

"Imprese, mercati e sostenibilità: nuove sfide per il diritto commerciale"

ALESSANDRO MORINI
BRUNO CASTELLINI

ESG: impatto sulla governance societaria ed i doveri degli amministratori

SOMMARIO: 1. Premesse. - 2. ESG. - 3. ESG e la dialettica tra amministratori, fund managers e poteri pubblici.
- 4. ESG e doveri degli amministratori. - 5. La proiezione verso il futuro: i piani di indagine.

1. *Premesse.*

L'ingresso delle tematiche relative alla sostenibilità ambientale e sociale dell'attività d'impresa svolta dalla società per azioni quotate (e non) ha comportato una pluralità di reazioni su differenti piani dell'azione e della riflessione giuridica.

In primo luogo, l'utilizzo improprio dell'etichetta "ESG" riferita all'agire sociale, all'impatto degli investimenti o, ancora, ai prodotti finanziari, ha imposto di aggredire e sanzionare gli impieghi ingannatori dell'etichetta *environmental, social and governance* allo scopo di smascherare le tecniche di *greenwashing* con una attività da parte delle autorità di regolazione, in precedenza, non contemplata.

Su altro versante, complementare e parallelo al primo, la posizione favorevole ed il sostegno assembleare da parte dei gestori degli *index funds* – che ormai rappresentano una significativa percentuale del complessivo *shareholding* delle società quotate – a politiche ed a scelte gestionali caratterizzate da forte contenuto ESG ha comportato due ordini di reazioni.

La prima di ordine filosofico che qualifica tale orientamento dell'interesse sociale verso lo *stakeholderism* come "woke capitalism" ⁽¹⁾; l'altra, caratterizzata da profili ben più politici, costituita da una serie di interventi che si muovono su un articolato orizzonte; il tentativo di circoscrivere l'azione politicamente orientata degli amministratori delegati attraverso vicoli di carattere legislativo; l'imposizione ai fondi pensione statali di limitazioni

⁽¹⁾ Cfr. V. Ramaswamy, *Woke, Inc.: Inside Corporate America's Social Justice*, Center Street (2021).

alle scelte di amministrazione in relazione alle posizioni ambientaliste dei gestori ed, infine, l'imposizione di pressioni all'investimento soprattutto con riguardo ai combustibili fossili.

Tali complesse problematiche si riflettono in una ri-definizione complessiva dei ruoli e delle inter-relazioni tra azionisti, amministratori e regolatori.

Scopo dell'indagine è quella di esaminare la dialettica delle forze pro e contro la ESG governance – soprattutto nel contesto della sua polarizzazione politica - con la finalità di analizzarne due specifici profili di ricaduta.

Anzitutto quello rappresentato dal ruolo degli *stewardship code* degli investitori istituzionali e, in particolare, dei vincoli esterni alle politiche di investimento dei fondi pensione. Da ciò individuare se il perseguimento da parte degli amministratori di scelte amministrative *ESG oriented* comporti una modificazione dei doveri degli amministratori in particolare con riferimento sia all'obbligo di agire informati da parte degli stessi; ma, soprattutto, con riguardo alla ponderazione dei rischi assunti con le scelte gestionali nei loro vari riflessi, non soltanto ambientali ma anche relativi alla qualificazione del capitale umano e alla sostenibilità di lungo periodo alla luce degli obblighi di informazione e di corretta rappresentazione degli stessi agli investitori.

2. ESG.

Il sintagma ESG è stato impiegato con scopi che risultano estranei alla valenza deontica che esso incorpora: infatti si era diffuso un utilizzo abusivo che incorporava finalità prevalentemente pubblicitarie: nella sostanza le società descrivevano le proprie strategie ed i propri programmi futuri in modo da incrementarne la compatibilità sociale ed ambientale rispetto a quanto in realtà la fossero. Data la complessità del fenomeno nonché la possibilità che esso si manifesti in diversi stadi della catena del valore ha indotto la stessa Commissione Europea ha richiedere uno specifico rapporto sulla materia alle autorità di vigilanza comunitarie ⁽²⁾ ed analogamente le Nazioni Unite hanno dato reso pubblico un rapporto in merito ⁽³⁾ nel corso della COP 27 del novembre 2022.

(2) Cfr. EUROPEAN COMMISSION, *Request for input to the European Banking Authority (EBA), the European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA) and the European Securities and Markets Authority (ESMA) related to greenwashing risks and supervision of sustainable finance policies*, (November 15, 2022) disponibile all'indirizzo

https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/request_to_esas_on_greenwashing_monitoring_and_supervision.pdf

(3) Cfr. REPORT FROM THE UNITED NATIONS' HIGH-LEVEL EXPERT GROUP ON THE NET ZERO EMISSIONS COMMITMENTS OF NON-STATE ENTITIES, *Integrity Matters: Net Zero Commitments*

3. ESG e la dialettica tra amministratori, fund managers e poteri pubblici.

Tra gli amministratori delegati delle più rilevanti società quotate americano, nel corso dell'ultimo lustro ⁽⁴⁾, è emersa la tendenza - che non ha precedenti significativi nel passato ⁽⁵⁾ - a prendere posizioni con riguardo a questioni concernenti l'ambiente, i rapporti razziali o sociali e quelli elettorali: materie generalmente incluse pacificamente tra quelle ESG ma passibili, anche, di una connotazione "politica" senza che esse avessero una relazione diretta con le attività sociali ⁽⁶⁾; alcuni esempi possono meglio descrivere questa situazione.

A seguito dell'emanazione nello stato della Georgia dell' *Election Integrity Act* of 2021 Coca-Cola Co. e Delta Air Lines Inc. - che hanno sede ad Atlanta - furono richieste da gruppi di attivisti per i diritti civili di prendere posizioni contro di essa in quanto ritenuta razzista; a seguito della tardiva posizione contraria esse ricevettero critiche dagli attivisti e minacce di subire conseguenze economiche negative da parte del locale Congresso. La Business Roundtable - l'associazione che riunisce i *chief executive officers* delle maggiori società americane - ha rilasciato una inusuale dichiarazione contraria a nuove leggi potenzialmente restrittive del voto ⁽⁷⁾. Successivamente a seguito dell'omicidio di George Floyd a Minneapolis e alle proteste che ne seguirono in tutti gli Stati Uniti, la prima ha spento la propria insegna pubblicitaria a Times Square e la seconda ha trasportato a salma in Texas in palese supporto alle politiche anti-razziali ⁽⁸⁾.

by Business, Financial Institutions, Cities And Regions, disponibile all'indirizzo: https://www.un.org/sites/un2.un.org/files/high-level_expert_group_n7b.pdf?gl=1*1qnpxtq*_ga*MTMzNjI5MjQwMi4xNjc3OTUxODA5*_ga_TK9BQL5X7Z*_MTY3Nzk1MTgwOS4xLjAuMTY3Nzk1MTgwOS4wLjA

⁽⁴⁾ In precedenza si esclude che il fenomeno avesse una significativa rilevanza cfr. LARCKER, MILES, TAYAN, WRIGHT-VIOLICH, *The Double-Edged Sword of CEO Activism* (November 8, 2018), Stanford University Graduate School of Business Research Paper No. 19-5, 4, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=3283297>

⁽⁵⁾ Si usa ricordare il caso della dell'importante produttore di motori Cumming Inc. il cui amministratore delegato J. Irwin Miller, negli anni '60, oltre ad applicare specifica politica di assunzione di lavoratori di colore, fu altresì organizzatore della marcia su Washinton di Martin Luther King (MC CORMICK, Overberg, *Diversity Rises Fastest in the Midwest*, WALL ST. J. August 14, 2021) nonché in tempi più vicini gli interventi di Marc Benioff, amministratore delegato di The Saleforces contro la legge dello Stato della North Carolina che limitava i diritti dei gay (MONICA LANGLEY, *Salesforce's Marc Benioff Has Kicked Off New Era of Corporate Social Activism*, in WALL ST. J. May 2, 2016).

⁽⁶⁾ Cfr. CHATTERJI, TOFFEL, *The New CEO Activists*, HARVARD BUS. REV. (January-February 2018).

