

CONSOB - 28 aprile 2023

Corporate Governance, sostenibilità e dialogo con gli azionisti

Lucia Calvosa

I tre temi di cui al titolo dell'incontro – a cui occorre aggiungere un quarto, il dialogo con gli *stakeholders* – sono intimamente connessi. Quello della sostenibilità è infatti tema intrinseco alla *corporate governance*, che parte e deve partire dal CdA, per poi propagarsi all'intero *corpus* aziendale, previa pervasione della strategia aziendale, della quale il CdA è organo principe, organo, appunto, di supervisione strategica. La *corporate governance* rappresenta infatti una leva fondamentale per lo sviluppo sostenibile, che costituisce ormai obiettivo centrale di atti normativi sia di *hard law* che di *soft law*. Atti, che hanno esteso agli amministratori – oltre che agli investitori istituzionali – il ruolo di protagonisti nel riorientamento dello scopo delle imprese, da quello dello *shareholder value* a quello dello *stakeholder value*, con conseguente modifica del ruolo del CdA da essenzialmente ponderatorio dell'interesse sociale a necessariamente compositario degli interessi di tutti gli *stakeholders* rilevanti per la società, non solo di quelli degli azionisti ma anche di quelli dei soggetti potenzialmente esposti agli impatti dell'esercizio dell'attività d'impresa (*affected by corporate decisions*): naturalmente, sempre al fine di pervenire a una sintesi *profit-oriented*, ma con equilibrato bilanciamento degli interessi degli altri *stakeholders* rilevanti.

La citata rimodulazione della funzione dell'organo amministrativo non è tuttavia scevra da 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 da delineare possibili profili di responsabilità in caso di mancata ottemperanza al modello di condotta prefigurato. Si tratta invero di profili di criticità ben lungi dall'essere risolti dagli ordinamenti nazionali o da quello eurounitario. In modo ricorrente le previsioni in materia utilizzano, nel delineare i doveri degli amministratori a tutela degli *stakeholders*, le generiche espressioni: *have regard* (section 172 Companies Act UK); *prenant en considération* (art. 1833 c.c. come modificato dalla Loi Pacte); *take into account* (proposta di direttiva su *corporate due diligence*); tenendo conto (definizione di successo sostenibile nel nostro 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. È arduo stabilire se le suindicate 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.

La verità è che è necessaria una riflessione approfondita sugli strumenti di *governance* tesi a realizzare l'obiettivo della sostenibilità. In questa prospettiva non credo che siano necessari la

modifica dello scopo della società (pure proposta da taluno e messa in atto sul piano statutario da qualche società) né la previsione di doveri degli amministratori con precisazione del novero degli interessi da proteggere nell'esercizio dell'impresa, quanto piuttosto sia opportuna la ricerca di forme istituzionali che diano agli *stakeholders* rilevanti la possibilità di partecipare ai processi decisionali concernenti le scelte gestorie che incidono sui loro interessi.

Del resto, il coinvolgimento attivo degli *stakeholders* nel perseguimento del successo sostenibile è stato indicato tra i c.d. principi imprescindibili di una *just transition* dalla Commissione europea in occasione della Cop26 e assume un'importanza crescente negli orientamenti più recenti dell'UE, peraltro anticipati dal nostro Codice di *corporate governance*, che non solo ha sottolineato la necessità che nelle scelte gestorie siano tenuti in considerazione anche gli interessi degli altri *stakeholders* rilevanti per la società, ma ha anche stabilito che il CdA promuova il dialogo, oltre che con i soci, anche con gli altri *stakeholders* rilevanti.

In proposito, ricordo che oltre la metà degli emittenti ha pubblicato la politica di *engagement* e descritto la stessa nella relazione sul governo societario. Il 40% degli emittenti ha dato applicazione alla raccomandazione della promozione del dialogo con gli *stakeholders*, talvolta anche con ricorso all'intelligenza artificiale e al dialogo attraverso piattaforme, con passaggio da una *corporate governance* tradizionale a una *platform governance* o *corptech governance*. Dal monitoraggio dell'applicazione del Codice è emerso inoltre che circa il 60% degli emittenti ha identificato gli interessi degli *stakeholders* rilevanti, di cui dovrebbe essere fatta da ciascuna società una idonea profilazione. Meno frequente è invece la diffusione di informazioni sulle modalità del dialogo, e soprattutto sul *reporting* al CdA in merito ai contenuti e agli esiti dello stesso, per quanto il *reporting* sia essenziale per lo svolgimento dell'attività compositiva degli interessi da parte del *board*.

E anche – ma non solo – per sopperire a questo inconveniente, ho recentemente proposto, sia pure con tutti i *caveat* del caso, di fare ricorso alla figura del *board observer*, nata negli Stati Uniti nell'ambito del *venture capital*, affinché facciano appunto ingresso nei *boards* gli interessi degli *stakeholders* attraverso un proprio incaricato, un osservatore, appunto, che partecipi alle riunioni consiliari per portare le istanze della categoria di *stakeholders* di riferimento direttamente nel *board*, e naturalmente senza diritto di voto. Si tratta, in buona sostanza, di una diversa tecnica di *engagement*. In genere l'istituzione del *board observer* è richiesta da investitori strategici (soci o sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi) o da finanziatori quale strumento di garanzia dell'investimento in capitale di rischio o del finanziamento accordato alla società. Naturalmente l'estensione della figura all'ambito delle società quotate per favorire l'implementazione di un c.d. *stakeholderismo democratico* deve essere sottoposto al vaglio della compatibilità con il diritto societario e con quello dei mercati finanziari (v. al riguardo quaderno Consob di prossima pubblicazione).

