



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M. FANNO"

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

**"Il successo sostenibile nel nuovo codice di corporate governance italiano:
un'analisi comparata con Germania e US"**

RELATORE:

CH.MO/A PROF./SSA PUGLIESE AMEDEO

LAUREANDO/A: UMBERTO SGREVA

MATRICOLA N. 2005378

ANNO ACCADEMICO 2023 – 2024

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 (signature). .....

Ringraziamenti

Prima di procedere con la trattazione, desidero esprimere la mia profonda gratitudine a tutte le persone che hanno contribuito in modo significativo al completamento di questa tesi. Il mio percorso accademico è stato arricchito da tante persone straordinarie che meritano riconoscimento e apprezzamento.

Innanzitutto, vorrei ringraziare il mio relatore il Professore Amedeo Pugliese per la sua guida preziosa, il suo sostegno costante e la sua infinita pazienza.

Desidero esprimere la mia immensa riconoscenza ai miei genitori, Paolo e Cinzia, per il loro amore incondizionato, il loro sostegno finanziario e la loro costante fiducia in me. Sono profondamente grato/a mia sorella Beatrice per il suo supporto costante durante il percorso accademico.

Un ringraziamento speciale va anche alla mia fidanzata Linda, la cui presenza è stata una fonte inesauribile di ispirazione, motivazione e supporto. Grazie per tutto il tempo che mi hai dedicato: Grazie perché ci sei sempre stata. Senza di loro, questo traguardo sarebbe stato molto più difficile da raggiungere.

Un grazie di cuore va anche a tutti i miei amici dell'università, in particolare Lorenzo, Francesco, Giovanni e Pietro, che hanno condiviso con me gioie e sfide durante questo percorso accademico. Le vostre discussioni, il vostro supporto morale e le vostre risate hanno reso questa esperienza indimenticabile. Ringrazio anche i miei amici di Vicenza (Filippo, Alessandro e Federico) per essere stati lì quando avevo bisogno di incoraggiamento, per le vostre parole gentili e per avermi sempre spinto a dare il massimo.

Infine, vorrei esprimere la mia gratitudine alla mia famiglia allargata, ai miei nonni, ai miei zii e zie, e a tutti coloro che mi hanno sostenuto nel corso degli anni.

Grazie ancora a tutti!

*“Considerate la vostra semenza:
fatti non foste a viver come bruti,
ma per seguir virtute e canoscenza.”*

Dante Alighieri, Inferno XXVI

Sommario

Introduzione.....	1
Capitolo 1 - Il codice di corporate governance italiano.....	2
1.1 Il nuovo codice del 2020 tra stakeholder value e shareholder value.....	2
1.2 Analisi approfondita delle novità apportate dal codice	6
1.3 Il successo sostenibile nel codice di corporate governance.....	11
Capitolo 2 - Le normative sulla sostenibilità a confronto: il caso americano e tedesco.	14
2.1 Introduzione all'analisi comparata.....	14
2.2 Il caso americano: il ruolo della disclosure aziendale	17
2.3 Il caso tedesco: la sostenibilità nel nuovo codice di corporate governance 2022	21
Capitolo 3 - Problemi delle normative vigenti e possibili soluzioni per il legislatore in relazione al tema del successo sostenibile.	27
3.1 Obiettivi desiderabili e problemi di gestione: la divergenza tra regolatore e imprese	27
3.2 Strategie e soluzioni per superare le sfide e favorire la sostenibilità	30
Conclusioni.....	33

Bibliografia

Introduzione

Il presente elaborato analizza in modo approfondito il nuovo codice di corporate governance italiano (2020) e in particolare effettua un approfondimento sul concetto di successo sostenibile. Al fine di dimostrare l'efficacia o meno dell'attuale processo di armonizzazione delle buone pratiche di gestione aziendale sostenibile a livello nazionale e internazionale, si effettua un confronto con le normative sulla sostenibilità di tre differenti paesi: Italia, USA e Germania. Nello specifico, si intende analizzare le novità apportate dalla nuova versione del codice italiano per attuare un confronto con le sue versioni precedenti e, successivamente, effettuare un'analisi comparata tra i tre diversi sistemi legislativi. Dopo aver esaminato l'attuale contesto normativo, l'obiettivo della ricerca condotta consiste nel capire se le normative imposte siano effettivamente applicabili (cioè, adatte ad ottenere risultati effettivamente tangibili) e in linea con gli interessi congiunti di azionisti, amministratori e stakeholders.

La scelta di questo argomento nasce dalla convinzione che il successo aziendale sostenibile sia di estrema importanza e attualità, in quanto esso non solo si riferisce all'obiettivo ambientale di salvaguardia delle risorse naturali, ma anche ad un mezzo per ridurre costi e rischi, aumentando la spinta all'innovazione, e costituendo un nuovo stimolo per la filiera, i prodotti e i modelli di business. Ecco perché risulta di notevole importanza verificare l'efficacia delle regole imposte e analizzare il confronto tra sistemi legislativi, al fine di provare l'omogeneità delle fonti normative in ambito di gestione sostenibile delle imprese.

Il concetto di corporate governance è un pilastro fondamentale nell'ambito dell'organizzazione e della gestione delle aziende che influenza direttamente il modo in cui le imprese si rapportano ai propri azionisti, agli stakeholder e al contesto socio-economico in cui operano. Nel contesto italiano, il Codice di Corporate Governance ha svolto un ruolo cruciale nel fornire linee guida e regolamentazioni per la gestione aziendale, cercando di stabilire un equilibrio tra gli interessi degli azionisti e degli stakeholder. Nel 2020, il codice italiano ha subito significative modifiche, puntando a promuovere un approccio più orientato al valore degli stakeholder rispetto a quello degli azionisti. Tuttavia, è da capire se le regole imposte dai legislatori siano effettivamente applicabili e in grado di disciplinare il sistema di gestione aziendale. In questo contesto, attraverso un'analisi dottrinale e di studio di normative sulla sostenibilità, la tesi enuncia le principali criticità che possono nascere quando il regolatore impone nuove regole per conseguire un obiettivo desiderabile ma crea problemi di gestione aziendale e le possibili soluzioni che possono essere adottate per limitarle.

Capitolo 1 - Il codice di corporate governance italiano.

1.1 Il nuovo codice del 2020 tra stakeholder value e shareholder value

Il 31 gennaio 2020 è entrato in vigore il Nuovo Codice di Corporate Governance italiano. Nonostante esistano alcune eccezioni, il codice è applicabile a tutte le società con azioni quotate sul mercato azionario gestito da Borsa Italiana SpA a partire dal primo esercizio successivo al 31 dicembre 2020, dove le aziende dovranno fornire dettagli in merito nell'ambito della relazione sul governo societario¹. Il Codice è il risultato del lavoro svolto dal Comitato per la Corporate Governance, presieduto da Patrizia Grieco e composto da rappresentanti di società quotate, aziende di asset management e rappresentanti degli enti promotori come ABI, ANIA, Assogestioni, Assonime, Borsa Italiana e Confindustria. La più recente versione del Codice (2020) è il risultato di un approfondito dialogo con le società quotate, basato su un'attenta analisi dei progressi internazionali nel campo della corporate governance e sui risultati del monitoraggio condotto dal Comitato sull'applicazione del Codice². Questo Comitato, che è di natura strettamente privata e non ha riconoscimento giuridico autonomo, ha come principale obiettivo istituzionale la promozione delle pratiche di buon governo aziendale all'interno delle società quotate italiane³. Il Codice di corporate governance è composto da sei articoli, che a loro volta sono suddivisi in venti principi che delineano gli obiettivi di una governance efficace, e trentasette raccomandazioni che specificano i comportamenti ritenuti conformi alle best practice e che mirano al raggiungimento degli obiettivi enunciati nei principi⁴. L'adesione al Codice è volontaria e segue il principio "comply or explain", cioè le aziende possono scegliere di aderire o spiegare le ragioni per cui non lo fanno (prevalenza della sostanza sulla forma) con l'obiettivo di rendere le regole di corporate governance italiane più in linea con gli standard internazionali, mirando a instaurare un sistema che ispiri maggiore fiducia tra gli investitori stranieri⁵. Si sottolinea, infatti, che l'articolo 123 bis, comma 2, lettera a) del Testo Unico della Finanza (T.U.F.) obbliga gli emittenti a dichiarare nell'ambito della relazione sulla gestione se aderiscono a un codice di comportamento in materia di governo societario o motivare eventuali mancate adesioni a una o più disposizioni del codice. Le comunicazioni successive sul rispetto o meno del Codice assumono quindi un'importante valenza come comunicazioni sociali⁶.

¹ (COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, 2020)

² (ASSONIME, 2020)

³ (COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, 2020)

⁴ (BONELLI, 2021)

⁵ (IONOS Startup Guide, 2023)

⁶ (BONELLI, 2021)

Di notevole importanza sono le definizioni, presenti nel codice, di "società grande", cioè con una capitalizzazione di mercato superiore a 1 miliardo di euro all'ultimo giorno di mercato aperto di ciascuno dei 3 anni solari precedenti, e di "società a proprietà concentrata", in cui uno o più soci partecipanti a un accordo parasociale di voto detengono, anche attraverso società controllate, fiduciarie o interposta persona, la maggioranza dei voti esercitabili in assemblea ordinaria. Da notare che le società che perdono lo status di "società grande" o "società a proprietà concentrata" non possono più beneficiare delle misure di proporzionalità previste per questa categoria a partire dal secondo esercizio successivo al verificarsi della relativa condizione dimensionale. Ciò implica che tali società dovranno adattarsi alle norme applicabili alle categorie di dimensioni inferiori⁷. Nonostante il Codice si rivolga in generale a tutte le società quotate, le raccomandazioni assumono sfumature diverse in base alle dimensioni dell'impresa, e le prescrizioni sono adattate in relazione alla concentrazione più o meno marcata della struttura proprietaria. Questo rappresenta un significativo cambiamento. In precedenza, infatti, la proporzionalità era vincolata esclusivamente alle dimensioni, ma il nuovo Codice di Corporate Governance mira a comprendere anche le imprese industriali di piccole e medie dimensioni e/o a conduzione familiare che, notoriamente, costituiscono la colonna portante dell'economia italiana e sopportano in modo sproporzionato i costi e gli oneri associati alla conformità per quotarsi sul mercato⁸.

Ma come si posiziona il Nuovo Codice di Corporate Governance tra la dottrina istituzionalista, basata sul perseguimento dell'interesse sociale collettivo o stakeholder value, e contrattualista, fondata sulla massimizzazione dello Shareholder value, espressione del liberalismo classico?

Per comprendere pienamente la portata delle trasformazioni del nuovo codice è necessario effettuare un'attenta analisi della storia delle dottrine classiche che hanno contribuito a definire il concetto e il fine dell'impresa. In particolare, quest'ultimo può essere associato a due modelli contrapposti, quello contrattuale e quello istituzionale, i quali adottano un differente punto di vista sull'interesse sociale che l'impresa dovrebbe perseguire⁹.

