamento UE del 10 marzo 2021 in materia di *Doveri di diligenza e responsabilità delle imprese* (che ha preceduto la proposta di direttiva cit. nel testo, consultabile su https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-9-2021-0073_IT.pdf.) v. i rilievi critici del documento dello EUROPEAN COMPANY LAW EXPERTS GROUP, *The European Parliament’s Draft Directive on Corporate Due Diligence and Corporate Accountability*, in questa *Rivista*, 2021, 282.

⁽³¹⁾ Sul tema del *trade-off* fra prospettiva *short- e long-term* v. F. DENOZZA (nt. 12), 36 ss.

⁽³²⁾ V. P. MONTALENTI (nt. 21), 11; ID., *Il nuovo codice di Corporate Governance*, in *Rivista di Corporate Governance*, 2021, 43 ss. (con specifico riferimento al successo sostenibile prescritto dal Codice di Corporate Governance).

⁽³³⁾ V. al riguardo la modifica degli artt. 9 e 41 Cost. ad opera della l. cost. 11 febbraio 2022, n. 1: l’art. 9, comma 3, ora prevede che la Repubblica « tutela l’ambiente, la biodiversità e gli ecosistemi, anche nell’interesse delle future generazioni »; l’art. 41, commi 2 e 3, prescrive che l’iniziativa economica privata « non può svolgersi in contrasto con l’utilità sociale o in modo

tutt'altro che completato e che quindi si rende necessaria una riflessione approfondita sugli strumenti di *governance* tesi a realizzare l'obiettivo della sostenibilità.

5. Invero, per superare gli ostacoli alla concreta implementazione di un esercizio sostenibile dell'impresa occorre chiedersi se sia idonea la prospettiva che punta semplicemente alla modifica dello scopo della società o alla previsione di doveri degli amministratori con precisazione del novero degli interessi da proteggere nell'esercizio dell'impresa, o se non sia piuttosto preferibile la ricerca di forme istituzionali che diano agli *stakeholders* rilevanti la possibilità di partecipare in qualche modo ai processi decisionali concernenti le scelte gestorie che incidono sui loro interessi.

Tanto la dottrina quanto il legislatore comunitario sembrano iniziare a convergere verso quest'ultima soluzione. Occorre cioè prevedere meccanismi di coinvolgimento diretto e attivo degli *stakeholders* nella formazione delle scelte gestorie delle grandi società, con conseguente accentuazione della funzione compositoria del consiglio di amministrazione⁽³⁴⁾.

Il coinvolgimento attivo degli *stakeholders* nel perseguimento del successo sostenibile sembra assumere un'importanza crescente negli orientamenti più recenti dell'UE (peraltro anticipati dalla previsione del Codice di Corporate Governance italiano che, nel raccomandare al consiglio di amministrazione il perseguimento del successo sostenibile, prevede in funzione di tale obiettivo il connesso dovere di promuovere il dialogo non solo con i soci ma anche con gli altri *stakeholders* (principio 1.IV)): la proposta di direttiva sulla *corporate sustainability due diligence* prevede, come già detto, un coinvolgimento degli *stakeholders* nella definizione della strategia di "dovuta diligenza" e nella discussione circa gli impatti negativi sui diritti umani, l'ambiente e la buona *governance* (artt. 6, 7, 26). Del resto, in questo senso si è espresso nel 2020 anche il Manifesto di Davos⁽³⁵⁾, promuovendo uno *stakeholder capitalism* nel quale il *purpose* delle società è indicato nella creazione di valore nel *long-term* tramite il bilanciamento degli interessi dei

da recare danno alla salute, all'ambiente, alla sicurezza, alla libertà, alla dignità umana. La legge determina i programmi e i controlli opportuni perché l'attività economica pubblica e privata possa essere indirizzata e coordinata a fini sociali e ambientali ». Sul tema v. P. MONTALENTI (nt. 10), 23.

⁽³⁴⁾ V. F. DENOZZA (nt. 12), 35 ss.; L.E. STRINE jr - A. KOVVALI - O.O. WILLIAMS, *Lifting labor's voice: a principled path toward greater worker voice and power within American corporate governance*, Columbia Law and Economics Working Paper No. 645/2021, 1 ss., su www.ssrn.com; P.C. ZUMBASEN, *Corporate governance choice and the actual stakes of stakeholder governance*, Dickson Poon King's College London Research Paper 3/2022, 1 ss., su www.ssrn.com. Per un'analisi dello *stakeholder model* di *corporate governance* v. R.T. MILLER, *How would directors make business decisions under a stakeholder model?*, U. Iowa Legal Studies Research Paper No. 2022-06, 1 ss., su www.ssrn.com.