⁽⁷⁾ Cfr. BUSINESS ROUNDTABLE, *Business Roundtable Statement on Voting Rights*, March 31, 2021, disponibile all'indirizzo <https://www.businessroundtable.org/business-roundtable-statement-on-voting-rights>

⁽⁸⁾ Cfr. CUTTER, VRANICA, SIDER, *The New Business of Business Is...Politics*, WALL ST. J., April 10, 2021.

A seguito dell'approvazione da parte del Texas di una legge che proibisce l'aborto dopo la sesta settimana di gravidanza ⁽⁹⁾ Lyft Inc. and Uber Technologies dichiaravano che avrebbero sostenuto le spese legali degli autisti che avessero condotto le donne in ospedale ⁽¹⁰⁾

Ancor più di recente lo Stato della Florida ha approvato una legge chiamata "Don't Say Gay" Bill ⁽¹¹⁾ che proibisce la discussione sull'orientamento sessuale e l'identità di genere in alcune scuole; richiesto di pronunciarsi su di essa durante l'assemblea della società ⁽¹²⁾, l'amministratore delegato della Walt Disney Company affermò che il contrasto alla legge da parte della società sarebbero state controproducenti; la dichiarazione venne immediatamente contestata sia da parte dei dipendenti oltre da alcuni autori (sceneggiatori) e ciò ha indotto la società ad un immediato cambiamento di opinioni e all'invio ai dipendenti di una lettera di ferma condanna della legge ⁽¹³⁾.

Le prese di posizione che includevano l'orientamento verso tematiche sociali ed ambientali da parte dei vertici amministrativi di talune delle principali società americane hanno prodotto numerose prese di posizione.

Il Senatore Marco Rubio ha proposto l'approvazione di un progetto di legge denominato "Mind Your Own Business Act of 2021" che mirava ad introdurre la responsabilità degli amministratori in relazione a spese sostenuta dalla società allo scopo di contrastare leggi statali in materia elettorale, di libertà religiosa o sull'aborto ⁽¹⁴⁾. Ma

⁽⁹⁾ *Texas Heartbeat Act* emanata l'11 marzo 2021.

⁽¹⁰⁾ Cfr. RANA, *Lyft, Uber to Shield Texas Drivers*, WALL ST. J., April 9, 2021.

⁽¹¹⁾ HB 1557 Parental Rights in Education (2022 Session).

⁽¹²⁾ Il *webcast* dell'assemblea è visibile all'indirizzo <https://thewaltdisneycompany.com/the-walt-disney-companys-2022-annual-meeting-of-shareholders/>

⁽¹³⁾ Cfr. GRIMES, *Disney's Bob Chapek apologises to staff over response to 'Don't Say Gay' bill*, FINANCIAL TIMES, March 10, 2022.; ROBBIE WHELAN, ERICH SCHWARTZEL AND JOE FLINT, *Discontent Drags On Disney's CEO*, WALL ST. J., March 19, 2022 che descrive, appunto, il trascolorare dalla neutralità politica dell'amministratore delegato alla posizione di condanna della legge sulla scorta delle pressioni dei dipendenti della società. La situazione si è poi ulteriormente evoluta; infatti il mutamento di posizione a favore della legge ha prodotto una reazione da parte dei Repubblicani i quali hanno minacciato di revocare il particolare status tributario di cui gode la società in Florida nonché di opporsi all'estensione temporale dei diritti di copyright: cfr. ROBBIE WHELAN, ARIAN CAMPO-FLORES, *Disney Faces Backlash in Florida Amid 'Don't Say Gay' Controversy*, WALL ST. J. april 15, 2022. Tali minacce si sono poi concretizzate, per quanto riguarda, il particolare trattamento tributario relativo ai parchi è stato revocato con disposizioni approvate dal Senato dello Stato della Florida il 22 aprile 2022.

⁽¹⁴⁾ MARCO RUBIO, *Proposed Legislation to Address the Problem of Woke Corporations*, HARV. L. SCH. F. CORP. GOVERNANCE & FIN. REG., October 6, 2021.

soprattutto è sorto un dibattito tra studiosi sia sul versante aziendalistico ⁽¹⁵⁾ che in ambito giuridico.

Da tale ultimo punto di osservazione sono stati messi in evidenza due profili: il primo è strettamente legato al grado di attuazione, da parte degli amministratori delegati che lo sottoscrissero, del *Business Roundtable's Statement su the Purpose of a Corporation*; l'altro - che qui ha maggior interesse - concerne, invece, il fatto che nessuna delle prese di posizione con valenza politica di cui si è fatta menzione sono mai state oggetto di deliberazione dal parte del consiglio di amministrazione nella sua interezza ma sono rimaste, pur avendo un riflesso sulla società, prese di posizioni autonome dei singoli amministratori delegati ⁽¹⁶⁾.

Tale aspetto è ulteriormente rafforzato dal dato quantitativo, se si pensa che nell'ambito delle indagini compiute relative al periodo 2020-2021, il 45% degli amministratori delegati di grandi società ha rilasciato dichiarazioni politiche e, nel novero di queste società, essi non avevano alcun controllo in merito da parte di altri organi della stessa ⁽¹⁷⁾.

Sulla scorta di precedenti analisi riferite all'adesione da parte dei CEO a documenti di indirizzo che integravano scelte anche di carattere politico ⁽¹⁸⁾ analogamente a quelle sopra elencate, è possibile individuare quattro tipologie di giustificazioni all'omessa richiesta di ratifica consiliare di queste dichiarazioni. Anzitutto si deve escludere che, pur ritenendo rilevanti tali prese di posizioni, si sia reputato inutile l'intervento del consiglio di amministrazione né le si potrebbe qualificare come dichiarazioni a titolo personale e capaci di esprimere la posizione "corporativa" della società. Quindi si dovrebbe ritenere che la giustificazione vada collocata nel novero delle situazioni che già fanno parte della dinamica interna della *governance* della società: ciò dovrebbe quindi rappresentare una conferma della conclusione controintuitiva di taluni studi secondo cui gli amministratori delegati dotati di

⁽¹⁵⁾ Cfr. HAMBRICK, WOWAK, *CEO Sociopolitical Activism: a Stakeholder Alignment Model*, 46(1) ACADEMY OF MANAGEMENT REV., 33-59 (2021); WETTSTEIN, BAUR, "Why should we care about marriage equality?": Political advocacy as a part of corporate responsibility, 138(2) JOURNAL OF BUSINESS ETHICS, 199 (2016).

⁽¹⁶⁾ Cfr. BEBCHUK, TALLARITA, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, 106 CORNELL L. REV., 91 (2020). La rilevazione era riferita all'adesione alla dichiarazione della Business Roundtable del 2019 ma può essere reiterata anche per le dichiarazioni citate sopra nel testo che non sono mai state oggetto di ratifica consiliare.

⁽¹⁷⁾ Per questi ed ulteriori dati DELOITTE, *Society for Corporate Governance, The outspoken corporation*, in BOARD PRACTICES QUARTERLY (August 2021).

⁽¹⁸⁾ Cfr. BEBCHUK, TALLARITA, (nt 16), 34.

personalità “narcisistiche” siano tuttavia in grado sviluppare una migliore *governance* e maggiore attenzione dalle tematiche ESG ⁽¹⁹⁾.

Gli studi che si sono occupati del ruolo delle prese di posizione pubblica su temi quali discriminazione razziale, matrimoni omosessuali, questioni ambientali hanno sempre inteso analizzarli in funzione dell’allineamento o meno all’interesse della società e alla creazione o meno di valore per gli azionisti ⁽²⁰⁾.

In questo contesto deve, poi, essere collocato il ruolo dei fondi di investimento che si occupano della gestione, in particolare ma non solo, del risparmio privato e previdenziale che, in ragione delle dimensioni raggiunte, rappresentano, ormai percentualmente gli azionisti principali delle società americane; ad oggi oltre il 20% dei diritti di voto nelle 500 società dell’indice Standard & Poor è nella disponibilità di tre società di gestione di index fund cioè Blackrock, Vanguard e State Street Global Advisors e che, nei prossimi venti, anni, tale percentuale crescerà ad oltre il 40% ⁽²¹⁾.