- **La teoria istituzionalista dell'interesse sociale**, rappresentata da Walther Rathenau, sostiene che le grandi imprese dovrebbero servire l'interesse collettivo, produrre ricchezza per la comunità e promuovere il progresso scientifico, oltre a fornire lavoro. Tuttavia, questo approccio mette in contrasto l'interesse del piccolo azionista, che cerca il proprio guadagno personale, con l'interesse generale. In questo contesto, caratterizzato dall'indipendenza e dalla superiorità dell'organo amministrativo rispetto all'assemblea, l'impresa perde la sua natura di strumento per massimizzare

⁷ (BONELLI, 2021)

⁸ (CAMMINO DIRITTO, 2019).

⁹ (CONSIGLIO A., 2021)

l'utilità privata e diventa un luogo di interessi diversi, spesso estranei ai processi decisionali dell'impresa¹⁰.

- Dall'altra parte, **la dottrina contrattualista** identifica l'interesse sociale come l'interesse comune dei soci. L'obiettivo principale rimane la massimizzazione dell'utile, con l'oggetto sociale che assume una funzione strumentale per raggiungere questo scopo. Al giorno d'oggi questa dottrina è rappresentata dalla teoria dello Shareholder Value che individua l'interesse sociale con l'aumento del valore reale delle azioni¹¹.

Tuttavia, l'idea di porre l'interesse degli stakeholder al centro ha trovato accoglienza nell'ordinamento inglese tramite il Companies Act del 2006, dimostrando l'obsolescenza dell'attuale contrapposizione tra istituzionalismo e contrattualismo e indicando che l'antagonismo tra le teorie della shareholder value e della stakeholder value non riflette completamente la differenza ideologica che caratterizzava le posizioni classiche. Inoltre, l'attuale spostamento dell'attenzione dalla Shareholder Value a favore della Share Value (*“insieme delle politiche e delle pratiche operative che rafforzano la competitività di un'azienda, migliorando nello stesso tempo le condizioni economiche e sociali della comunità in cui essa opera”*¹²) conferma questa evoluzione, e il confine tra le due prospettive diventa sempre più sfumato. La contrapposizione tra istituzionalismo e contrattualismo non è completamente superata, ma sembra che l'antagonismo tra di esse sia meno rilevante. Nonostante la creazione di valore per l'azionista lasci spazio alla massimizzazione del valore dell'azione stessa, questa prospettiva rimane compatibile con l'interesse a medio-lungo termine dell'azionista¹³.

Quindi, rispondendo alla domanda iniziale, il Nuovo Codice di Corporate Governance del 2020 ha in parte abbracciato le tesi istituzionaliste, ma non si è completamente distanziato dal pensiero contrattualista associato al liberalismo classico. Infatti, la nozione di "successo sostenibile" del nuovo codice sembra essere più in linea con la teoria della shareholder value o, meglio, con la "Share Value", piuttosto che con le posizioni estreme dell'istituzionalismo classico. Anche le pratiche di Corporate Social Responsibility (CSR), sebbene siano riconosciute al di fuori dell'autodisciplina, continuano a essere strumentali alla ricerca del profitto e alla massimizzazione del valore per gli azionisti. Quindi la valutazione e il perseguimento anche di interessi-altri rimane, ad oggi, pur sempre profit-oriented. Allo stesso modo, va precisato che l'introduzione dell'idea di "successo sostenibile" ha implicazioni pratiche significative: è importante riconoscere che l'antica netta contrapposizione tra contrattualismo e istituzionalismo non esiste più, e il concetto stesso di shareholder value non esclude il

¹⁰ (CONSIGLIO A., 2021)

¹¹ (CONSIGLIO A., 2021)

¹² (PORTER, 2011)

¹³ (CONSIGLIO A., 2021)

perseguimento o la considerazione di obiettivi e interessi "altri", come quelli degli stakeholder. Quindi, si può affermare che le tesi del contrattualismo e dell'istituzionalismo nella loro forma pura sembrano oggi inadeguate per rappresentare le attuali tendenze, poiché si influenzano reciprocamente. L'idea di interesse sociale come inteso dai contrattualisti tradizionali è in parte abbandonata, ma al contempo la creazione di valore per gli azionisti rimane centrale nella disciplina. Allo stesso modo, sebbene lo spirito di responsabilità sociale d'impresa tipico dell'istituzionalismo abbia guadagnato maggiore rilevanza, rimane principalmente uno strumento e non si eleva davvero a un fine, come predicato da Rathenau¹⁴.

¹⁴ (CONSIGLIO A., 2021)

1.2 Analisi approfondita delle novità apportate dal codice

Oltre al numero ridotto di articoli, sei dell'attuale versione contro i dieci della precedente, e l'eliminazione dei commenti, la nuova edizione del Codice di corporate governance presenta molte novità, con un approccio semplificato rispetto alla versione precedente. Tra le principali innovazioni, particolare enfasi si evidenzia non solo sui temi della sostenibilità e dell'engagement, riflettendo la crescente importanza di questi aspetti nel contesto aziendale, ma anche nella maggiore flessibilità al fine di ottenere un'applicazione graduale che tiene conto delle dimensioni dell'impresa. Inoltre, elemento centrale della nuova edizione è la definizione e il rafforzamento del ruolo dell'organo di amministrazione, al quale viene affidato il compito di selezionare il modello di governance più adatto, stabilire le linee guida per il controllo interno e la gestione dei rischi, nonché adottare una politica per la gestione del dialogo con tutti gli azionisti¹⁵. Tutto ciò enfatizza il ruolo strategico e decisionale dell'organo di amministrazione nella gestione aziendale.

Nello specifico, le novità riguardano i seguenti aspetti.

Ruolo dell'organo di amministrazione: l'articolo 1 si concentra sulla definizione del ruolo dell'organo amministrativo, assegnandogli la responsabilità di guidare la società verso il successo sostenibile, inteso come *“obiettivo che guida l'azione dell'organo di amministrazione e che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri stakeholder rilevanti per la società”*¹⁶. Tra le principali novità introdotte, è importante evidenziare quanto segue¹⁷:

- l'organo amministrativo acquisisce maggiore responsabilità nella selezione del modello di governance, avendo la possibilità di presentare proposte motivate all'assemblea in merito alla scelta del modello da adottare.
- Si conferisce all'organo amministrativo la facoltà di designare un comitato che lo assista nella preparazione e nell'approvazione del piano industriale della società e del gruppo, concentrandosi su tematiche rilevanti per la creazione di valore nel lungo termine.
- L'organo amministrativo ha il compito di adottare, su proposta del Presidente in accordo con il CFO, una politica per gestire il dialogo con la totalità degli azionisti, tenendo conto delle strategie di coinvolgimento adottate dagli investitori istituzionali e dai gestori attivi.

¹⁵ (BONELLI, 2021)

¹⁶ (CODICE DI CORPORATE GOVERNANCE, 2020)

¹⁷ (BONELLI, 2021)

Composizione dell'organo amministrativo: l'articolo 2 riguarda la composizione dell'organo amministrativo e introduce una nuova definizione per gli amministratori esecutivi, abbandonando il termine "esponenti di rilievo". Questo articolo mette l'accento sull'importanza della diversità non solo in termini di membri esecutivi e non esecutivi, ma anche in termini di genere nella costituzione dell'organo amministrativo, sempre nel rispetto del principio di competenza e professionalità adeguate¹⁸. In particolare, le novità di questo articolo possono essere così riassunte¹⁹:

- maggiore rilevanza dell'indipendenza degli amministratori, considerando non indipendente chiunque abbia ricoperto la carica di amministratore nella società per almeno 9 esercizi, anche non consecutivi, negli ultimi dodici anni.
- Il presidente di una società o di una controllata di importanza strategica è identificato come amministratore esecutivo, che detiene la responsabilità nella gestione o nella formulazione delle strategie aziendali.
- Nelle grandi società a proprietà concentrata, la quota minima di amministratori indipendenti deve essere almeno 1/3 dell'organo amministrativo, mentre nelle altre grandi società almeno la metà di questo deve essere composto da amministratori indipendenti. Queste raccomandazioni si applicano a partire dal primo rinnovo dell'organo amministrativo successivo al 31 dicembre 2020.

Funzionamento dell'organo di amministrazione e ruolo del presidente: l'articolo 3 aumenta il coinvolgimento dell'organo amministrativo nella definizione delle proprie procedure operative e nella gestione delle informazioni prima delle riunioni del consiglio, comprese le disposizioni relative ai comitati²⁰. Nello specifico²¹:

- viene valorizzato il ruolo del presidente dell'organo amministrativo come mediatore tra gli amministratori esecutivi e non esecutivi, con l'incarico di assicurare il corretto funzionamento delle riunioni del consiglio. Il presidente è anche responsabile di garantire che tutti i membri del consiglio e del collegio sindacale partecipino a programmi di introduzione per comprendere meglio le esigenze e le specificità dell'azienda, nel contesto del successo sostenibile e nel rispetto delle buone pratiche di gestione dei rischi e delle normative applicabili.

¹⁸ (BONELLI, 2021)

¹⁹ (CODICE DI CORPORATE GOVERNANCE, 2020)

²⁰ (BONELLI, 2021)

²¹ (CODICE DI CORPORATE GOVERNANCE, 2020)

- Vengono ampliate le situazioni in cui è raccomandata la nomina di un lead independent director, il quale può essere richiesto dalla maggioranza degli amministratori indipendenti nelle società di grandi dimensioni.

Nomina degli amministratori e autovalutazione dell'organo di Amministrazione: l'articolo 4 prevede un incremento delle responsabilità del comitato nomine riguardo alle seguenti attività²²:

- autovalutazione e definizione della composizione ottimale dell'organo amministrativo e dei suoi comitati;
- individuazione dei candidati alla carica di amministratore in caso di cooptazione;
- possibile presentazione di una lista da parte dell'attuale organo amministrativo in uscita, con procedure che garantiscono trasparenza nella sua compilazione e presentazione.
- Preparazione, aggiornamento e attuazione, se necessario, di un piano per la successione del CEO e degli altri amministratori esecutivi.

Remunerazione: l'articolo 5 stabilisce che la politica di remunerazione di amministratori, membri dell'organo di controllo e top management deve essere orientata al raggiungimento del successo sostenibile della società. L'articolo in questione non introduce cambiamenti significativi rispetto alle disposizioni precedenti sulla remunerazione, sebbene vi siano alcune differenze da considerare, in particolare per quanto riguarda i compensi variabili destinati agli amministratori non esecutivi²³. La raccomandazione n. 29 stabilisce che *“la politica per la remunerazione degli amministratori non esecutivi prevede un compenso adeguato alla competenza, alla professionalità e all’impegno richiesti dai compiti loro attribuiti in seno all’organo di amministrazione e nei comitati consiliari; tale compenso non è legato, se non per una parte non significativa, a obiettivi di performance finanziaria”*.