⁽³⁵⁾ Consultabile su <https://www.weforum.org/>.

soci con quelli degli altri *stakeholders* individuabili, in sintesi, nel pianeta e nelle persone ⁽⁵⁶⁾. L'adozione di un tale modello vede coinvolti altri soggetti oltre agli amministratori e ai soci nel perseguimento degli obiettivi di sostenibilità: gli *stakeholders* cessano di essere meri beneficiari delle azioni poste in essere da altri e assumono il ruolo di attori capaci di promuovere l'adozione da parte delle imprese di politiche orientate verso i valori *ESG*. Ciò si traduce in una rivoluzione dei tradizionali schemi della *governance* societaria che comporta l'introduzione di forme istituzionali di partecipazione di soggetti esterni alla società ai processi decisionali di *business strategy* e di gestione apicale dell'impresa.

Non è però questa la soluzione dei problemi nel percorso di implementazione dello sviluppo sostenibile: permangono le difficoltà di effettuare la scelta degli *stakeholders* cui attribuire poteri di *voice* all'interno dell'organizzazione societaria. Al riguardo, è stato ipotizzato di poter prevedere un obbligo delle società di stabilire, ciascuna in base alle caratteristiche della propria attività, quali siano gli *stakeholders* per essa rilevanti ⁽⁵⁷⁾. Ma di nuovo si attribuisce piena discrezionalità di scelta agli amministratori.

6. Questa peraltro non è l'unica sfida cui va incontro la *governance*. Anche l'impiego delle nuove tecnologie è una delle nuove, molteplici sfide prospettate dal *future of the corporation*.

L'integrazione tra obiettivi *ESG* e strumenti di intelligenza artificiale può, da un lato, determinare effetti positivi rispetto al perseguimento dello sviluppo sostenibile ⁽⁵⁸⁾, ma, dall'altro, può scontrarsi con la difficoltà di incorporazione nel *software* di valori, quali appunto quelli della sostenibilità, dal contenuto spesso non pienamente delineato, oltre che con la diffi-

⁽⁵⁶⁾ V. L.A. BEBCHUK - K. KASTIEL - R. TALLARITA, *Stakeholder capitalism in the time of COVID*, Harvard Law School Program on Corporate Governance Working Paper 2022-2, 1 ss., su www.ssrn.com; P.H. HUANG, *Realizing diversity, sustainability, and stakeholder capitalism*, U. of Colorado Law Legal Studies Research Paper No. 22-1, 1 ss., su www.ssrn.com; K. SCHWAB (con P. VANHAM), *Stakeholder capitalism: a global economy that works for progress, people and planet*, Hoboken, 2021, *passim*; J.E. STIGLITZ, *Is stakeholder capitalism really back?*, 2019, su www.gsb.columbia.edu/articles.

⁽⁵⁷⁾ V. F. DENOZZA (nt. 12), 58.

⁽⁵⁸⁾ V. *Study on the relevance and impact of artificial intelligence for company law and corporate governance. Final report*, 2021, su <https://op.europa.eu/it/publication-detail/-/publication/15e6a212-6181-11ec-9c6c-01aa75ed71a1/language-en>. Si tratta di uno studio preparato da EY per la Commissione europea (DG Giustizia e Consumatori) finalizzato a facilitare una migliore comprensione degli effetti dell'impiego della IA da parte delle società, dei soci, dei creditori e delle autorità pubbliche nella prospettiva di realizzare al meglio gli obiettivi del diritto societario e della *corporate governance*. Sullo studio v. G. SCHNEIDER, *Le tecnologie societarie alla prova del governo sostenibile tra ESG, diligenza d'impresa e corporate digital responsibility*, in *Rivista di Corporate Governance*, 2022, 130 ss.

coltà di poter effettuare un bilanciamento di interessi che implichi scelte valoriali ⁽³⁹⁾.

Il nuovo obiettivo di un crescente coinvolgimento degli *stakeholders* nei processi decisionali del consiglio di amministrazione in materia di sviluppo sostenibile sembra poter trovare un utile strumento attuativo nell'utilizzo dell'intelligenza artificiale ⁽⁴⁰⁾. È noto infatti come l'impiego di quest'ultima per ragioni di *corporate governance* sia stato realizzato dalle grandi imprese digitali che se ne avvalgono per coinvolgere un numero sempre maggiore di *stakeholders* nelle decisioni societarie, in particolare mediante l'attivazione di *feedback* continui, anche sull'andamento gestionale ⁽⁴¹⁾. Un fenomeno che — è stato detto — determinerebbe il passaggio da una *corporate governance* tradizionale a una « platform governance » ⁽⁴²⁾ — definita anche *CorpTech governance* ⁽⁴³⁾ — che si verrebbe a connotare per una decentralizzazione dei fulcri decisionali e, più in generale, per un'organizzazione degli assetti societari più aperta alla comunità. E prefigurerebbe altresì una rivoluzione rispetto agli schemi tradizionalmente recepiti della *governance* societaria: la configurazione descritta comporterebbe la necessità di ripensare gli assetti gerarchici tradizionali caratterizzati dalla collocazione verticistica dell'organo di amministrazione ⁽⁴⁴⁾ e la possibile creazione di nuove forme di « flat-hierarchy » ⁽⁴⁵⁾.