Quindi gli orientamenti di tali soggetti acquisiscono un ruolo determinante sulle scelte delle società da essi partecipate e dei loro amministratori ⁽²²⁾. In tempi recentissimi due dei due più importanti di questi gestori hanno rilasciato le proprie politiche sul voto che essi hanno esercitato nel 2022 nelle quali sono stati stigmatizzati i profili relativi alla *environmental, social, and governance* (ESG) ⁽²³⁾ ribadendo la necessità di una specifica *accountability* da parte del consiglio di amministrazione ⁽²⁴⁾. Sotto questo profilo l’utilizzo

⁽¹⁹⁾ Cfr. LARCKER, O'REILLY, TAYAN, ZAKOLYUKINA, *Are Narcissistic CEOs All That Bad?* (October 7, 2021). Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper (in corso di pubblicazione) disponibile all’indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=3937526> secondo cui: « Both ESG and governance quality appear to be higher among firms with narcissistic CEOs. ».

⁽²⁰⁾ Cfr. RUMSTADT, KANBACH, *CEO activism. What do we know? What don't we know? A systematic literature review*, SOCIETY AND BUSINESS REVIEW (2022).

⁽²¹⁾ Cfr. BEBCHUK, HIRST, *The Specter of the Giant Three*, 99 BOSTON UN. L. REV., 721 (2019).

⁽²²⁾ Su questi temi si deve richiamare, in sequenza cronologica, BEBCHUK, HIRST, *Index Funds and the Future of Corporate Governance: Theory, Evidence and Policy*, 119 COLUM. L. REV. 2029 (2019); C. COATES IV, *The Future of Corporate Governance Part I: The Problem of Twelve*, HARV. PUB. L. WORKING PAPER NO. 19-07 (Mar. 2019), 43, disponibile all’indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=3247337> ; TALLARITA, *The Limits of Portfolio Primacy*, 76 VANDERBILT L. REV. (2023) e SHARFMAN, *Opportunism in the Shareholder Voting of the 'Big Three' Investment Advisers to Index Funds*, 48 J. of Corporation L. (2022) (in corso di pubblicazione); Bebchuk, Lucian A. and Hirst, Scott, *Big Three Power, and Why it Matters* (December 12, 2022). Forthcoming, 102 Boston University Law Review (2022), Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4300447>.

⁽²³⁾ Cfr. TALLARITA, (nt 22).

⁽²⁴⁾ Cfr. BlackRock, *Investment Stewardship Proxy voting guidelines for U.S. securities*, (<https://www.blackrock.com/corporate/literature/fact-sheet/blk-responsible-investment-guidelines-us.pdf>); John Galloway, Vanguard, Inc., *Proxy Voting Policy for U.S. Portfolio Companies*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance (October 19, 2021) (<https://corpgov.law.harvard.edu/2022/01/26/proxy-voting-policy-for-u-s-portfolio-companies/>). Per le

del diritto di voto da parte degli *index fund* rappresenterebbe una forma di regolazione privata ed, in particolare, allo scopo di riempire il vuoto regolatorio in materia ambientale e delle disuguaglianze ⁽²⁵⁾.

Tutto ciò ha portato ad una massiccia risposta da parte delle autorità statali americane a cui compete la possibilità legislativa di intervenire soprattutto orientando il comportamento dei fondi pensione statali.

Dapprima il Governatore della Florida il quale ha rilasciato un indirizzo diretto ai fondi pensione statali che imporrebbe che «an investment decision must be based only on pecuniary factors» ⁽²⁶⁾ ed analoghe iniziative sono state successivamente assunte dagli stati dell'Idaho e della West Virginia ⁽²⁷⁾. Specificatamente in materia ambientale alcuni stati hanno assunto posizioni contrapposte imponendo di non intrattenere rapporti economici con società che boicottando le imprese attive nel settore dei carburanti fossili e delle armi o, al contrario, imponendone il disinvestimento ⁽²⁸⁾.

La situazione ha raggiunto livelli di conflittualità tali per cui alcune società americane di rilevanti dimensioni hanno rappresentato, tra i rischi che potrebbero profilarsi alla propria attività, anche quelli relativi alla c.d. *Anti-ESG legislation* ⁽²⁹⁾: ciò potrebbe conseguire da politiche di boicottaggio poste in essere in relazione a specifiche prese di

passate indicazioni di voto cfr. STRAMPELLI, *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell'ultima lettera annuale di BlackRock*, in *Riv. dir. societario* 2020, 1.

⁽²⁵⁾ Cfr. LUND, *Shareholders as Regulators*, 171 UN. OF PENNSYLVANIA L. REV. (2022) (in corso di pubblicazione).

⁽²⁶⁾ Cfr. THE STATE BOARD OF ADMINISTRATION OF FLORIDA, A RESOLUTION DIRECTING AN UPDATE TO THE INVESTMENT POLICY STATEMENT AND PROXY VOTING POLICIES FOR THE FLORIDA RETIREMENT SYSTEM DEFINED BENEFIT PENSION PLAN, AND DIRECTING THE ORGANIZATION AND EXECUTION OF AN INTERNAL REVIEW (August 23, 2022).

⁽²⁷⁾ Cfr. G. Tett, *Republican targeting of ESG laws is bad for business*, Financial Times, Sept. 2, 2022; D. Gelles, *West Virginia Punishes Banks That It Says Don't Support Coal*, NY Times, July 28, 2022; per una ricognizione di tale legislazione cfr. Morgan Lewis, *Anti-ESG Legislation: Standalone State Chart* (Aug. 25, 2022) (con riferimento alla data del 1 Dicembre 2022) reperibile all'indirizzo: <https://www.morganlewis.com/-/media/files/document/2022/anti-esg-legislation-standalone-state-chart.pdf>. A fronte di ciò il New York City Comptroller ha sottoscritto, insieme ad altri 13 omologhi, una lettera che contesta questi disposizioni statali che limitano le scelte dei gestori di fondi ([https://www.addtoany.com/share?url=https://comptroller.nyc.gov/newsroom/statement-from-comptroller-lander-on-recent-anti-esg-legislation/&title=Comptroller Lander Joins State Treasurers' Letter Opposing Anti-ESG Legislation : Office of the New York City Comptroller Brad Lander](https://www.addtoany.com/share?url=https://comptroller.nyc.gov/newsroom/statement-from-comptroller-lander-on-recent-anti-esg-legislation/&title=Comptroller%20Lander%20Joins%20State%20Treasurers'%20Letter%20Opposing%20Anti-ESG%20Legislation%3A%20Office%20of%20the%20New%20York%20City%20Comptroller%20Brad%20Lander))

⁽²⁸⁾ Cfr. Per una dettagliata analisi di questa evoluzione Joshua Lichtenstein, Michael Littenberg and Reagan Haas, *State Regulation of ESG Investment Decision-making by Public Retirement Plans*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, October 25, 2022.

⁽²⁹⁾ Cfr. Berger, David J. and Webber, David H. and Young, Beth, *The Liability Trap: Why the ALEC Anti-ESG Bills Create a Legal Quagmire for Fiduciaries Connected with Public Pensions* (February 15, 2023). Disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=4360119>.

posizione delle società ⁽³⁰⁾ ovvero, anche, dalla presenza, nel proprio azionariato, sia di fondi che perseguono politiche pro- ESG che di quelli che le contrastano ⁽³¹⁾. In questo ultimo senso devono collocarsi alcuni interventi della Securities And Exchange Commission in materia proposte di deliberazioni avanzate – relativamente alla stagione assembleare 2023 – da taluni investitori conservatori con riguardo a temi di discriminazione religiosa e politica ⁽³²⁾.

4. ESG e doveri degli amministratori.

Le considerazioni che sono state esposte in precedenza in ordine alla “politicizzazione” della *ESG governance* non sono esclusivamente funzionali alla necessità di dare atto dell’esistenza di una dialettica di posizioni tra coloro i quali ritengono consustanziali e coerenti con gli obblighi gestionali gravanti sugli amministratori anche quelli di tenere in considerazione le ricadute ambientali, sociali e gli interessi delle *constituencies* che orbitano attorno alla società ma devono essere analizzate anche per l’impatto che possono produrre sulla configurazione dei doveri degli amministratori.