Sistema di controllo interno e gestione dei rischi: la novità fondamentale dell'articolo 6²⁴ consiste nell'importanza attribuita al ruolo dell'organo di amministrazione²⁵:

- nella creazione di un Sistema di Controllo Interno e di Gestione del Rischio (SCIGR) che sia allineato con le strategie della società al fine di contribuire al suo successo sostenibile.

²² (BONELLI, 2021)

²³ (BONELLI, 2021)

²⁴ (CODICE DI CORPORATE GOVERNANCE, 2020)

²⁵ (BONELLI, 2021)

- Nella formulazione dei principi relativi al coordinamento e alla comunicazione tra tutte le parti coinvolte nel SCIGR, con l'obiettivo di ottimizzare l'efficienza del sistema e assicurare una adeguata esecuzione delle responsabilità dell'organo di controllo.

Inoltre, un ruolo cruciale è assegnato al comitato controllo e rischi, il quale ha la responsabilità di assistere l'organo amministrativo nelle valutazioni e nelle decisioni riguardanti SCIGR e nell'approvazione dei rapporti periodici, sia finanziari che non finanziari. Nel suo ruolo di supporto all'organo amministrativo, il comitato controllo e rischi valuta diversi aspetti, tra cui la capacità dell'informazione periodica di riflettere accuratamente il modello di business, le strategie aziendali, l'impatto delle attività della società e i risultati ottenuti. Inoltre, esamina il contenuto delle informazioni periodiche di carattere non finanziario che sono rilevanti per SCIGR²⁶.

Riassumendo, oltre a rafforzare alcune buone pratiche preesistenti e attribuire notevole importanza al principio del successo sostenibile che sarà approfondito nel prossimo paragrafo, le modifiche sostanziali apportate al Codice seguono tre direttrici fondamentali:

Engagement: il nuovo Codice raccomanda alle società quotate di instaurare un dialogo con il mercato, implementando politiche di engagement (impegno) che siano complementari a quelle adottate dagli investitori istituzionali e dai gestori patrimoniali. Un ruolo fondamentale di coordinamento di questo dialogo è assegnato al presidente del consiglio di amministrazione, il quale è incaricato, in collaborazione con l'Amministratore Delegato, previa approvazione del Consiglio, di elaborare una politica per la gestione del dialogo con la totalità degli azionisti. Questo processo assicura che tutti i membri del consiglio di amministrazione siano adeguatamente informati sui progressi e sui contenuti significativi del dialogo intrattenuto con tutti gli azionisti. In questo modo, si promuove la trasparenza e si garantisce che l'azienda sia in grado di comprendere e rispondere alle aspettative e alle preoccupazioni dei suoi azionisti²⁷.

Proporzionalità: al fine di agevolare la quotazione delle società di dimensioni medio-piccole e di quelle con un'elevata concentrazione di proprietà, l'implementazione del nuovo Codice si fonda su principi di flessibilità e proporzionalità rafforzati. Alcune raccomandazioni riguardano quindi solo le società di grandi dimensioni, mentre semplificazioni specifiche sono previste per le società a proprietà concentrata²⁸.

²⁶ (BONELLI, 2021)

²⁷ (ASSONIME, 2020)

²⁸ (ASSONIME, 2020)

Semplificazione: il nuovo Codice ha una struttura più snella che si basa su principi che delineano gli obiettivi di una buona governance aziendale, insieme a raccomandazioni soggette alla regola del "comply or explain". Però, a differenza delle edizioni precedenti, i commenti che fornivano istruzioni pratiche su come applicare il Codice, che non erano vincolanti secondo la regola del "comply or explain", sono stati eliminati. Tuttavia, per agevolare l'applicazione del Codice, il Comitato ha previsto di raggruppare domande e risposte frequenti (Q&A), che verranno aggiornate periodicamente e su richiesta delle società. Questo strumento sarà utile per fornire chiarimenti e indicazioni pratiche sulle questioni relative al Codice²⁹.

Infine, il Comitato ha adottato un approccio neutrale alle best practice riguardanti i modelli di governance, rendendo il Codice facilmente applicabile a tutti i tipi di modelli societari, inclusi quelli tradizionali, monistici e dualistici, oltre a essere adatto alle società estere quotate in Italia. La revisione del Codice è stata condotta non solo per rafforzare alcune raccomandazioni esistenti, come la valutazione dell'indipendenza, la qualità dell'informazione fornita agli amministratori e il ruolo del presidente del consiglio di amministrazione, ma anche per raccomandare esplicitamente le best practice già suggerite dalle precedenti edizioni del Codice, come la creazione di piani di successione per gli amministratori esecutivi e la promozione della parità di trattamento e opportunità tra i generi nell'organizzazione aziendale. Inoltre, la revisione ha puntato ad allineare la corporate governance italiana con alcune best practice internazionali, ad esempio, consentendo la possibilità di qualificare come indipendente il presidente del consiglio di amministrazione, riconoscendo il ruolo del segretario del consiglio di amministrazione e considerando le esperienze internazionali nella definizione delle politiche di remunerazione. Queste modifiche mirano ad armonizzare la corporate governance nazionale con le migliori pratiche a livello internazionale³⁰.

Il successo sostenibile, l'engagement con gli stakeholder e i nuovi principi di proporzionalità, trasparenza e flessibilità rappresentano indubbiamente un significativo passo avanti nell'evoluzione del Codice, il quale è in linea con gli obiettivi che il comitato per la corporate governance intende promuovere.

²⁹ (ASSONIME, 2020)

³⁰ (ASSONIME, 2020)

1.3 Il successo sostenibile nel codice di corporate governance

Il nuovo Codice ha come obiettivo principale quello di incoraggiare le società quotate ad adottare strategie sempre più orientate alla sostenibilità del loro business. In questo contesto, il ruolo primario del consiglio di amministrazione è quello di perseguire il successo sostenibile dell'azienda, già definito precedentemente nell'analisi dell'articolo 1 del nuovo codice di corporate governance. Questo approccio integrato richiede al consiglio di amministrazione di sviluppare obiettivi di sostenibilità che permeino l'intera governance aziendale e siano incorporati nel piano industriale³¹, nel sistema di controllo interno, nella gestione dei rischi e nelle politiche di remunerazione. Per quanto riguarda quest'ultimo, come già accennato nell'articolo 5, il codice raccomanda che gli obiettivi di performance siano: definiti in anticipo, misurabili e collegati in modo significativo a un periodo di lungo termine. Inoltre, questi dovrebbero essere in linea con il fine strategico della società e mirare a promuovere il successo sostenibile, inclusi, quando appropriato, indicatori non finanziari. Tale direzione suggerisce un aumento del livello di responsabilità del top management, insieme a una maggiore trasparenza e responsabilizzazione richieste sia dai mercati finanziari che da tutti gli altri stakeholder³². L'integrazione effettiva della sostenibilità nel sistema di gestione del rischio aziendale, invece, è una sfida significativa. Infatti, è importante sottolineare che il termine "sostenibilità" non riguarda solo le questioni ambientali come il cambiamento climatico o la scarsità di risorse come acqua ed energia, ma abbraccia una gamma più ampia di temi. Questi includono aspetti legati alla governance aziendale, all'etica aziendale, alla gestione delle questioni sociali, ai processi produttivi, alla sicurezza dei prodotti e dei servizi, alla sicurezza delle informazioni e dei dati, alla gestione delle risorse umane e allo sviluppo dei talenti aziendali. Per racchiudere tutti questi aspetti in una sola parola, spesso si utilizza l'acronimo ESG, che sta per Environmental (Ambientale), Social (Sociale) e Governance (Governance aziendale)³³.

In questo modo, la sostenibilità diventa un aspetto centrale nella gestione aziendale, nelle questioni relative alle remunerazioni e nelle responsabilità del comitato per il controllo interno e i rischi. Essa contribuisce a garantire che l'azienda tenga conto delle implicazioni a lungo termine delle sue decisioni e azioni su tutti gli stakeholder coinvolti³⁴. L'introduzione di questo principio, che non era presente nella versione precedente del documento del 2018, rappresenta un elemento nuovo e

³¹ "Il documento programmatico nel quale sono definiti gli obiettivi strategici dell'impresa e le azioni da compiere al fine di raggiungere tali obiettivi in coerenza con il livello di esposizione al rischio prescelto, nell'ottica di promuovere il successo sostenibile della società". (COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, 2020)

³² (ATTISANO D., 2020)

³³ (ATTISANO D., 2020)

³⁴ (ASSONIME, 2020)

rivoluzionario. In passato, infatti, il documento si focalizzava esclusivamente sulla creazione di valore per gli azionisti trascurando, di fatto, i rimanenti portatori d'interesse³⁵. Tale visione viene confermata dalla stessa Patrizia Grieco, che in un'intervista di febbraio 2020, ha identificato la sostenibilità come tra le maggiori novità del nuovo codice: *“essa è posta al centro dei compiti dei consigli di amministrazione, impegnati a rendere le società meno rischiose e più profittevoli perché considerano l'impatto dell'attività di impresa e i suoi rischi sotto tutti i profili. Inoltre, tengono in considerazione non solo la creazione di valore a beneficio degli azionisti, ma anche gli interessi degli stakeholder rilevanti, in una logica di lungo periodo”*³⁶.

Tuttavia, il concetto di "successo sostenibile", introdotto dal codice di corporate governance, è ancora in una fase iniziale di adozione. Nel 2021, infatti, meno della metà delle società quotate, principalmente di medie e grandi dimensioni, ha fornito informazioni su questo concetto, e poche lo hanno incorporato nel proprio statuto³⁷. Il rapporto della Consob del 2022 ha rilevato, come afferma il presidente Paolo Savona: *"alcuni segnali di cambiamento nella governance. C'è un aumento del numero di comitati interni al Consiglio dedicati alla sostenibilità, e si nota una crescente acquisizione di competenze da parte degli amministratori, sia nel campo della sostenibilità sia nell'ambito della digitalizzazione e informatizzazione aziendale"*³⁸. Ciò nonostante, l'analisi delle capacità degli amministratori ha evidenziato la *"complessità del processo di trasformazione, in quanto le definizioni di competenze in questi due settori non sempre coincidono"*³⁹, esse non riguardano solo la formazione tecnica e l'esperienza professionale, ma anche fattori che indicano un atteggiamento positivo verso il cambiamento. Inoltre, Savona ha sottolineato che *"l'apertura al cambiamento nella leadership implica anche la capacità di valorizzare e sviluppare competenze trasversali tra i dipendenti, inclusa la capacità di reclutare personale con background molto diversi e investire in modo approfondito nella formazione"*⁴⁰. Il codice di corporate governance italiano, infatti, *"giustamente"*⁴¹ suggerisce ai consigli uscenti di esprimere le competenze che dovrebbero essere rappresentate all'interno del consiglio. Tuttavia, come ha notato il presidente della Consob, questa raccomandazione è stata seguita solo da metà delle società che hanno rinnovato il consiglio di amministrazione nel 2021⁴².