L'utilizzo delle tecnologie anche con riguardo al sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, oltre che con riguardo al *board* e al suo fun-

⁽³⁹⁾ V. N. ABRIANI - G. SCHNEIDER, *Il diritto societario incontra il diritto dell'informazione*. IT, Corporate governance e Corporate Social Responsibility, in questa *Rivista*, 2020, 1391 ss.

⁽⁴⁰⁾ Sul tema v. da ultimo M. BIANCHINI - G. GASPARRI - G. RESTA - G. TROVATORE - A. ZOPPINI, *Gli sviluppi tecnologici del diritto societario*, in Quaderno giuridico Consob n. 23/2022, *passim*, su www.consob.it.

⁽⁴¹⁾ V. lo studio empirico di S. GADINIS - A. MIAZAD, *A test of stakeholder capitalism*, 2021, 1 ss., su www.ssrn.com. e N. ABRIANI, *Editoriale*, in *Rivista di Corporate Governance*, 2022, 8. Il ricorso alle piattaforme digitali per il confronto con gli azionisti è alla base del DAO Project sul quale v. N. ABRIANI - G. SCHNEIDER (nt. 39), 194 ss.

⁽⁴²⁾ V. M. FENWICK - J.A. McCAHERY - E.P.M. VERMEULEN, *The end of "corporate" governance: Hello "platform" governance*, in *European Business Organization Law Review*, 2019, 171 ss., dove si evidenzia la necessità di riconnettere le piattaforme « with (corporate governance) regulatory models ». V. anche M. FENWICK - W.A. KAAL - E.P.M. VERMEULEN, *The "unmediated" and "tech-driven" corporate governance of today's winning companies*, in *New York University Journal of Law & Business*, 2019, 116 ss., ove si parla di « decentralized corporate governance ».

⁽⁴³⁾ V. L. ENRIQUES - D.A. ZETZSCHE, *Corporate technologies and the Tech Nirvana fallacy*, in *Hastings Law Journal*, 2020, 90.

⁽⁴⁴⁾ V. J. HENRI, *The future of corporate governance and the role of directors*, 27 luglio 2018, su <https://medium.com/@jacobshenri/the-future-of-corporate-governance-and-the-role-of-directors-efcf0a5f7c5d>.

⁽⁴⁵⁾ V. M. FENWICK - E.P.M. VERMEULEN, *Technology and corporate governance: blockchain, crypto, and artificial intelligence*, ECGI Law Working Paper No. 424/2018, *passim*, su www.ssrn.com.

zionamento, sollecitano un ripensamento anche relativamente alla composizione del *board*. La possibile metamorfosi tecnologica dei consigli di amministrazione è destinata a riverberarsi sulle *skills* richieste ai componenti degli stessi, all'interno dei quali potranno assumere un rilievo crescente conoscenze informatiche e di *data science*. La presenza all'interno del *board* di specifiche conoscenze tecnologiche permetterebbe al consiglio di meglio ponderare le risultanze fornite dai sistemi automatizzati, come riportate dal *management*, in funzione di una più efficace attività di verifica e finanche di contraddittorio rispetto alle indicazioni fornite dall'intelligenza artificiale ⁽⁴⁶⁾. Ciò potrebbe determinare in prospettiva una situazione in cui la presenza di esperti di tecnologia all'interno del *board* assurgerebbe a *standard* indefettibile di *good governance* ⁽⁴⁷⁾. Così come è stata ritenuta auspicabile la formazione di un comitato *tech* o l'introduzione della figura di un *algorithm officer* per la valutazione degli algoritmi utilizzati nei processi decisionali ⁽⁴⁸⁾ (dal Rapporto Consob è emerso che allo stato il 16% degli amministratori ha competenze digitali).