Infatti si osserva che il tentativo – immanente alla campagna attorno allo *woke capitalism* – tende naturalmente alla stilizzazione del sintagma *Enviromental, Social Governance* e quindi alla sua riduzione ad unità; tale tentativo ha la finalità di degradare il concetto di ESG quale orientamento al perseguimento di interessi liberal: quale è dunque il riflesso di tale impostazione?: quello di qualificare come incoerente, estraneo e, in ultimo, contrario all’interesse sociale il suo perseguimento (o la sua presa in considerazione) nell’ambito del processo decisionale degli amministratori. Ciò potrebbe portare, in astratto, ad assumere che decisioni *ESG-oriented* possono violare (nel contesto statunitense) il *duty of*

⁽³⁰⁾ E’ il caso di Citigroup Inc.- tra le più rilevanti banche mondiali – la quale è stata criticata dal momento in cui ho posto limitazioni alle vendite di armi a seguito della stage di Parkland del 2018.

⁽³¹⁾ Nello specifico Valero Energy Corp. il più grande produttore mondiale di carburanti biologici che collabora con Blackrock ma deve confrontarsi con il fondo Strive Asset Management, suo azionista, che persegue politiche anti-ESG; cfr. A. Ramonas, Citi, Valero, ADT Flag New Investment Risk: the Anti-ESG Effect, Bloomberg Law, March 15, 2023.

⁽³²⁾ Si allude, ad esempio, alla No-action Letter della SEC (March 21, 2023) con riferimento alla proposta di David Bahnsen a Jp Morgan Chase & Co. che richiedeva un audit ed uno specifico rapporto relativamente « evaluating how it oversees risks related to discrimination against individuals based on their race, color, religion (including religious views), sex, national origin, or political views, and whether such discrimination may impact individuals’ exercise of their constitutionally protected civil rights.» (<https://www.sec.gov/corpfin/2022-2023-shareholder-proposals-no-action>). La società aveva bloccato ulteriori due richieste di deliberazioni in materia ESG avanzata da azioni conservatori (cfr. A. Ramonas, JPMorgan Must Put Conservative ESG Plan Up for Vote, SEC Says, Bloomberg Law, March 23, 2023)

care che grava sugli amministratori e, quindi, giustificare la chiamata in responsabilità degli amministratori stessi.

L'impostazione appena descritta - tesa a depotenziale il ruolo conformativo dell'ESG nell'ambito dei doveri degli amministratori - è fortemente contrastata da chi interpreta, invece, ESG come un complesso di *policy*, pratiche e rischi che la società deve valutare in modo contingente ⁽³³⁾ fornendone, quindi, una qualificazione a più livelli ed articolata.

La declinazione di ESG in un fascio di processi relativi alla gestione strategica della società consente, poi, di fornire i tasselli per costruire l'inquadramento (e conseguentemente la disciplina) dei doveri degli amministratori ad essa correlati.

Il tutto muove dalla funzione di monitoraggio del consiglio di amministrazione strumentale all'adempimento del dovere di lealtà (*duty of loyalty*) che su quest'ultimo grava: esso venne configurato - per come attualmente inteso - nella decisione del caso *Caremark* ⁽³⁴⁾. Questa decisione ha, in sostanza, dato avvio al processo di costruzione del sistema della *compliance* ⁽³⁵⁾ da intendersi - nel contesto qui in esame - come verifica della legalità sostanziale dell'agire amministrativo.

Tale punto di partenza viene utilizzato per accostare e, successivamente, parificare la *compliance* con il perseguimento delle finalità ESG; ciò è potuto avvenire perché le società, allo scopo di dimostrare l'effettività del proprio impegno, nel perseguimento di una *governance* sostenibile e dell'eticità dei propri comportamenti nei confronti degli *stakeholders*, hanno dovuto approntare procedure e *policies* che consentissero l'effettivo riscontro di tali

⁽³³⁾ Cfr. M. LIPTON, *Understanding the Role of ESG and Stakeholder Governance Within the Framework of Fiduciary Duties*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, November 22, 2022.

⁽³⁴⁾ *In re Caremark Int'l Inc. Derivative Litig.*, 698 A.2d 959 (Del. Ch. 1996). Si deve qui ricordare che, originariamente *Caremark* era stato costruito come violazione del *duty of care* e, quindi, poteva trovare protezione sotto la *business judgment rule* mentre avendolo fatto transitare nell'ambito delle violazioni del *duty of loyalty* (attraverso il discrimine rappresentato dall'assenza o meno di buona fede da parte degli amministratori) viene in tal modo impedito l'utilizzo di tale causa di esclusione della responsabilità: per lo sviluppo della materia, successivamente a *Caremark*, cfr. A. Morini, - «Good Faith», buona fede: verso «nuovi doveri» degli amministratori di s.p.a., in *Riv. diritto societario*, 2011, n. 4 e Stephen M. Bainbridge, *Corporate Law* 200-05 (4th ed. 2020).

⁽³⁵⁾ Cfr. Donald C. Langevoort, *Commentary, Caremark and Compliance: A Twenty-Year Lookback*, 90 Temp. L. Rev. 727, 728 (2018); Miriam Hechler Baer, *Governing Corporate Compliance*, 50 B.C. L. Rev. 949, 967 (2009). Il ruolo della *compliance* si è via via esteso quasi esorbitando dalla sua originaria dimensione assorbendo, in buona parte, le capacità operative dei consigli di amministrazione: «compliance is the new corporate governance» HAUGH, *The Power Few of Corporate Compliance*, 53 GEORGIA L. REV. 129 (2018); nonché ROACH, *The Board of Directors' Role in Compliance and Ethics*, J. HEALTH CARE COMPLIANCE 53, 54 (2007); SHAPIRA, *Max Oversight Duties: How Boeing Signifies a Shift in Corporate Law*, 48 J. OF CORPORATION LAW 1, 24 (2022): «Compliance has become a key corporate governance issue».

finalità. Perciò anche ESG è diventata essa stessa dominio della *compliance* tanto da poter affermare che non vi sarebbe sostanzialmente differenza tra *compliance* e ESG ⁽³⁶⁾. La conferma di tale impostazione andrebbe individuata nella crescente importanza (anche numerica) che stanno assumendo il c.d. *Caremark claims* nella giurisprudenza americana riferiti però alla violazione di doveri di monitoraggio relativi a materie quali la sicurezza, la discriminazione che pacificamente ricadono nel territorio circoscritto dalla ESG ⁽³⁷⁾.

Questa modalità di approcciare il tema della relazione tra doveri degli amministratori ed ESG è stata, però, oggetto di alcune critiche anche da parte di coloro i quali concordano sulla necessità di integrazione tra i due: tali osservazioni vanno ad aggredire alcuni snodi logici di questa impostazione.

⁽³⁶⁾ Cfr. Strine Jr, Leo E., Kirby M. Smith, and Reilly S. Steel, *Caremark and ESG, Perfect Together: A Practical Approach to Implementing an Integrated, Efficient, and Effective Caremark and EESG Strategy*, 106 IOWA L. REV. 1885, 1887 (2020): « Understanding and acting on the need to merge EESG and corporate compliance will improve the ability of corporations to do this important work with less stress, but more impact».