³⁵ (CONSIGLIO A., 2021)

³⁶ (ATTISANO D., 2020)

³⁷ (OSSERVATORIO RIPARTE L'ITALIA, 2022)

³⁸ (SAVONA P., 2022)

³⁹ (SAVONA P., 2022)

⁴⁰ (SAVONA P., 2022)

⁴¹ (SAVONA P., 2022)

⁴² (OSSERVATORIO RIPARTE L'ITALIA, 2022)

Quindi, si riconosce la necessità di rendere più stringenti e trasparenti le modifiche apportate dal codice al fine di ottenere una maggiore integrazione dei temi ESG nella strategia aziendale e nei sistemi di governance, gestione dei rischi, controlli e performance. Grazie a questo, è possibile raggiungere effetti positivi su tutti i processi aziendali delineando un percorso virtuoso complessivo, con la ragionevole prospettiva di sopravvivenza a medio termine e un ritorno sull'investimento, anche sociale, a lungo termine. Infatti, anche se ciò potrebbe richiedere un adattamento o una rimodulazione del modello di business, diventa essenziale per le organizzazioni avere l'opportunità di creare valore per gli azionisti e contribuire positivamente alla società civile e alla collettività⁴³.

⁴³ (ATTISANO D., 2020)

Capitolo 2 - Le normative sulla sostenibilità a confronto: il caso americano e tedesco.

2.1 Introduzione all'analisi comparata

Il presente capitolo mira a confrontare il concetto di sostenibilità aziendale rispetto alle normative e ai codici di corporate governance di tre differenti paesi: Italia, US e Germania. Dopo aver analizzato il tema del successo sostenibile in Italia nel capitolo precedente, il focus è ora centrato sulle principali pratiche e regolamentazioni in ambito sostenibile dei due rimanenti paesi. Nello specifico, il capitolo si propone di definire la presenza di affinità o differenze tra i diversi legislatori nazionali, al fine di dimostrare l'efficacia o meno dell'attuale processo di armonizzazione delle buone pratiche di gestione aziendale sostenibile a livello nazionale e internazionale.

Partendo dagli Stati Uniti è utile osservare che il relativo Codice di Corporate Governance (USCGC), che disciplina la struttura e la gestione delle società quotate in borsa negli Stati Uniti a livello federale, a differenza di quello italiano e tedesco non contiene pratiche o principi relativi al tema della sostenibilità. L'USCGC è obbligatorio per tutte le società pubbliche con 13 o più azionisti e l'obiettivo principale è promuovere il valore e l'etica della proprietà, prevenire frodi e comportamenti illegali, proteggere investitori e dipendenti e garantire una governance aziendale efficace⁴⁴. Gli Stati Uniti sono un caso particolare, molto differente dalla realtà economica italiana ed europea, questo perché le società sono soggette a una complessa rete di regolamenti sulla corporate governance, i quali comprendono leggi statali, normative federali emanate da diverse agenzie governative e regole stabilite da organizzazioni di autoregolamentazione come le borse valori, che impongono requisiti alle società quotate sulle loro piattaforme. Oltre a queste fonti del diritto, il sistema di corporate governance negli Stati Uniti si basa anche su principi derivanti da fonti non giuridiche⁴⁵.

In particolare, le norme statali di diritto societario si basano sulle leggi dello stato di costituzione e sui documenti organizzativi di ciascuna società. La General Corporation Law del Delaware (DGCL), ad esempio, è la più diffusa per le grandi società quotate in borsa, dato che la maggior parte delle società pubbliche negli Stati Uniti si costituisce seguendo le leggi del Delaware. Queste leggi statali contengono sia disposizioni obbligatorie sia regole predefinite, che possono essere personalizzate tramite disposizioni nel certificato di costituzione di una società, noto anche come statuto,

⁴⁴ (NITHYA R., 2023)

⁴⁵ (WACHTELL, LIPTON, ROSEN & KATZ, 2023)

consentendo la creazione di regole di governance su misura per la società⁴⁶. Per questo motivo non troviamo un codice di corporate governance a livello federale che comprenda temi sulla sostenibilità, perché ogni stato gode di un certo livello di autonomia nel definire specifiche pratiche e regole per le società nel proprio stato di appartenenza. Inoltre, è importante sottolineare che negli USA viene seguito un approccio orientato agli azionisti (modello contrattualista del codice) che pone particolare enfasi sulle relazioni con gli operatori di mercato a discapito dei rimanenti stakeholders. Tutto questo causa uno squilibrio tra le diverse fonti del diritto che non sempre sono armonizzate tra loro, le società spesso devono rispettare obblighi diversi imposti da governi federali e statali, nonché da autorità di regolamentazione a vari livelli di governo e requisiti da parte di altri organi, come le borse valori pertinenti. Questa complessità di norme e regolamenti, insieme ai processi di implementazione e applicazione, crea un ambiente in costante cambiamento e sviluppo. Tuttavia, va evidenziato che esistono numerosi regolamenti emanati a livello federale, ad esempio dalla Securities and Exchange Commission (SEC), l'ente federale statunitense preposto alla vigilanza delle borse valori, che saranno oggetto di analisi nel prossimo paragrafo e che riguardano argomenti quali l'ambiente, la responsabilità sociale e la governance aziendale (ESG)⁴⁷.

Infine, per assicurare la conformità a tutti i requisiti legali obbligatori o volontari, le aziende devono stabilire efficaci sistemi di corporate governance, questi possono variare in base alla nazione in cui l'azienda è situata. In questo contesto, si riscontrano notevoli differenze tra gli Stati Uniti e l'Europa continentale. Mentre negli USA il Consiglio di Amministrazione è costituito da amministratori non esecutivi scelti dai titolari di azioni, in Europa l'attenzione è rivolta verso gli stakeholder, seguendo un approccio che coinvolge tutti i gruppi interessati dalle attività imprenditoriali⁴⁸.

Nonostante Germania e Usa siano entrambi due stati federali, i rispettivi sistemi legislativi sono regolati in modo molto diverso. Infatti, come in Italia, anche il Codice tedesco di corporate governance (DCGK), che sarà oggetto di analisi nel terzo paragrafo, rappresenta un'ulteriore fonte non vincolante di norme di governo societario per le società quotate secondo il principio "comply or explain". Esso è stato recentemente revisionato (aprile 2022), con un particolare focus sugli aspetti legati alla sostenibilità ambientale e sociale. I nuovi principi e raccomandazioni adottati dalla Commissione governativa riguardano da un lato le necessarie modifiche dovute ai cambiamenti nella

⁴⁶ (WACHTELL, LIPTON, ROSEN & KATZ, 2023)

⁴⁷ (WACHTELL, LIPTON, ROSEN & KATZ, 2023)

⁴⁸ (IONOS Startup Guide, 2023)

situazione giuridica e, dall'altro lato, si concentra sull'importanza della sostenibilità ecologica e sociale nella gestione e nella supervisione delle imprese⁴⁹.

L'introduzione di raccomandazioni relative alla sostenibilità nel codice suggerisce che la pressione sulle aziende affinché adottino misure sostenibili è destinata ad aumentare ulteriormente, indicando un cambiamento significativo nell'ambiente normativo e nell'attenzione dei regolatori verso la sostenibilità come parte integrante delle pratiche aziendali. Le imprese saranno chiamate a integrare considerazioni ambientali e sociali nella loro governance e strategia aziendale in modo più marcato e trasparente. Quindi, l'obiettivo di introdurre queste nuove raccomandazioni relative alla sostenibilità è quello di aumentare la pressione sulle aziende affinché si impegnino in una trasformazione sostenibile, evitando, allo stesso tempo, di porre un'enfasi troppo forte e unilaterale sulle preoccupazioni ecologiche e sociali (sostenibilità) nel contesto della gestione e del monitoraggio aziendali⁵⁰.

Per concludere, è necessario precisare che, sebbene sia di notevole importanza il fatto che la Germania, come l'Italia, è tenuta ad approvare e applicare le direttive sulla sostenibilità adottate dall'UE, queste non saranno oggetto di analisi nel presente elaborato in modo da evidenziare le misure specifiche applicate da ciascun paese a livello nazionale sul grande tema della sostenibilità aziendale.

⁴⁹ (SCHAFFNER P., KÜRTEEN C., VON ZEHMEN D., 2022)

⁵⁰ (SCHAFFNER P., KÜRTEEN C., VON ZEHMEN D., 2022)

2.2 Il caso americano: il ruolo della disclosure aziendale

Negli Stati Uniti, l'adozione di criteri sostenibili è principalmente guidata da risposte volontarie del mercato, pertanto il numero di normative che regolamentano la sostenibilità della gestione operativa aziendale è limitato (molto diverso con quanto visto nel codice di corporate governance italiano). Ciò è in contrasto con l'Unione europea (UE) che ha adottato stringenti e specifiche direttive prudenziali basate sulla condotta in materia di ESG. Al contrario, però, negli USA è possibile trovare numerosi regolamenti riguardanti la disclosure aziendale volontaria e obbligatoria, questo perché è importante sottolineare che negli USA viene seguito un approccio orientato agli azionisti (modello contrattualista del codice) che pone particolare enfasi sulle relazioni con gli operatori di mercato a discapito dei rimanenti stakeholders. In questo contesto, negli ultimi 18 mesi, il panorama normativo ha visto un rapido cambiamento con l'introduzione di numerose iniziative e proposte promosse dalla Securities and Exchange Commission (SEC) e dall'amministrazione Biden, oltre a nuove leggi a livello statale. In particolare, ci sono crescenti interrogativi e preoccupazioni riguardo a questioni come il fine primario delle società, la definizione e la misurazione del successo aziendale, l'equilibrio tra interessi di diversi stakeholder (tra cui dipendenti, clienti, comunità, economia, ambiente e società in generale), oltre al ruolo delle aziende nell'affrontare impatti negativi esterni e contribuire a effetti positivi⁵¹. Questi temi sono ora oggetto di grande attenzione e dibattito sia all'interno dei Consigli di amministrazione aziendali sia tra i responsabili politici e gli investitori. Le attuali sfide della corporate governance evidenziano la complessità intrinseca dell'amministrazione delle imprese, che non può più essere agevolmente valutata attraverso il confronto o la quantificazione, come avveniva in passato con la diffusa adozione delle "migliori pratiche" di corporate governance. Le opinioni predominanti sul concetto di governance efficace sono passate da un approccio formale e binario basato su liste di controllo, verso una considerazione più sofisticata di tematiche come la priorità e l'equilibrio degli interessi di tutte le parti coinvolte, con l'obiettivo di promuovere il successo sostenibile a lungo termine dell'intera struttura aziendale. Tutto ciò porta alla creazione di Consigli di amministrazione diversificati, la supervisione attenta della gestione dei rischi aziendali, compresi quelli legati ai criteri ESG, e lo sviluppo di relazioni con azionisti e stakeholder finalizzate a migliorare in modo significativo la credibilità aziendale⁵². Nonostante nel 2022 siano emerse numerose dinamiche "anti-ESG", la NYSE Commission on Corporate Governance ha definito che: *“l'aiuto offerto alle società al fine di ottenere una crescita sostenibile di lungo termine del valore per gli azionisti e, per*

⁵¹ (WACHTELL, LIPTON, ROSEN & KATZ, 2023)

⁵² (WACHTELL, LIPTON, ROSEN & KATZ, 2023)

estensione, agli altri stakeholder"⁵³ dev'essere un "*obiettivo fondamentale*" del consiglio. Le proposte degli azionisti, infatti, riguardano sempre più questioni di sostenibilità, ambientale e sociale e, qualora tali proposte ricevano un sostegno significativo, le imprese dovranno determinare se e come dimostrare la propria reattività.