Allo stato pertanto, ove ritenuto compatibile, l’inserimento della figura potrebbe avvenire esclusivamente sul piano negoziale dell’autonomia privata, con particolare attenzione, da parte delle società in sede di negoziazione o di previsione statutaria, ad impedire che la nomina del *board observer* possa riflettersi negativamente sull’efficiente e corretto funzionamento della *governance*. Se adeguatamente regolato, lo strumento potrà offrire opportunità all’evoluzione della *corporate governance* per dare voce agli *stakeholders*, che così assumono il ruolo di attori capaci di orientare le politiche delle società verso i valori ESG e verso lo sviluppo sostenibile.

Il percorso verso la sostenibilità è ormai tracciato e intrapreso attraverso la *corporate governance*: sia sul piano della normativa (di fonte primaria o secondaria) sia sul piano negoziale (statutario o parasociale) sia infine sul piano dell’autodisciplina.

In ordine alla quale ultima ricordo che: *a)* la quasi totalità delle società aderenti al Codice di *corporate governance* (l’88%) dichiara di ottemperare alla raccomandazione sul perseguimento del successo sostenibile, e quest’ultimo si riflette nelle strategie per il 55% delle società (43% nel 2021); *b)* il 61% degli emittenti che hanno pubblicato (perché obbligati o volontariamente) la DNF hanno adottato un piano di sostenibilità, frequentemente integrato nel piano industriale, con conseguente traduzione degli obiettivi di sostenibilità in obiettivi di *business*. E ciò si traduce poi nell’obiettivo finale: quello, appunto, che la sostenibilità pervada la strategia, il sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, la politica di remunerazione. E l’ambito delle remunerazioni è proprio quello in cui si riscontrano, in sede di monitoraggio, i maggiori miglioramenti: nel 74% dei casi in cui si ricorre alla remunerazione variabile parte di essa è legata a obiettivi ESG (60% nel 2021 e 30% nel 2020), ancorché permanga un’area in cui si fa riferimento a obiettivi generici e non a *target* predeterminati e misurabili.

Quello della misurabilità degli obiettivi ESG, del resto, è ancora uno dei temi su cui agire: com’è noto, sono in elaborazione da parte dell’Efrag *standards* generali che avrebbero dovuto essere approvati dalla Commissione europea a giugno 2023 ma che – a quanto consta – avranno per volontà della stessa Commissione un rallentamento. Ciò che è importante è che tali *standards* riguarderanno anche le PMI quotate e, sia pure come *standards* volontari, le PMI non quotate.

E questa è la vera sfida della sostenibilità: quella di coinvolgere non solo le grandi imprese, molte delle quali sono già *compliant*, e possono comunque affrontare i costi per diventarlo, ma anche e soprattutto le PMI, e non solo quelle che fanno parte della catena di valore delle grandi (che attraverso l’azione sulle filiere agiscono da veri e propri catalizzatori di sostenibilità), ma anche tutte le altre, quotate e non, che costituiscono il tessuto imprenditoriale del nostro Paese, verso le quali anche la recente bozza di disegno di legge c.d. *Capitali* ha manifestato un certo *favor*.

In questa prospettiva il Comitato di *corporate governance* si sta interrogando sul tema del proprio perimetro di azione: per eventualmente ampliarlo sia verso le grandi imprese non quotate (alla stregua di quanto fanno altri paesi: UK, Belgio, Slovenia, Grecia), sia verso le PMI (come già avviene in UK e in Francia) a seguito dell'emersione da parte delle stesse di una nuova domanda di *best practices* proprio in materia di *governance* di sostenibilità. Inoltre il Comitato ha avuto contatti, e continuerà ad averne, con gli altri Comitati europei, per definire un quadro comune di *best practices* e linee guida in tema, appunto, di sostenibilità (e, in prospettiva futura, anche di digitalizzazione, che peraltro, come afferma il Codice olandese, è accomunata alla sostenibilità dalla circostanza che esse “vanno entrambe al cuore della strategia”).

A corollario e suggello di quanto detto, occorre infine sottolineare l'importante ruolo che l'autodisciplina può esplicare in questi ambiti. Ritengo infatti che le regole di *soft law* costituiscano un solido punto di riferimento per lo sviluppo della *governance*, e segnatamente per quello della *governance* di sostenibilità, che necessita ancor di più di essere regolata dalla *soft law* in virtù della naturale attitudine della stessa ad evolversi nel tempo, ferma naturalmente la necessità che siano previsti anche segmenti di disciplina per ambiti specifici (per es. tassonomia). Occorre in altri termini, per la transizione verso la sostenibilità, che vi sia un corretto bilanciamento tra disciplina e autodisciplina quali strumenti concorrenti, tanto più che quest'ultima non solo è espressamente riconosciuta e valorizzata nel nostro ordinamento dal TUF (artt. 123 *bis* e 149), ma soprattutto rappresenta un laboratorio di sperimentazione di soluzioni potenzialmente elevabili a rango normativo. La maggiore duttilità dell'autodisciplina può più facilmente favorire anche il processo di armonizzazione dei diversi ordinamenti voluto dalle stesse imprese che operano tra più Stati, le quali hanno interesse alla creazione di un nucleo comune di *best practices* anche per acquisire e mantenere la fiducia degli investitori nazionali ed esteri.