Nel quadro del dovere di informare e di agire informati posto in capo, rispettivamente, agli amministratori esecutivi e agli altri consiglieri e di quello — strettamente connesso — di istituire adeguati assetti ai sensi dell'art. 2086, comma 2, c.c. si delinea pertanto la questione della rilevanza dell'utilizzo di strumenti di intelligenza artificiale al fine di creare un'organizzazione societaria *compliant* con tale prescrizione. In altri termini, sembra opportuno chiedersi se, in considerazione delle trasformazioni tecnologiche in esame e dei loro potenziali corollari sulla gestione societaria, l'adempimento del dovere di corretta amministrazione possa imporre anche un'adeguata incorporazione di processi automatizzati negli assetti predisposti. Una simile evoluzione parrebbe in effetti ineludibile nelle imprese operanti in mercati complessi, in cui gli *stress test* e le analisi di scenario presentano maggiori difficoltà sul piano operativo, mentre il ricorso a sistemi intelligenti varrebbe a garantire un'analisi più accurata rispetto a

⁽⁴⁶⁾ V. G.D. MOSCO, *RoboBoard. L'intelligenza artificiale nei consigli di amministrazione*, in *AGE*, 2019, 254; F. MÖSLEIN, *Robots in the boardroom: artificial intelligence and corporate law*, in *Research Handbook on the Law of Artificial Intelligence*, a cura di W. Barfield - U. Pagallo, Cheltenham, 2018, 649 ss. Anche il *Dutch Corporate Governance Code* (su <https://ecgi.global/code/dutch-corporate-governance-code-2016>) raccomanda, in caso di utilizzo di strumenti tecnologici, un adeguamento delle competenze del *management* e del *plenum* consiliare (nota esplicativa del principio 2.1.4).

⁽⁴⁷⁾ V., per i componenti del consiglio di amministrazione delle banche, il decreto MEF 169/2020 redatto in attuazione delle linee guida della BCE, *Guida alla verifica dei requisiti di professionalità e onorabilità - aggiornamento maggio 2018*, art. 10, comma 2; BCE, *Guide to fit and proper assessments*, dicembre 2021, 41.

⁽⁴⁸⁾ V. M.L. MONTAGNANI, *Il ruolo dell'intelligenza artificiale nel funzionamento del consiglio di amministrazione delle società per azioni*, Milano, 2021, 101.

quella che potrebbe essere realizzata dalle facoltà umane ⁽⁴⁹⁾. Fermo restando tuttavia che l'informatizzazione dei processi societari dovrà essere necessariamente declinata, oltre che con i principi etici, con il principio della proporzionalità, ovvero in relazione al tipo di società e alla natura e alle dimensioni della specifica attività d'impresa: le singole società saranno pertanto tenute a calibrare l'apparato tecnologico rispetto alla propria configurazione organizzativa ⁽⁵⁰⁾.

7. A fronte dei radicali cambiamenti in atto in materia di *governance*, l'interprete è chiamato all'arduo, ma ineludibile compito di selezionare quali regole di diritto societario, e in particolare di *corporate governance*, risultino ormai inadeguate rispetto alle trasformazioni che vanno delineandosi. A fronte dei segnali sempre più decisi dell'avvio di un percorso senza ritorno verso la sostenibilità dell'attività d'impresa e l'informatizzazione del funzionamento delle società, il giurista non può « opporre una resistenza preconcepita sulla base di asserite incompatibilità » con le categorie tradizionali, che devono evolversi a fronte delle istanze della modernità ⁽⁵¹⁾.

Il ripensamento degli schemi tradizionali di *governance* in funzione delle nuove istanze impone una adeguata visione del futuro ⁽⁵²⁾. Con l'ulteriore corollario che la S.p.A. quotata, com'è stato più volte sottolineato, rimane un privilegiato « laboratorio di sperimentazione » di problemi e soluzioni che potranno in seguito riversarsi nel diritto comune ⁽⁵³⁾.

⁽⁴⁹⁾ V. M.L. MONTAGNANI, *Flussi informativi e doveri degli amministratori di società per azioni ai tempi dell'intelligenza artificiale*, in *Persona e Mercato*, 2020, 98.

⁽⁵⁰⁾ V. C. PICCIAU, *The (un)predictable impact of technology on corporate governance*, in *Hastings Business Law Journal*, 2021, 129 ss.

⁽⁵¹⁾ Così P. MARCHETTI (nt. 5), 340.

⁽⁵²⁾ Per interessanti spunti al riguardo v. L. ENRIQUES - A. ROMANO, *Rewiring corporate law for an interconnected world*, in *Arizona Law Review*, 2022, 51 ss.; J. ARMOUR - L. ENRIQUES - T. WETZER, *Mandatory corporate climate disclosures: now, but how?*, in *Columbia Business Law Review*, 2021, 1085 ss.

⁽⁵³⁾ Così P. MONTALENTI, *Lezione aperta. L'Università e il diritto commerciale, oggi. L'evoluzione della società per azioni: quali prospettive?*, in *Rivista ODC*, 2021, 1116.