Negli ultimi anni, con un numero maggiore di società quotate statunitensi che pubblicano rapporti sulla sostenibilità⁵⁴ e altre informazioni ESG, alcuni investitori hanno espresso preoccupazione e una crescente pressione per il fatto che la mancanza di un quadro di informativa ESG standardizzato, che rende difficile per gli investitori valutare e confrontare in modo significativo le pratiche e i rischi ESG delle società, riduca il valore di tali informazioni⁵⁵. Infatti, sebbene siano stati sviluppati diversi standard di divulgazione ESG e alcuni siano stati incorporati in regimi di segnalazione obbligatori da parte di soggetti regolatori non statunitensi, qualsiasi implementazione da parte di una società statunitense di un quadro di divulgazione ESG rimane volontaria in questo momento⁵⁶. In questo contesto è ritenuta di notevole importanza l'apporto della SEC che, attraverso una nuova proposta, richiede a tutte le società quotate in borsa di divulgare informazioni che potrebbero essere rilevanti per gli investitori, comprese le informazioni sui rischi legati ai criteri ESG e, attraverso linee guida e regole, stabilisce le sue aspettative di divulgazione. Nel gennaio 2020, la SEC ha pubblicato una guida in cui si afferma che le società dovrebbero identificare e affrontare "*quelle variabili chiave e altri fattori qualitativi e quantitativi che sono peculiari e necessari per una comprensione e valutazione*" del business e, di conseguenza, materiale per gli investitori nelle loro informazioni di discussione e analisi della gestione del management (MD & A). Sebbene non sia mirata specificamente alle misure ESG, né imponga nuove divulgazioni, la guida fa riferimento a queste diverse metriche (come il consumo energetico e il turnover dei dipendenti) come esempi di indicatori chiave di prestazione che possono essere inclusi nelle informazioni MD&A⁵⁷.

Negli ultimi anni sono stati sviluppati diversi quadri **volontari** di informativa sulla sostenibilità per fornire orientamenti agli emittenti. Questi quadri includono la Global Reporting Initiative (GRI), il Sustainability Accounting Standards Board (SASB), la Task Force on Climate-Related Financial Disclosures (TCFD), il framework Stakeholder Capital Metrics creato dall'International Business Council del World Economic Forum (WEF) e dalle quattro principali società di revisione contabile

⁵³ (NYSE COMMISSION ON CORPORATE GOVERNANCE, 2022)

⁵⁴ (Secondo il Governance & Accountability Institute, nel 2018 l'86% delle società dell'S&P 500 ha pubblicato report ESG o di sostenibilità)

⁵⁵ (CLARKIN C. M., SAWYER M., LEVIN J. L, SULLIVAN & CROMWELL LLP, 2020)

⁵⁶ (CLARKIN C. M., SAWYER M., LEVIN J. L, SULLIVAN & CROMWELL LLP, 2020)

⁵⁷ (WACHTELL, LIPTON, ROSEN & KATZ, 2023)

e, più recentemente, una bozza di linee guida pubblicate dall'International Sustainability Standards Board (ISSB) sulla sostenibilità e le informazioni relative al clima⁵⁸.

Tuttavia, la SEC richiederebbe, attraverso la proposta di informativa obbligatoria sui rischi climatici, a tutte le società quotate sul mercato, la pubblicazione delle metriche di bilancio relative al clima e delle relative informazioni in una nota allegata ai rendiconti finanziari certificati dell'entità registrata. Nel dettaglio la SEC propone di aggiungere un nuovo capitolo al Regolamento S-K, 17 CFR 229.1500-1507 ("Sottoparte 1500 del Regolamento S-K"), che comporterebbe la divulgazione delle informazioni dei rischi legati al clima e i loro impatti materiali effettivi o probabili sull'attività, la strategia e le prospettive del dichiarante, la governance dei rischi legati al clima e i pertinenti processi di gestione dei rischi e le emissioni di gas serra della società⁵⁹. Inoltre, il dichiarante può anche includere informazioni sulle opportunità legate al clima.

L'obiettivo principale è di rendere obbligatoria la divulgazione dei rischi climatici da parte delle imprese quotate al fine di aiutare gli emittenti a comunicare in modo più efficiente ed efficace tali rischi e a soddisfare la domanda degli investitori. Infatti, questi ultimi, insieme alle imprese, possono trarre vantaggio da regole chiare e definitive delineate; pertanto, il legislatore ha un ruolo cruciale nello svolgere una richiesta così elevata di informazioni coerenti e confrontabili, con il potenziale di influenzare le prestazioni finanziarie. Di conseguenza, la proposta è fortemente motivata dalle necessità degli investitori e degli emittenti⁶⁰, ed è di notevole importanza soprattutto per gli "investor relations professionals"⁶² (IROs) per diverse ragioni:

- i dati sulla sostenibilità non sono più una semplice opzione, ma una necessità imperativa. Ciò è dovuto al fatto che gli investitori stanno sempre più considerando il cambiamento climatico come un fattore di rischio per le aziende quotate. Ad esempio, JPMorgan ha riportato che la pandemia di COVID-19 ha accelerato la tendenza verso un approccio agli investimenti più sostenibile⁶³.
- La SEC sta spingendo gli IROs verso una maggiore uniformità nella rendicontazione. Proprio per questo la proposta definisce specificamente le metriche che devono essere divulgate, anziché lasciare la scelta a questi ultimi. Ciò viene fatto per allineare il contenuto informativo delle aziende alle esigenze degli investitori.

⁵⁸ (WACHTELL, LIPTON, ROSEN & KATZ, 2023)

⁵⁹ (SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, 2022)

⁶⁰ (GENSLER, G. 2022)

⁶¹ (ZAHN, R. 2022)

⁶² Soggetti incaricati della gestione dei rapporti con investitori e intermediari nell'ambito di una società che ha emesso strumenti finanziari quotati. La figura dell'investor relator risponde a un'esigenza di comunicazione della società con l'esterno completa e trasparente (Fonte: glossario borsa italiana)

⁶³ (ZAHN, R., 2022)

Tuttavia, nonostante la proposta non entri in conflitto con altri regolamenti o norme federali, per gli *investor relations professionals* delle aziende globali, la proposta potrebbe aggiungere ulteriori complessità alla loro attività. La proposta della SEC aggiungerebbe un ulteriore quadro regolatorio da gestire, accanto a quelli esistenti, creando così un contesto ancora più articolato da navigare per le aziende⁶⁴.

⁶⁴ (ZAHN, R., 2022)

2.3 Il caso tedesco: la sostenibilità nel nuovo codice di corporate governance 2022

Il 28 aprile 2022, la Commissione governativa tedesca sulla corporate governance ha approvato una nuova versione del codice di corporate governance tedesco (DCGK 2022) e l'ha sottoposta al Ministero federale della giustizia per la revisione il 17 maggio 2022. Con l'annuncio nella Gazzetta ufficiale da parte del Ministero federale della giustizia, il DCGK 2022 è entrato in vigore nel corso del 2022 e sostituisce il precedente Codice del 16 dicembre 2019 (DCGK 2020)⁶⁵. I nuovi principi e raccomandazioni adottati dalla Commissione governativa riguardano due aspetti principali:

- da un lato, si focalizzano sugli adeguamenti necessari alla situazione giuridica cambiata dovuta al FISG (Financial Market Integrity Strengthening Act) e alla FöPoG II (Second Act on Equal Participation of Men and Women in Management Positions)⁶⁶.
- Dall'altro, considerano l'importanza della sostenibilità ecologica e sociale nella gestione e nel monitoraggio delle imprese⁶⁷.

L'obiettivo principale dei nuovi emendamenti del 2022 è di introdurre raccomandazioni per considerare la sostenibilità ambientale e sociale nella gestione e nel monitoraggio delle aziende. In particolare, le modifiche hanno avuto lo scopo di evitare l'impressione di un'eccessiva enfasi unilaterale sulla sostenibilità ecologica e sociale nelle pratiche aziendali e questo ha portato ad affermare che i fattori sociali e ambientali devono essere considerati "*nell'ambito dell'interesse della società*"⁶⁸, e gli obiettivi ecologici e sociali devono essere considerati "*in aggiunta agli obiettivi economici a lungo termine*"⁶⁹. In questo modo, il nuovo codice cerca di bilanciare meglio l'attenzione tra sostenibilità e obiettivi economici, evitando un'accentuazione eccessiva delle preoccupazioni ambientali e sociali⁷⁰.

Rispetto alla sua versione precedente (2020), le più importanti modifiche apportate al codice alla luce della sostenibilità sono le seguenti:

1. La modifica del preambolo del paragrafo 2 sulla **responsabilità sociale** che ora riporta: "*nelle loro azioni, l'impresa e i suoi organi devono essere consapevoli del ruolo dell'impresa nella società e della sua responsabilità sociale. I fattori sociali e ambientali influenzano il successo dell'azienda*

⁶⁵ (SCHAFFNER P., KÜRTEEN C., VON ZEHMEN D., 2022)

⁶⁶ (SCHAFFNER P., KÜRTEEN C., VON ZEHMEN D., 2022)

⁶⁷ (SCHAFFNER P., KÜRTEEN C., VON ZEHMEN D., 2022)

⁶⁸ (Preambolo paragrafo 2 GCGC 2022)

⁶⁹ (Raccomandazione A.1 frase 2 GCGC 2022)

⁷⁰ (SCHAFFNER P., KÜRTEEN C., VON ZEHMEN D., 2022)

e le attività dell'azienda hanno un impatto sulle persone e sull'ambiente. Il Consiglio di Gestione e il Consiglio di Sorveglianza ne tengono conto nella gestione e nella vigilanza della società nell'interesse della società⁷¹”.