⁽³⁷⁾ Cfr. circa l'obbligo del consiglio di mantenere una verifica delle procedure di rilevazione dei rischi critici che vada al di là delle previsioni normative cfr. in particolare per la rilevanza che essa ha assunto *Marchand v. Barnhill*, 212 A.3d 805 (Del. 2019) (con riferimento all'industria alimentare; cui è seguita per rilevanza ma con minor impatto argomentativo *In re the Boeing Co. Derivative Litig.*, No. 2019-0907 (Del. Ch. Sept 7, 2021) (con riferimento al settore aeronautico) che hanno largamente espanso il contenuto dell'obbligo di monitoraggio oltre la barriera, fino a quel momento esistente, della scelta se implementare o meno sistemi di verifica preventiva dei rischi. Più in generale sull'ampliamento della casistica relativa ai Caremark claim: *In re Clovis Oncology, Inc. Derivative Litig.*, No. 2017-0222, 2019 WL 4850188, at *10 (Del. Ch. Oct. 1, 2019) (con riguardo all'approvazione in materia farmaceutica); *Inter-Marketing Grp. USA, Inc. ex rel. Plains All Am. Pipeline, L.P. v. Armstrong*, No. 2017-0030, 2020 WL 756965, at *1 (Del. Ch. Jan. 31, 2020) (*compliance ambientale*); *In re McKesson Corp. Derivative Litig.*, No. 17-cv-01850, 2018 WL 2197548, at *1 (N.D. Cal. May 14, 2018) (controlli su sostanze oggetto di verifica obbligatoria); complessivamente per l'esame in dettaglio di tale evoluzione cfr. e su cui l'approfondito commento Pace, H. Justin, and Lawrence J. Trautman, *Mission Critical: Caremark, Blue Bell, and Director Responsibility for Cybersecurity Governance*, *Wisconsin Law Review* 888 (2022) nonché Arlen, Jennifer. "Evolution of Director Oversight Duties and Liability under Caremark: Using Enhanced Information-Acquisition Duties in the Public Interest." Available at SSRN (2022).. E' molto interessante notare che la progressiva deriva applicativa dei *Caremark standard* sia il frutto di una discussa attività interpretativa da parte dei giudici del Delaware; anzitutto fin dalla stessa decisione *Caremark* si è affermato che: Allen si è preso il diritto di scrivere "an opinion filled almost entirely with dicta" [Todd Haugh, *Caremark's Behavioral Legacy*, 90 Temp. L. Rev. 611, 618 (2018)] ma qualcosa di simile è accaduto successivamente con i principi ESG da parte dei giudici Norman Veasey e Randy Holland [E. Norman Veasey & Randy J. Holland, *Caremark at the Quarter-Century Watershed: ModernDay Compliance Realities Frame Corporate Directors' Duty of Good Faith Oversight, Providing New Dynamics for Respecting Chancellor Allen's 1996 Caremark Landmark*, 76 Bus. Law. 1, 27 (2021) che erano in ciò stati preceduti dal loro predecessore Leo E. Strine [Strine Jr, Leo E., Kirby M. Smith, and Reilly S. Steel. "Caremark and ESG, Perfect Together: A Practical Approach to Implementing an Integrated, Efficient, and Effective Caremark and EESG Strategy." 106 Iowa L. Rev. 1885 (2020)]. Si deve tuttavia rilevare che, proprio con riferimento agli standard da applicare ai doveri di monitoraggio degli amministratori disciplinati da Caremark, oltre agli interventi giurisprudenziali è in corso anche una rilettura da parte della dottrina: infatti si è posto in evidenza una attuale inadeguatezza degli standard di Caremark e la necessità di implementare meccanismi punitivi che intervengano a sanzionare un approccio minimalista all'introduzione ed applicazione di programmi di compliance: cfr. John Armour, Jeffrey N. Gordon & Geeyoung Min, *Taking Compliance Seriously*, 37 Yale J. on Reg. 1, 8 (2020).

Un primo problema che viene posto è quello della misurazione ⁽³⁸⁾. Infatti, viene esattamente rilevato che la possibilità di attuare programmi di *compliance* presuppone un sistema di misurazione univoco dei suoi risultati: poiché, ad oggi, difetta il consenso sui parametri diviene difficoltoso individuare l'esito del processo; ciò si riflette anche sulla possibilità di sindacato dell'azione amministrativa ⁽³⁹⁾. Ma la tematica delle metriche ha anche un altro profilo; nel significato assegnatole da alcuni studiosi, ESG ha, essenzialmente, la funzione di strumento di prevenzione di rischi e di crisi ⁽⁴⁰⁾; ma, se lo strumento è efficace, si verifica il paradosso che non vi è alcuna manifestazione del risultato e, quindi, ciò si pone in contrasto con i comuni strumenti di misurazione delle performance degli amministratori tarati sulla identificazione quantitativa dell'incremento di valore e non nella dimensione qualitativa della mancata manifestazione del problema all'esito della corretta imposta preventiva attuata dalla società.

Permanendo nell'area qualitativa viene osservata l'estrema complessità di procedere alla giusta selezione della tipologia delle materie rispetto alle quali sviluppare programmi di prevenzione, attività nella quale si dovrebbe sostanziare la compliance ESG.

Infatti gli studiosi hanno largamente esteso le aree che sono comprese nell'acronimo ESG spaziando, a puro titolo esemplificativo, – nell'ambito della sostenibilità – dal cambiamento climatico e alla decarbonizzazione; per quanto attiene alla digitalizzazione: alla *data security* con riferimento alla *cybersecurity* ⁽⁴¹⁾ ed alla protezione dei dati e, ancora, per quanto riguarda le risorse umane le varie implicazioni concernenti l'equilibrio (retributivo e non) tra i generi, la *racial discrimination* (in particolare negli Stati Uniti).

Ciò implica una complessa serie di competenze al fine di valutare in che modo orientare gli interventi e, quindi, come allocare le risorse necessarie allo scopo di

⁽³⁸⁾ Cfr. Stavros Gadinis & Amelia Miazad, *Corporate Law and Social Risk*, 73 VAND. L. REV. 1401, 1458–70 (2020)

⁽³⁹⁾ cfr. sul punto in particolare Pollman, E. (2021). Corporate Social Responsibility, ESG, and Compliance. In B. Van Rooij & D. Sokol (Eds.), *The Cambridge Handbook of Compliance* (Cambridge Law Handbooks, pp. 662-672. Si rende ben conto di questo problema Strine Jr, Leo E., Kirby M. Smith, and Reilly S. Steel. "Caremark and ESG, Perfect Together: A Practical Approach to Implementing an Integrated, Efficient, and Effective Caremark and EESG Strategy." 106 Iowa L. Rev. 1885, 1912-3 (2020) che si refugia nella necessità da parte della singola società di procedere alla selezione degli standard che ritiene più adeguati ma, implicitamente, in tal modo, riducendo ulteriormente l'oggettività del parametro.

⁽⁴⁰⁾ Per questa impostazione Stavros Gadinis & Amelia Miazad, *Corporate Law and Social Risk*, 73 Vand. L. Rev. 1401, 1458–70 (2020).

⁽⁴¹⁾ Cfr. Pace, H. Justin, and Lawrence J. Trautman, *Mission Critical: Caremark, Blue Bell, and Director Responsibility for Cybersecurity Governance*, Wisconsin Law Review 888 (2022).

implementarli efficacemente. Anche per questo profilo torna in evidenza un problema di misurazione. Infatti, ci si pone il quesito su quali debbano essere le modalità per dare conto agli azionisti del ritorno economico conseguente all'efficace sviluppo dei programmi di *ESG compliance* attuati dagli amministratori ma, anche, delle ragioni che hanno portato a scegliere alcuni temi in luogo di altri. Come si vedrà meglio di seguito con riguardo alle critiche rivolte all'integrazione dei temi ESG all'interno dei doveri degli amministratori vien qui in evidenza la compatibilità di tali scelte con il permanere inalterato dell'attuale impostazione dell'interesse sociale come interesse degli azionisti o, nella prospettiva americana, della *shareholder primacy* e della necessità quindi, se si intende dare seguito alla rilevanza della sostenibilità e dei temi sociali di intervenire modificando la logica del "corporate purpose" ⁽⁴²⁾.

Prima di esaminare quali (e di quale intensità) sarebbero le alterazioni organizzative della struttura gestionale della società laddove fossero integrati specifici doveri in materia di monitoraggio della tematiche ESG, sotto forma di programmi di *compliance* specifica, è opportuno esaminare le critiche che sono state avanzate a tale tipologia di approccio ⁽⁴³⁾.

Esse vanno al cuore stesso della configurazione della corporation americana e, quindi, ove dovesse prevalere l'impostazione sopra esposta è di tutta evidenza che dovrebbe essere altresì riletto l'intero sistema per allinearlo alla sua nuova configurazione.

Il primo elemento che deve essere tenuto in conto è rappresentato dall'impatto che avrebbe l'adozione di *standard* di condotta relativamente alle politiche ESG (con particolare riferimento ad una *compliance* specifica su tali temi) con la *Business Judgment Rule* ⁽⁴⁴⁾. Infatti, come abbiamo rilevato in precedenza, la collocazione di tali obblighi nell'ambito del *duty of loyalty* impedirebbe sostanzialmente agli amministratori di avvalersi di tale strumento di esculpazione; ciò avrebbe l'effetto (che già in parte si sta avverando) di incrementare la percezione del rischio correlato alla carica.