La relazione della Commissione governativa ha raccomandato una revisione del preambolo del DCGK 2020 a causa dell'evoluzione delle aspettative riguardo all'integrazione dei fattori di sostenibilità nella gestione aziendale. Inoltre, il progetto di direttiva sulla rendicontazione della sostenibilità aziendale (CSRD) proposto dalla Commissione europea richiede alle aziende di considerare sia l'impatto dei fattori sociali e ambientali sul successo aziendale (prospettiva esterna) sia l'impatto dell'azienda sulle persone e sull'ambiente (prospettiva interna), nota come doppia materialità o doppia autorevolezza. Pertanto, nel preambolo è stato aggiunto che il Consiglio di Gestione e il Consiglio di Sorveglianza devono tenere in considerazione entrambe queste prospettive nella gestione e nella vigilanza dell'azienda, nell'interesse della società⁷².

2. Successivamente, di notevole importanza è la revisione della raccomandazione A.1 del codice, cioè: *“il Comitato esecutivo ha il compito di identificare e valutare sistematicamente i rischi e le opportunità per l'azienda associati ai fattori sociali e ambientali, nonché agli impatti ecologici e sociali delle attività dell'azienda. Oltre agli obiettivi economici a lungo termine, la strategia aziendale dovrebbe tenere adeguatamente conto anche degli obiettivi ecologici e sociali. La pianificazione aziendale dovrebbe includere i corrispondenti obiettivi finanziari e di sostenibilità”*.

Tale raccomandazione, indirizzata al **Comitato esecutivo**, riguarda innanzitutto la rilevazione dei rischi e delle opportunità per l'azienda connessi alle tematiche di sostenibilità mediante modalità di gestione dei rischi ed è quindi più suscettibile di essere intesa come un chiarimento; perché una gestione completa del rischio deve comunque coprire tutti i rischi e le opportunità rilevanti per l'azienda.

D'altra parte, invece, un nuovo requisito è l'identificazione sistematica e la valutazione degli impatti ecologici e sociali delle attività dell'azienda attraverso l'adozione della prospettiva inside-out⁷³. Si può presumere che entrambe le prospettive siano destinate a servire l'ulteriore sviluppo e il perseguimento di una strategia aziendale complessiva che comprenda sia obiettivi finanziari sia di sostenibilità grazie ad una pianificazione aziendale corrispondentemente allineata⁷⁴. Questo

⁷¹ (Preambolo paragrafo 2 GCGC 2022)

⁷² (SCHAFFNER P., KÜRTEEN C., VON ZEHMEN D., 2022)

⁷³ Convinzione che le capacità e le forze interne di un'impresa siano le doti che le permetteranno di battere i competitor (M. VIGNOLA 2023)

⁷⁴ (SCHAFFNER P., KÜRTEEN C., VON ZEHMEN D., 2022)

adeguamento da parte della commissione governativa è dovuto al fatto che la versione precedente della raccomandazione che citava: *“la strategia aziendale dovrebbe fornire informazioni su come gli obiettivi economici, ambientali e sociali devono essere attuati in modo equilibrato”* e la sua giustificazione: *“la strategia aziendale dovrebbe rappresentare l'equilibrio tra economia, ecologia e questioni sociali”*, potrebbe essere, infatti, fraintesa nel senso che gli obiettivi economici e di sostenibilità devono avere la stessa priorità e considerazione, non di un semplice equilibrio di interessi, ma di un'adeguata considerazione degli stessi⁷⁵.

3. La relazione al DCGK 2022, che sostiene espressamente anche l'importanza degli stakeholder nel **determinare l'interesse aziendale specifico**, afferma in questo senso che: *“gli obiettivi economici, ecologici e sociali a lungo termine sono spesso interdipendenti. La sostenibilità ecologica e sociale è un prerequisito per l'aumento del valore a lungo termine tanto quanto la forza economica e la stabilità lo sono per investimenti e altre misure che servono obiettivi ecologici e sociali.”* Nel determinare l'interesse specifico della società, gli organi amministrativi dispongono di un ampio potere discrezionale, che è azionabile in misura limitata solo se viene rispettata la regola del giudizio commerciale (cfr. articolo 93 (1) frase 2 della legge tedesca sulle società per azioni e se applicabile in combinazione con l'articolo 116 frase 1 della legge tedesca sulle società per azioni). Inoltre, la discrezionalità è limitata nel caso in cui la decisione in questione metterebbe a repentaglio l'esistenza e, quindi, la redditività a lungo termine dell'impresa⁷⁶.

4. La raccomandazione A.3 **per il Comitato esecutivo** cita: *“il sistema di controllo interno e il sistema di gestione dei rischi sono altresì destinati a coprire obiettivi legati alla sostenibilità, salvo quanto già previsto dalla legge. Ciò dovrebbe includere i processi e i sistemi per la raccolta e il trattamento dei dati relativi alla sostenibilità.”*

Gli obblighi giuridici relativi all'inclusione di determinati obiettivi legati alla sostenibilità nel sistema di gestione dei rischi e di controllo interno derivano dalla legge sul dovere di diligenza nella catena di approvvigionamento (cfr. 3 e seguenti LkSG), che è entrata in vigore il 1° gennaio 2023. Ciononostante, la direttiva sulla rendicontazione delle società in materia di sostenibilità (CSRD) prevede che tali aspetti, già soggetti a rendicontazione molto dettagliata, siano inclusi nei sistemi di governance. Questa rendicontazione sarà equivalente, in futuro, all'informativa finanziaria e diventerà una parte obbligatoria della relazione sulla gestione. Inoltre, sarà soggetta

⁷⁵ (SCHAFFNER P., KÜRTEEN C., VON ZEHMEN D., 2022)

⁷⁶ (SCHAFFNER P., KÜRTEEN C., VON ZEHMEN D., 2022)

al controllo del comitato di revisione e del revisore o di un'altra società di revisione e, pertanto, gli obiettivi di sostenibilità dovranno essere inclusi nel sistema di controllo interno (ICS) e nel sistema di gestione dei rischi (RMS)⁷⁷. In questo contesto, il DCGK 2022 stabilisce che questi due sistemi includano anche un sistema di gestione della conformità (CMS) orientato alla valutazione del rischio aziendale⁷⁸. Nella relazione la Commissione governativa sottolinea che la raccolta e l'elaborazione di dati relativi alla sostenibilità all'interno dei sistemi di governance è un prerequisito obbligatorio per l'effettiva attuazione della strategia aziendale (complessiva)⁷⁹.

5. Per concludere, è necessario sottolineare che il Consiglio di sorveglianza ha il compito di monitorare il modo in cui il Comitato esecutivo affronta le questioni di sostenibilità. Per essere all'altezza del loro compito, i consigli di sorveglianza hanno bisogno di adeguate competenze in tale ambito. Per questo il nuovo codice prevede, attraverso la Raccomandazione C.1 frase 3, che: *“il profilo di competenza del Consiglio di Sorveglianza dovrebbe includere anche competenze su questioni di sostenibilità importanti per l'azienda”*.

La raccomandazione è intesa a garantire che il Consiglio di sorveglianza disponga di adeguate competenze in materia di sostenibilità rilevanti per l'azienda, in modo che possa svolgere correttamente i suoi compiti di monitoraggio. Nella relazione la commissione governativa ha inoltre espressamente sottolineato che le competenze in tali questioni sono indipendenti dalle competenze nel reporting di sostenibilità e nella sua revisione contabile⁸⁰.

Gli aspetti di sostenibilità sono ormai parte integrante della strategia aziendale, della gestione e della pianificazione di molte società quotate e sono pertanto registrati come rischi (ESG) nei sistemi di governance. Nella migliore delle ipotesi, per queste aziende, le innovazioni del DCGK 2022 comportano quindi solo una leggera necessità di adattamento. La riluttanza della commissione governativa a includere ulteriori raccomandazioni sulla composizione e l'organizzazione interna del comitato esecutivo e del consiglio di vigilanza e, quindi, a indicare altri dettagli alla (auto)organizzazione degli organi in conformità con le caratteristiche specifiche della società è da accogliere con favore. Ciò vale, ad esempio, per le (speciali) competenze in materia di sostenibilità in seno al Comitato esecutivo, in quanto queste possono essere fornite in modo efficace anche a livello di gestione a valle, ad esempio sotto forma di comitati per la sostenibilità, ai quali il Comitato

⁷⁷ (SCHAFFNER P., KÜRTEEN C., VON ZEHMEN D., 2022)

⁷⁸ (cfr. principio 5 frase 2 GCGC 2022)

⁷⁹ (SCHAFFNER P., KÜRTEEN C., VON ZEHMEN D., 2022)

⁸⁰ (SCHAFFNER P., KÜRTEEN C., VON ZEHMEN D., 2022)

esecutivo affida la gestione della strategia, della definizione di determinati indicatori chiave di prestazione e della rendicontazione (interna ed esterna)⁸¹.

In ogni caso, la sostenibilità e gli aspetti ESG stanno diventando parte integrante delle attività del Comitato Esecutivo e del Consiglio di Sorveglianza per la loro (crescente) rilevanza strategica e, come questione trasversale, occuperanno ancora più intensamente l'intero organo.

Infine, attraverso questa tabella, si riassumono le principali affinità e divergenze tra il modello tedesco e americano confrontando diverse caratteristiche.

Confronto	USA	GERMANIA
Il rispettivo codice di corporate governance contiene norme sulla sostenibilità aziendale?	No, non contiene principi o pratiche sulla sostenibilità a livello federale perché le norme di diritto societario si basano sulle leggi dello stato di costituzione e sui documenti organizzativi di ciascuna azienda, come lo statuto. (Es: DCGL).	Il DCGK 2022 considera l'importanza della sostenibilità ecologica e sociale nella gestione e nel monitoraggio delle imprese.
Come sono regolati i principi sulla sostenibilità aziendale?	Sono definiti dai regolamenti emanati a livello federale (Es: SEC) che descrivono il ruolo della disclosure volontaria e obbligatoria.	Sono definiti dal DCGK e dalle direttive europee sulla sostenibilità
Modalità di adesione al codice.	Adesione obbligatoria per tutte le società pubbliche con 13 o più azionisti. Proposta di informativa obbligatoria sugli impatti delle attività economiche sull'ambiente e sui rischi climatici.	Adesione volontaria o non vincolante a norme di governance societaria, per le società quotate, secondo il principio "comply or explain".

⁸¹ (SCHAFFNER P., KÜRTEEN C., VON ZEHMEN D., 2022)

Orientamento del codice.	Approccio orientato verso gli azionisti. Il codice identifica l'interesse sociale con l'interesse comune dei soci (maggior rilevanza della <i>Shareholder primacy</i>).	Approccio orientato verso gli stakeholder, che coinvolge tutti i gruppi interessati dalle attività imprenditoriali (maggiore rilevanza della <i>Stakeholder primacy</i>)
Autonomia statale.	Ogni stato federale detiene un certo livello di autonomia nel definire specifiche pratiche e regole per le società nel proprio stato di appartenenza. A volte questo può causare inefficienza nel processo di armonizzazione delle fonti legislative.	Come negli USA ogni stato federale detiene [...], questo può causare inefficienza nel processo di armonizzazione delle fonti legislative. Tuttavia, governo e parlamento di Berlino hanno legislazione esclusiva su tutte le materie più rilevanti della politica nazionale. Inoltre, a differenza degli USA la Germania è soggetta alle direttive dell'UE come fonte giuridica sovranazionale.
Norme sulla Corporate governance.	Leggi statali, normative federali, regole da parte di organizzazioni di autoregolamentazione e principi da fonti non giuridiche.	Le principali fonti che regolano le pratiche di governo societario sono (oltre il DCGK) la legge tedesca sulle SPA e SRL, le leggi europee e tedesche sulle SE, il codice commerciale tedesco, le leggi sulla riorganizzazione delle società e le leggi di codeterminazione. Di grande rilevanza sono anche le direttive europee (Ex: CSRD).

Tabella 1.

Capitolo 3 - Problemi delle normative vigenti e possibili soluzioni per il legislatore in relazione al tema del successo sostenibile.

3.1 Obiettivi desiderabili e problemi di gestione: la divergenza tra regolatore e imprese

Quanto visto finora dimostra la profonda convinzione e impegno del legislatore ad intervenire sui temi della sostenibilità aziendale attraverso rinnovate normative e regolamenti. L'obiettivo principale è di aiutare e indurre le imprese a rispondere in modo efficace alle richieste del mercato che sono in costante evoluzione e cambiamento. Sebbene il concetto di sostenibilità sia diventata un'esigenza affermata, che pervade l'intera governance aziendale indipendentemente dal tipo di attività svolta, il fine ultimo dell'impresa rimane pur sempre quello di ottenere un risultato economico positivo e, spesso, questo, può causare problemi di gestione per le aziende nel conciliare in modo equilibrato i due obiettivi. Inoltre, spesso questo problema viene enfatizzato dalla scarsa chiarezza delle normative imposte. In particolare, si individuano tre criticità principali nel codice di corporate governance.

Un primo problema sorge dal concetto centrale, ma vago, di "*interesse societario*", decisivo per l'adempimento dei compiti del Consiglio di Amministrazione, inteso, dall'opinione prevalente nella letteratura sul diritto delle società per azioni, nel senso che l'interesse comune dei soci in quanto tali è indirizzato al conseguimento dell'utile (scopo primario della società), rispetto al quale l'oggetto sociale si pone in rapporto di mezzo a fine. Tuttavia, è controverso se e in quale misura esista un (leggero) vantaggio ponderato a favore degli interessi degli azionisti, rispetto agli interessi di altri stakeholder. La controversia è in parte relativizzata dal fatto che anche secondo un approccio che si concentra sugli interessi degli azionisti e quindi sulla garanzia di redditività e sostenibilità economica a lungo termine, la considerazione degli interessi degli altri stakeholder è sempre indirettamente inclusa (nel senso di gestione della reputazione aziendale, cioè interesse degli azionisti che aumenta il valore dell'azienda)⁸².

In secondo luogo, nonostante l'adesione alle principali raccomandazioni del Codice sia in graduale crescita, solo meno della metà delle società quotate (43%) fornisce informazioni sul perseguimento del successo sostenibile. Questo, inevitabilmente, porta ad affermare che i concetti di "successo sostenibile" e "long-term", attualmente, non sono formule idonee a tradursi in efficaci regole operative o paradigmi dettagliati che guidino in modo preciso le azioni degli organi aziendali. Questo perché il significato del termine "sostenibilità" risulta spesso ambiguo e può essere interpretato in

⁸² (SCHAFFNER P., KÜRTEEN C., VON ZEHMEN D., 2022)

diverse sfumature, rendendo difficile stabilire un parametro oggettivo che guidi le decisioni dei dirigenti aziendali⁸³. In particolare, alcune **criticità** persistono **nell'applicazione**, sia in termini di effettiva adesione al codice, sia nella qualità di spiegazione delle raccomandazioni, come: la qualità dell'informativa al cda, il ruolo del cda sull'autovalutazione e sulla coerenza del processo di nomina, la chiarezza e misurabilità delle componenti variabili della remunerazione. Talvolta, queste criticità sono collegate a caratteristiche strutturali aziendali come la dimensione e l'assetto proprietario, sebbene il codice preveda anche modalità alternative o semplificazioni delle raccomandazioni in funzione di queste caratteristiche⁸⁴.

In terzo luogo, tutto ciò lascia ampia **discrezionalità** agli amministratori nell'interpretare gli interessi sociali e allo stesso tempo potrebbe causare una riduzione dell'*accountability* per le loro azioni⁸⁵. Infatti, le leggi nazionali e le normative dell'UE che descrivono gli obblighi degli amministratori per la tutela degli stakeholder, spesso fanno uso di espressioni generiche, come: “*have regard*” (s. 172 *Companies Act UK*), “*take into account*” (art. 25 proposta di direttiva sulla corporate sustainability due diligence); “*tenendo conto*” (definizione di successo sostenibile del Codice di Corporate Governance). Tutte queste espressioni non forniscono chiarezza su quali siano gli interessi degli stakeholder da prendere in considerazione, né delineano in modo specifico cosa si richiede agli amministratori nell'adempimento dei loro compiti gestionali rispetto a tali interessi⁸⁶.

Pertanto, considerando che le limitazioni e le sfumature della nozione di successo sostenibile derivano principalmente dalla sua mancanza di chiarezza e ambiguità, è evidente che elevare questa concezione ad obbligo statutario, da sola, non è sufficiente per superarle. Il principio, seppur enfatizzato nell'art. 1 del nuovo Codice di corporate governance, può acquisire una reale rilevanza solo quando è dettagliato, specifico e debitamente circostanziato.

In conclusione, si tratta di previsioni che, influenzando la portata dell'oggetto sociale, di solito comportano l'insorgere del diritto di recesso, almeno quando sono formulate in modo sufficientemente preciso e non puramente retorico. Questo accade quando tali disposizioni si traducono, anche se in termini solamente programmatici, come nell'esempio appena esposto, in una modifica dell'ambito delle attività economiche che la società è tenuta a svolgere⁸⁷. In particolare, si tratta di individuare con precisione il core business dell'impresa e le relative prospettive di lungo termine al fine di comunicare con precisione l'interesse sociale perseguito. Tale conseguenza, di per sé, non è solo di grande rilevanza, ma anche indicativa del fatto che solo quando l'adesione alle

⁸³ (MONTALENTI P., 2022. STELLA RICHTERJR M., 2021. MAUGERI M., 2021. VENTORUZZO M., 2020. GIAN M., 2021. GENOVESE A., 2022. BEBCHUK L.A. – TALLARITA R. 2020)

⁸⁴ (CONSOB, 2021)

⁸⁵ (BEBCHUK L.A. – TALLARITA R. 2020. GIAN M., 2021)

⁸⁶ (MONTALENTI P. 2021)

⁸⁷ (STELLA RICHTERJR M., 2021)

raccomandazioni di autodisciplina diventa vincolante e obbligatoria, può derivarne il diritto dei soci di ritirarsi dalla società. Al contrario, se tutto rimane a livello di affermazioni vaghe e formali, non è sufficiente un enunciato di scopi, intenzioni o missioni astratte (anche su periodi temporali più o meno lunghi) per generare conseguenze significative come il diritto di recesso⁸⁸.

⁸⁸ (ALTAMURA N., 2020)

3.2 Strategie e soluzioni per superare le sfide e favorire la sostenibilità

Queste criticità possono essere risolte concretamente? Se sì, come? Attualmente sono realizzabili?

Quest'ultimo paragrafo tenta di rispondere alle tre domande attraverso un'attenta analisi critica delle possibili strategie e soluzioni che possono essere implementate per risolvere in tutto o in parte, nel caso in cui non fosse attualmente possibile effettuare una completa revisione delle previsioni, le criticità dell'implementazione e applicazione del concetto di sostenibilità aziendale.

Innanzitutto, per superare le sfide legate all'effettiva implementazione di una gestione aziendale sostenibile è importante considerare se sia più appropriato puntare semplicemente a modificare lo scopo della società o assegnare specifici doveri ai dirigenti aziendali, delineando chiaramente quali interessi debbano essere preservati nell'ambito dell'attività aziendale. Tuttavia, potrebbe essere altrettanto preferibile esaminare soluzioni istituzionali che consentano agli stakeholder *rilevanti* di partecipare in qualche modo ai processi decisionali relativi alle scelte gestionali che influenzano i loro interessi. Secondo gli studiosi del settore e il legislatore comunitario quest'ultima sembrerebbe essere la soluzione più fattibile, infatti, la partecipazione attiva degli stakeholders (*Stakeholders engagement*), nella promozione del successo sostenibile, sta acquistando crescente rilievo nelle direttive più recenti dell'Unione Europea (vedi nuova direttiva CSRD 2022 e corporate sustainability due diligence). Questo fenomeno sta crescendo rapidamente, anche in risposta alla crescente richiesta di maggiore partecipazione da parte degli investitori nelle strategie di sostenibilità. Al fine di promuovere tale soluzione, è necessario introdurre strumenti che consentano agli stakeholders di partecipare direttamente e in modo attivo nella definizione delle decisioni manageriali delle grandi aziende, rafforzando, così, la funzione di composizione del Consiglio di amministrazione⁸⁹. In questo modo gli stakeholder non sono più semplici destinatari delle azioni intraprese da terzi, ma acquisiscono la responsabilità di attori capaci di spingere le aziende a implementare politiche allineate ai valori ESG⁹⁰.

Sebbene questo nuovo approccio abbia la potenzialità di diventare una soluzione efficace per l'effettiva implementazione di una gestione sostenibile, continuano a sussistere dubbi legati ai criteri

⁸⁹ (DENOZZA F., 2021. L.E. STRINEJR L.E. – KOVVALI A. – WILLIAMS O.O., 2021. ZUMBASEN P.C., 2021. MILLER R.T., 2022)

⁹⁰ (BEBCHUK L.A. – KASTIEL K. - TALLARITA R., 2022. HUANG P.H., 2022. SCHWAB K. e VANHAM P., 2021. STIGLITZ J.E., 2019)

di selezione degli stakeholders ai quali conferire il potere di esprimere le proprie opinioni all'interno della struttura societaria. In relazione a questo, è stato suggerito di introdurre l'obbligo per le aziende di spiegare, tenendo conto delle peculiarità della propria attività, cosa si intende essere “*rilevanti*” per esse⁹¹. Tutto ciò comporta nuovamente che gli amministratori godano di completa discrezionalità nella scelta. In questo modo la criticità legata alla discrezionalità degli amministratori è risolta solo in parte, lasciando ancora ampio spazio a perplessità sulla rilevanza dei diversi stakeholders per l'interesse sociale.