Inoltre, l'applicazione di *Caremark* alle politiche ESG si sostanzia nel dovere di supervisione circa l'efficacia delle *policy* adottate e delle *best practices* prescelte; ma l'area di

⁽⁴²⁾ Su questi temi nella letteratura italiana cfr. In particolare U. TOMBARI, *Corporate social responsibility (Csr), environmental social governance (Esg) e «scopo della società»*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, II, 225.

⁽⁴³⁾ Cfr. Stephen Bainbridge, *Don't Compound the Caremark Mistake by Extending It to ESG Oversight*, 77 THE BUS. LAWYER 651 (2022).

⁽⁴⁴⁾ Per alcuni riferimenti al tema nel diritto italiano cfr. G. RACUGNO, D. SCANO, *Il dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità: verso un Green Deal europeo*, in *Riv. soc.*, 2022, pag. 726

intervento designata dall'acronimo ESG è talmente estesa che sarebbero necessario al *board* capacità su numerosissimi argomenti rendendo pressoché impossibile individuare a priori chi potrebbe assumere la carica ⁽⁴⁵⁾.

L'altro elemento è rappresentato dal fatto che in numerose aree comprese nell'ESG non vi sono valutazioni definitive in ordine a quali debbano essere le pratiche appropriate per essere *compliant* e, quindi, esenti da responsabilità. Ciò comporta che il consiglio di amministrazione dovrebbe, sostanzialmente, affidarsi a consulenti esterni (nonché all'attività di selezione compiuta dalla struttura aziendale) allo scopo di selezionare quali potrebbero definirsi le *best practices* e, quale fra esse, prescegliere esautorando, di fatto, il potere decisionale del consiglio stesso che dovrebbe fare affidamento esclusivamente su valutazioni di terze parti ⁽⁴⁶⁾.

Ma vi sono due ulteriori profili che vanno attentamente presi in considerazione allorquando si intende includere anche il rispetto dei principi in materia di ESG tra i doveri degli amministratori – passibili, se violati, di generare responsabilità a loro carico – che attengono rispettivamente all'assetto dell'organizzazione gestionale della società ed all'effettiva ricaduta dell'azione amministrativa, conformata nel modo sopra indicato, al beneficio anche degli *stakeholders* ⁽⁴⁷⁾.

Come è ormai noto nelle società quotate americane si è andato affermando - ed è ormai un modello consolidato oggetto di successiva esportazione negli schemi organizzativi sia di fonte convenzionale che normativa- uno schema che prevede un consiglio di amministrazione (*board of directors*) composto in prevalenza di amministratori indipendenti

⁽⁴⁵⁾ Cfr. Stephen Bainbridge, *Don't Compound the Caremark Mistake by Extending It to ESG Oversight*, 77 THE BUS. LAWYER 659 (2022): «Mandating that directors also take legal responsibility for oversight of ESG issues would require boards to develop expertise in such areas as cybersecurity, diversity, information technology, and even pandemic responses. It is difficult to imagine a manageably sized board that would have expertise in the full panoply of ESG issues».

⁽⁴⁶⁾ Cfr. Stephen Bainbridge, *DON'T COMPOUND THE CAREMARK MISTAKE BY EXTENDING IT TO ESG OVERSIGHT*, 77 THE BUS. LAWYER 661 (2022)

⁽⁴⁷⁾ non è, infatti, priva di rilievo l'osservazione che incasellare l'assenza o l'insufficienza di sistemi di controllo dei rischi ESG nell'ambito della violazione del *duty of loyalty* in termini di *Caremark claim* significa utilizzare lo strumento dei *derivative suits* che, da un lato, può essere attività solo dai soci e, dall'altro, qualora abbia successo fa beneficiare del risarcimento solamente la società senza alcun riflesso sui terzi: cfr. Stephen Bainbridge, *Don't Compound the Caremark Mistake by Extending It to ESG Oversight*, 77 THE BUS. LAWYER 558 (2022).

(⁴⁸) i quali, successivamente, vanno a formare i tre comitati interni (*audit*, remunerazione nomine) obbligatori ed eventuali altri, ove istituiti (⁴⁹).

Laddove si intendesse estendere anche all'ESG le regole di *compliance* già attualmente in essere si dovrebbe porre mano a due specifiche questioni: rispettivamente, il profilo curriculare e le competenze specifiche dei componenti del consiglio e la distribuzione delle responsabilità all'interno dei comitati: si tratta di situazione fortemente tra loro compenetrata (⁵⁰).

Infatti, il comitato interno a cui è attribuita la competenza in materia di verifica dei rischi assunti dalla società è l'*audit committee*; in tale settore è di tutta evidenza che la prevalenza, per rilevanza, dei rischi dei quali si deve verificare sia la rappresentazione che il controllo è costituito da quelli di carattere finanziario; al contrario il settore dei rischi non finanziari, nei quali rientrano a buon titolo quelli ESG, integra, ad oggi, un segmento secondario.

Ciò ha comportato che la composizione di tale organo sia ormai appannaggio di soggetti che vantano specifiche specializzazioni contabili o finanziarie ed, anzi, ciò è espressamente previsto anche sul piano legislativo (⁵¹).

(⁴⁸) Negli Stati Uniti la presenza degli amministratori indipendenti in termini quantitativi e qualitativi è divenuta ormai preponderante (⁴⁸) Cfr. BHAGAT, BLACK, *The Non-Correlation Between Board Independence and Long-Term Firm Performance*, 27 J. CORP. L. 231, 239 (2002) (con l'evidenza del raggiungimento della maggioranza dei componenti da parte degli amministratori indipendenti); GORDON, *The Rise of Independent Directors in the United States, 1950-2005: Of Shareholder Value and Stock Market Prices*, 59 STAN. L. REV. 1465 (2007) cui si deve aggiungere *ex multis* KASTIEL, NILI, "Captured Boards": *The Rise of "Super Directors" and the Case for a Board Suite*, 2017 WIS. L. REV. 19 (2017).

(⁴⁹) i *committees* delle società americane, sia per le funzioni che svolgono quando sono stabilmente costituiti sia in relazione alle speciali attribuzioni, quanto vengono nominati *ad hoc*, sono dei veri e propri organi delegati rispetto al consiglio di amministrazione [Per un primo approccio storico al tema ed ai relative precedenti cfr. HALLIDAY, *Corporation Executive Committees*, 16 CLEV.-MARSHALL L. REV. 167 (1967)]. La più estesa indagine quantitativa sulla composizione dei *board committees* americani può leggersi in CHEN, WU, *The Structure of Board Committees* (September 1, 2016), Harvard Business School Working Paper 17-32 che ha analizzato un campione di 6000 società americane quotate.

(⁵⁰) Sul fatto che la distribuzione di competenze sia pacificamente coperta dalla *Business Judgment Rule* cfr. A. BARTALENA, *I comitati interni a rilevanza esterna*, in *Riv. soc.*, 2022, 745 nonché A. DACCÒ, *Spunti di riflessione su capitalismo sostenibile e strumenti a disposizione*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2022, I, 372.

(⁵¹) Cfr. Sarbanes-Oxley Act of 2002, 15 U.S.C. § 7265 (2018); NYSE LISTED COMPANY MANUAL § 303A.07(a) cmt. (2021); NASDAQ STOCK MARKET RULEBOOK § 5605(c)(2)(A) (2021): al pari di quanto accade per il collegio sindacale della società italiane, per il consiglio di gestione e il comitato di controllo interno o delle società che si avvalgono del sistema monistico ex art. 148 comma 4 T.U.F.

Ne consegue che l'*audit committee* sia oggi sprovvisto delle specifiche competenze per verificare rischi di natura ambientale, sociale, di sicurezza informatica o relativa alle risorse umane ⁽⁵²⁾.

Di qui il dubbio verso quali caratteristiche di preparazione professionale ci si debba orientare per individuare i potenziali candidati alla carica di componente di tale comitato, vista la necessità di poter prendere posizione su tematiche lontane da quelle contabili o finanziarie ⁽⁵³⁾.

La risposta alle domande sopra esposte manifesta una evidente biforcazione tra le indicazioni dottrinali e quelle che emergono dalla prassi societaria.

Quanto alle prime si ipotizza una distribuzione funzionale delle competenze, *ratione materiae*, tra i vari comitati nominati dal consiglio, senza peraltro dare vita ad un comitato che abbia solo l'attribuzione della verifica della *compliance ESG*, lasciando, però, all'*audit committee*, parallelamente, la verifica in ordine alla corretta rappresentazione dei rischi correlati creando una sorta di responsabilità concorrente ⁽⁵⁴⁾.

Al contrario nella pratica sembra emergere un assetto del tutto diverso ⁽⁵⁵⁾; nelle società americane a maggiore capitalizzazione il comitato che, individualmente, assorbe la competenza in materia ESG è il comitato nomine ed è crescente la soluzione multi-comitato con attribuzione della responsabilità all'intero consiglio e, anche, ad una pluralità di comitati: del tutto residuale appare, l'opzione relativa all'*audit committee* ; sicuramente crescente la soluzione di creare un *Ad hoc committee* per la materia ⁽⁵⁶⁾. Quest'ultima sembra

⁽⁵²⁾ Cfr. Strine Jr, Leo E., Kirby M. Smith, and Reilly S. Steel, *Caremark and ESG, Perfect Together: A Practical Approach to Implementing an Integrated, Efficient, and Effective Caremark and EESG Strategy*, 106 IOWA L. REV. 1885, 1916 (2020).

⁽⁵³⁾ Si è detto infatti che: «is difficult to imagine a manageably sized board that would have expertise in the full panoply of ESG issues» Stephen Bainbridge, *Don't Compound the Caremark Mistake by Extending It to ESG Oversight*, 77 The Bus. Lawyer 559 (2022).

⁽⁵⁴⁾ Cfr. Strine Jr, Leo E., Kirby M. Smith, and Reilly S. Steel. "Caremark and ESG, Perfect Together: A Practical Approach to Implementing an Integrated, Efficient, and Effective Caremark and EESG Strategy." 106 Iowa L. Rev. 1885, 1918 (2020).

⁽⁵⁵⁾ Cfr. Maureen Bujno and Kristen Sullivan, *Emerging trends in ESG governance for 2023*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, March 26, 2023 disponibile all'indirizzo: <https://corpgov.law.harvard.edu/2023/03/26/emerging-trends-in-esg-governance-for-2023/#more-155295>

⁽⁵⁶⁾ Cfr. Maureen Bujno and Kristen Sullivan, *Emerging trends in ESG governance for 2023*, Harvard Law School Forum on Corporate Governance, March 26, 2023 che, a valere sulle società dello S&P 500, per l'anno 2023 il 63% delle società indicava come comitato dotato di competenza esclusiva o primaria in materia il comitato governance e nomine, mentre la costituzione di un ESG committee era l'opzione del 13% delle società. Solo l'1% indicava l'*audit committee* come destinatario unico dell'attribuzione.

l'indirizzo assunto dalle società quotate italiane che si sono orientate a nominare un Comitato ESG e/o Sostenibilità ⁽⁵⁷⁾.

Le ragioni che costringono a compiere scelte di campo così stringenti in fase di elaborazione del modello derivano dal fatto che la necessità di ancorare la materia dell'*enviromental, social governance* entro lo schema della compliance allo scopo di allineare ed includere la materia all'interno del dovere di lealtà e, conseguentemente, rendere giustiziabili le sue violazioni mediante gli strumenti, via via dilatatisi, dei *Caremark Claim*, inevitabilmente impone di fare i conti con uno schema che nasce nel contesto degli scandali contabili e finanziari e che, quindi, mal si adatta a *standard* e *policy* che hanno natura precauzionale o anticipatoria quali quelli di prevenzione di rischi climatici, del *sexual harrasment* o delle discriminazioni razziali diversamente da quelli contabili che, al contrario, hanno natura ricognitiva. L'efficacia persuasiva del modello delineato è inversamente proporzionale a quella della sua attitudine applicativa.

In estrema ed ulteriore sintesi il modello sopra descritto introduce una logica di valutazione basata sulla verifica *ex post* dell'azione amministrativa da giustiziare attraverso parametri di verifica dell'effettività del monitoraggio dei rischi svolto dal consiglio (direttamente o tramite i suoi comitati) anche mediante meccanismi di selezione degli amministratori che siano funzionali al raggiungimento del risultato. Ovviamente tale impostazione suppone esistente una condizione di verifica del rischio nella quale il giudice sia chiamato a sindacare la sussistenza o meno della responsabilità e, quindi, proceda mediante verifica successiva del corretto adempimento dei passaggi procedurali approntati dal consiglio allo scopo di scongiurare il verificarsi del rischio: laddove questo percorso fosse stato correttamente seguito la responsabilità degli amministratori sarebbe insussistente.

Una diversa impostazione, pur mantenendo una correlazione bi-univoca tra compliance ed ESG tende a realizzare un processo di verifica *ex ante* (o meglio di selezione)

⁽⁵⁷⁾ Le società italiane componenti l'indice Ftse Mib 40 (al 30 novembre 2022) che non avevano nominato tale comitato erano solo: Azimut; Banca Mediolanum, Buzzi Unichem, Campari, Diasorin. Le società che hanno scelto la soluzione di affidare la competenza al comitato controllo rischi sono Erg e Terna. Vi sono dei casi in cui il comitato istituito ha competenze separate ad es. Generali Assicurazioni con il Comitato Risorse Umane.

dei rischi derivanti dalle problematiche ESG e, quindi, al consiglio di scegliere in libertà se e quali di esse aggredire o mitigare ⁽⁵⁸⁾.

In sintesi; il consiglio di amministrazione dovrebbe istituire una struttura interna di controllo interamente deputata, dapprima, all'individuazione dei rischi ESG che caratterizzano l'attività di quella singola impresa, di poi, alla proposizione di schemi di controllo di essi soprattutto tramite il coinvolgimento degli stakeholders singolarmente ad essi connessi. Una volta completato tale processo il consiglio di amministrazione dovrebbe individuare le azioni idonee a mitigarli.

Il dialogo con gli *stakeholders* dovrebbe portare l'organo amministrativo a beneficiare delle informazioni necessarie ad individuare la scala delle priorità per affrontare i singoli problemi.

Il processo sopra delineato, laddove rimanesse inevaso, dovrebbe essere oggetto di responsabilità a carico degli amministratori sotto il profilo della violazione del dovere di buona fede da intendersi come linea di demarcazione tra il dovere di cura e quello di lealtà ⁽⁵⁹⁾; infatti, muovendo da tale prospettiva, la mancata attivazione da parte degli amministratori di strumenti di monitoraggio delle problematiche ESG espone la società, da essi amministrata, ad un incremento dei rischi con l'effetto di escludere il loro agire in buona fede e, quindi, esponendoli a responsabilità.

L'aspetto significativo di tale impostazione – che potremmo definire *ex ante approach* – è rappresentato dal fatto che il consiglio di amministrazione sarà libero, all'esito dell'avvenuta raccolta di informazioni tramite il sistema di controllo dei rischi ESG, di assumere le decisioni che meglio ritiene, rispondendo così, al *duty of care* e, quindi, rimanendo scriminato nella responsabilità dall'ombrello costituito dalla *Business Judgment rule*: si ha perciò la possibilità di contemperare il rispetto dei principi ESG con la *shareholder primacy*, cosa che difetterebbe nell'ambito della prospettazioni esaminata in precedenza ⁽⁶⁰⁾.

5. La proiezione verso il futuro: i piani di indagine.

⁽⁵⁸⁾ Cfr. Stavros Gadinis & Amelia Miazad, Corporate Law and Social Risk, 73 VAND. L. REV. 1401, 1465 (2020).