Successivamente, per risolvere il problema dell'ambiguo significato assegnato al successo sostenibile, una possibile soluzione potrebbe essere quella di individuare con precisione il core business dell'impresa e le relative prospettive di lungo termine al fine di indicare l'interesse sociale perseguito. Un esempio di specifico obiettivo di successo sostenibile potrebbe essere: “*la Società svolge attività d'impresa con l'obiettivo di promuovere la transizione energetica verso modalità di utilizzo delle risorse e delle fonti di energia compatibili con la salvaguardia dell'ambiente e la graduale decarbonizzazione*”⁹². In questo caso l'obiettivo prefissato dalla società sul successo sostenibile è chiaro, specifico e misurabile. Questo esempio è importante perché mette in luce l'importanza degli elementi ideali contenuti nell'atto costitutivo. In particolare, le previsioni si traducono in particolari restrizioni e delimitazioni dell'ambito di attività della società e rappresentano probabilmente i mezzi meno generici e più concreti per vincolare la società e i suoi amministratori a comportamenti responsabili in termini ambientali, sociali o nel perseguire altri fini ideali ritenuti meritevoli dagli azionisti, dagli investitori e dal mercato⁹³.

In conclusione, è possibile affermare che le principali criticità esposte nel paragrafo 3.1 possono essere solo parzialmente risolte:

1. gli strumenti che permettono una maggiore partecipazione attiva degli stakeholder rilevanti ai processi decisionali non risolvono i dubbi legati ai criteri di selezione degli stakeholders (persiste il problema dell'ampia discrezionalità degli amministratori).
2. Individuare con precisione l'interesse sociale, il campo di attività dell'impresa e migliorare la qualità espositiva, per definire precisamente un obiettivo sostenibile di lungo periodo, potrebbe essere una soluzione efficace se, allo stesso tempo, le raccomandazioni diventassero vincolanti e obbligatorie per tutte le imprese quotate (persiste il problema dell'effettiva applicazione di una gestione sostenibile).

⁹¹ (DENOZZA F., 2021)

⁹² (STELLA RICHTERJR M., 2021)

⁹³ (STELLA RICHTERJR M., 2021)

A questo punto è possibile attestare che, sebbene il Codice di corporate governance abbia introdotto nuove e importanti raccomandazioni sulla sostenibilità, a conferma dell'inarrestabile processo di transizione sostenibile, queste non siano ancora sufficienti a garantire una chiara e precisa applicazione per la gestione d'impresa. Allo stato attuale, sono state proposte alcune soluzioni che, però, risolvono solo in parte i marcati problemi esposti.

Conclusioni

Il presente elaborato ha approfondito la nuova versione del codice di corporate governance italiano e lo ha confrontato con le sue versioni precedenti, inoltre, attraverso un'analisi documentata dell'attuale contesto normativo e di governance si è effettuato un confronto tra le principali normative sulla sostenibilità di tre differenti paesi: Italia, Germania e USA. Nonostante il successo sostenibile abbia spinto imprese, istituzioni e comunità ad adottare approcci e pratiche innovative al fine di integrare obiettivi economici, sociali e ambientali (ESG) all'interno della governance aziendale, sono sorte delle criticità relative al tentativo del legislatore di raggiungere tale obiettivo desiderabile, in quanto queste hanno creato problemi di gestione per le aziende. Attraverso l'analisi si sono espone le principali criticità di applicazione, come la qualità di spiegazione delle raccomandazioni, e le possibili strategie per risolverle, come la precisa individuazione dell'interesse sociale, del campo di attività dell'impresa e il miglioramento della qualità espositiva per definire precisamente un obiettivo sostenibile di lungo periodo. Successivamente si è giunti alla conclusione che è possibile risolvere queste criticità solo parzialmente, a causa di problemi intrinseci alle attuali normative, dimostrando, quindi, che non sono ancora sufficienti a garantire una chiara e precisa applicazione normativa per accompagnare adeguatamente la trasformazione in atto.

Sebbene il presente elaborato analizzi nello specifico le principali normative applicate da ciascun paese sul tema del successo sostenibile, risulta necessario integrare il lavoro svolto prendendo in considerazione l'impatto delle direttive europee su questo tema, in modo da avere un ulteriore elemento di confronto a livello comunitario (UE) e internazionale.

Numero parole totali = 10.076

Bibliografia

- COMITATO PER LA CORPORATE GOVERNANCE, 2020. Codice di Corporate Governance, 4. [2020.pdf \(borsaitaliana.it\)](#).
- ASSONIME, 2020. *Pubblicazione del nuovo Codice di Autodisciplina*. <https://www.assonime.it/en/assonime/press-area/Pages/Publication-of-the-new-Corporate-Governance-Code.aspx>
- BONELLI, A. (2021, 17 marzo). *Codice di corporate governance: il ruolo dell'organo amministrativo tra sostenibilità e gestione dei rischi*. Ipsosa. <https://www.ipsoa.it/documents/quotidiano/2021/03/17/codice-corporate-governance-ruolo-organo-amministrativo-sostenibilita-gestione-rischi>
- IONOS Startup Guide, 2023. [Corporate governance | Codice di gestione aziendale - IONOS](#).
- BARACCHINI F., 2018. *La Tutela del socio e delle minoranze*, Giappichelli Editore.
- FACCHIN N., 2018. *Interesse sociale nella società per azioni: teoria istituzionalista e teoria contrattualista*, Facchin Studio Legale.
- GALLORO C., 2012. *Unternehmen an sich: la impresa in sé tra potere gestionale e diritto di partecipazione* in Norme internazionali e comunitarie sulle società commerciali, Edizioni Scientifiche Italiane.
- CAMMINO DIRITTO, 2019. *L'impresa societaria tra Corporate Social Responsibility e Shareholder Value*, estratto n.10.
- PALMIERI M., 2017. L'interesse sociale: dallo shareholder value alle società benefit. Disponibile su <https://www.dirittoconsenso.it>.
- ATTISANO D., 2020. *La centralità della sostenibilità nella corporate governance del terzo millennio*. <https://www.riskcompliance.it>

- OSSERVATORIO RIPARTE L'ITALIA, 2022. [Osservatorio, Autore presso Osservatorio Riparte l'Italia \(ripartelitalia.it\)](https://www.ripartelitalia.it)
- SAVONA P., 2022. *Le quotate puntino sul successo sostenibile*, Osservatorio Riparte l'Italia. <https://www.ripartelitalia.it/savona-consob-le-quotate-puntino-sul-successo-sostenibile/>
- R. NITHYA, 2023. *Does the USA Have a Corporate Governance Code?* <https://vakilsearch.com>
- WACHTELL, LIPTON, ROSEN & KATZ, 2023. *Corporate Governance Laws and Regulations Report 2023 USA. International Comparative Legal Guides International Business Reports.* <https://iclg.com/practice-areas/corporate-governance-laws-and-regulations/usa>
- PETRA SCHAFFNER, CAROLA KÜRTEIN E DOMINIK VON ZEHMEN, 2022. *Neuer DCGK verabschiedet mit Sustainability-Update.* <https://www.cmshs-blogg.de/rechtsthemen/sustainability/sustainability-corporate-governance-risk-compliance/neuer-dcgk-2022-verabschiedet-mit-sustainability-update/>
- NYSE COMMISSION ON CORPORATE GOVERNANCE, 2022. <https://www.nyse.com/>
- CATHERINE M. CLARKIN, MELISSA SAWYER, AND JOSHUA L. LEVIN, SULLIVAN & CROMWELL LLP, 2020. *The Rise of Standardized ESG Disclosure Frameworks in the United States.* <https://corpgov.law.harvard.edu/>
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, 2022. *The Enhancement and Standardization of Climate-Related Disclosures for Investors.* Release Nos. 33-11042; 34-94478; File No. S7-10-22. <https://www.sec.gov>
- GENSLER, G. 2022. SEC.gov | *statement on proposed mandatory climate risk disclosures.* SEC.gov | HOME. <https://www.sec.gov/news/statement/gensler-climate-disclosure-20220321>
- ZAHN, R. 2022. *How is the SEC Changing Sustainability Reporting?* Investis Digital. <https://www.investisdigital.com>.

- MONTALENTI P., 2022. Società, mercati finanziari e fattori ESG: ultimi sviluppi, in *Rivista di Corporate Governance*, 22 ss, 12.
- STELLA RICHTERJR M, 2021. *Profili attuali dell'amministrazione delle società quotate*, in *Giur. comm.*, I, 416 ss 422 ss.; Id., *Long-termism*, in questa Rivista, 21 ss.;
- MAUGERI M., 2021. *Sostenibilità ed Engagement degli azionisti istituzionali*, Rivista 1352 ss.1351 ss.;
- VENTORUZZO M., 2020. *Il nuovo Codice di Corporate Governance 2020: le principali novità*, in *Società*, 440;
- GIAN M., 2021. *Sulla gestione sostenibile e i poteri degli amministratori: uno spunto di riflessione*, in *Rivista ODC*, 1137;
- GENOVESE A., 2022. *La "sustainable corporate governance" delle società quotate*. Note introduttive, in *Rivista di Corporate Governance*, 108 ss. 112;
- BEBCHUK L.A. – TALLARITA R. 2020. *The illusory promise of stakeholder governance*, Discussion Paper No. 1052-12/2020, 65 ss., www.ssrn.com.
- CONSOB, 2021. <https://www.consob.it/documents/>
- MONTALENTI P. 2021. *Il nuovo codice di Corporate Governance*, in *Rivista di Corporate Governance*, 43 ss. (con specifico riferimento al successo sostenibile prescritto dal Codice di Corporate Governance).
- ALTAMURA N., 2020. *Diritto di recesso del socio*. www.altalex.com
- STRINEJR L.E. – KOVVALI A. – WILLIAMS O.O., 2021. *Lifting labor's voice: a principled path toward greater worker voice and power within American corporate governance*, Columbia Law and Economics Working Paper No. 643/2021, 1 ss., su www.ssrn.com;
- ZUMBASEN P.C., 2021. *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.

- MILLER R.T., 2022. *How would directors make business decisions under a stakeholder model?* U. IOWA Legai Studies Research Paper No. 2022-06, 1 ss., su www.ssrn.com.
- BEBCHUK L.A. – KASTIEL K. - TALLARITA R., 2022. *Stakeholder capitalism in the time of COVID*, Harvard Law School Program on Corporate Governance Working Paper 2022-2, 1 ss., su www.ssrn.com.
- HUANG P.H., 2022. *Realizing diversity, sustainability, and stakeholder capitalism*, U. of Colorado Law Legai Studies Research Paper No. 22-1, 1 ss., su www.ssrn.com.
- SCHWAB K. e VANHAM P., 2021. *Stakeholder capitalism: a global economy that works for progress, people and planet*, Hoboken, passim;
- STIGLITZ J.E., 2019. *Is stakeholder capitalism really back?* www.gsb.columbia.edu/articles.