⁽⁵⁹⁾ Cfr. Circa l'utilizzo del dovere di buona fede allo scopo di introdurre finalità pubbliche nell'azione amministrativa Elizabeth Pollman, The History and Revival of the Corporate Purpose Clause, 99 TEX. L. REV. 1423 (2021)

⁽⁶⁰⁾ Cfr. Strine Jr, Leo E., Kirby M. Smith, and Reilly S. Steel, Caremark and ESG, Perfect Together: A Practical Approach to Implementing an Integrated, Efficient, and Effective Caremark and EESG Strategy." 106 Iowa L. Rev. 1885, 1918 (2020).

Il trasferimento della tematica ESG dal piano macro-teorico alla concreta dimensione precettiva dei doveri degli amministratori apre uno scenario di cui non è agevole individuare i confini: questa rappresenta una delle più rilevanti criticità del tema che rischia di assumere le vesti della petizione di principio senza concrete ricadute applicative o, peggio, volgersi al rischio del *greenwashing*.

Tuttavia, se si intende procedere ad un esame non generico di tali tematiche, è possibile individuare due piani di analisi, episodicamente convergenti e idonei a condividere le sole problematiche giacenti sulla linea di interferenza.

Il primo – che potremmo definire organizzativo – è quello che attiene alla possibilità per gli amministratori di includere le tematiche ESG nell’ambito di una ponderazione di interessi nello svolgimento dell’attività sociale. Il secondo – spiccatamente gestionale – è, invece, costituito dalla loro declinazione nel quadro della più generale rispetto dei doveri che gravano sugli amministratori e, quindi, della responsabilità derivante dalla violazione.

La presa in considerazione di interessi degli *stakeholders* importa come conseguenza che gli amministratori dovrebbero, nell’ambito della valutazione delle scelte che essi compiono, potersi distaccare – o in caso estremi prescindere – dalla necessità di perseguire la creazione di valore per gli azionisti dando prevalenza a considerazioni che attengono al mantenimento, ad esempio, dell’equilibrio ambientale, al rispetto del genere e dei gruppi etnici, alla neutralità carbonica.

Se si mantiene la posizione che esclude che il perseguimento di interessi diversi da quelli degli azionisti possa costituire lo scopo della società, in altri termini se non si devia verso lo *stakeholderism*, la compatibilità del modello decisionale sopra descritto è possibile soltanto ove ricorrano due diverse ipotesi. La prima, forse quella più auspicabile, è rappresentata da una dimensione forse non ancora attuale ma, tuttavia, già oggi possibile nella quale le attività *ESG compliant* sia capacità di creare più valore rispetto ad altre che non rispettano tale requisito. Ciò accade nei casi in cui – anche grazie a vincoli normativi esterni – taluni tipi di impresa vedono ridotta la propria profittabilità in ragione dei vincoli e delle restrizioni ad esse associate ⁽⁶¹⁾. La seconda, invece, si colloca ad un piano superiore; assumendo che permanga una partecipazione percentualmente elevata da parte del fondi

⁽⁶¹⁾ Su questa ipotesi cfr. R. Tallarita, *Fiduciary Deadlock*, 171 *University of Pennsylvania Law Review Online* __ (2022).

passivi nelle società quotate di maggiori dimensioni – come già oggi accade -, ne consegue che l'equilibrio nella massimizzazione del valore non si ottiene a livello di singola società ma nell'ambito del portafoglio complessivo indirettamente detenuto tramite gli index fund che sono direttamente socie di esse ⁽⁶²⁾: quindi l'eventuale riduzione di ritorno generato dalle scelte di una individuata *corporation* allo scopo di bilanciare anche interessi degli *stakeholder* verrebbero compensati dalla maggiore marginalità di altre che indirettamente trarrebbero beneficio da tale scelte ⁽⁶³⁾.

In quest'ultima dimensione le funzioni di *private ordering* degli investitori istituzionali ⁽⁶⁴⁾ in ragione della necessità di massimizzare il rendimento del portafoglio gestito spingerebbero le singole società partecipate verso quelle decisioni in grado di contemperare nella massima misura la creazione di valore per l'azionista e degli interessi concorrenti allo scopo di realizzare il maggior incremento di valore possibile del portafoglio; non sarebbe, quindi necessario alcun intervento di natura amministrativa nella selezione delle partecipazioni posto che tale risultato sarebbe già in se stesso funzionale all'interesse del gestore ⁽⁶⁵⁾.

Più complesso il quadro derivante dall'inclusione delle tematiche ESG nell'ambito dei doveri degli amministratori.

Sembra potersi osservare che tutti i tentativi orientati in questo senso muovono dalla collocazione della materia ESG entro gli standard di responsabilità costruiti dalla giurisprudenza dello stato del Delaware ⁽⁶⁶⁾. Tuttavia, come si visto in precedenza ⁽⁶⁷⁾, vi sono divergenze sostanziali significative. Infatti, l'applicazione dei processi di selezione dei

⁽⁶²⁾ Sembrerebbe questa la posizione di Luca Enriques, *ESG and Shareholder Primacy: Why They Can Go Together*, in: Paulo Câmara & Filipe Morais (ed.), *The Palgrave Handbook of ESG and Corporate Governance*, Springer Books, (2022), 131.

⁽⁶³⁾ Gli elementi critici di una simile impostazione, in particolare per quanto riguarda il conflitto di interessi, sono esaminati in dettaglio in R. Tallarita, *The Limits of Portfolio Primacy*, 76 *Vanderbilt L. Rev.* (2023) in corso di pubblicazione.

⁽⁶⁴⁾ Cfr. Doroty S. Lund, *Asset Managers as Regulators*, 171 *U. Pa. L. Rev.* 77 (2022).

⁽⁶⁵⁾ Tesi questa prospettata da Bernard S. Sharfman, , *Opportunism in the Shareholder Voting and Engagement of the 'Big Three' Investment Advisers to Index Funds*, 48 *Journal of Corporation Law* (2023) in Corso di pubblicazione.

⁽⁶⁶⁾ Per una recente revisione anche retrospettiva del tema cfr. Arlen, Jennifer, *Evolution of Director Oversight Duties and Liability under Caremark: Using Enhanced Information-Acquisition Duties in the Public Interest* (August 28, 2022). NYU Law and Economics Research Paper No. 23-05, European Corporate Governance Institute - Law Working Paper No. 680/2023, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=4202830>

⁽⁶⁷⁾ Retro sub § 4.

rischi e della loro successiva mitigazione sulla base dei presupposti di Caremark comporta inevitabilmente la necessità di organizzare *ex novo* la struttura decisionale (e manageriale) interna della società poiché si dovrebbe intervenire su competenza e composizione dei comitati interni, avviare un processo di revisione dei criteri di remunerazione ⁽⁶⁸⁾ e, successivamente, costruendo un rapporto - diverso da quello attuale - tra i *board members* e i *directors*, con evidenti ricadute sulla posizione ed il ruolo dell'amministratore delegato.

L'applicazione degli standard derivanti da *Caremark*, e dalle decisioni che ad essa hanno fatto seguito, comporta, a carico del CEO, un obbligo di reazione una volta che le strutture interne deputate al controllo dei rischi evidenziano delle criticità, escludendo scelte di gestionali con carattere discrezionale visto che all'inazione consegue la responsabilità. L'impatto di una simile prospettazione è assimilabile alla rivoluzione della struttura gestionale della società per come si è evoluta nel corso, almeno, dell'ultimo cinquantennio.

L'alternativa sarebbe rappresentata da meccanismi di *risk assesment* con funzioni predittive che farebbero permanere in capo al consiglio la discrezionalità nella selezione di rilevanza dei rischi così selezionati ed escluderebbe dall'area della doverosità la reazione degli amministratori alla loro evidenziazione: la linea discriminatoria sarebbe, dunque, rappresentata dal permanere della buona fede nel corso di tutto il processo di ricerca, selezione, classificazione e mitigazione dei rischi da attuarsi tramite un schemi di dialogo permanente tra amministratori, dipendenti e *stakeholders* che dovrebbe rappresentare, in essenza, la cultura di impresa della singola società ⁽⁶⁹⁾.

Non è chi non veda che entrambe le prospettazioni debbono, alla fine, richiamare principii di carattere extragiuridico, dai profili vagamente etici, per costruire il parametro di valutazione generale della responsabilità degli amministratori in questi casi. Si tratta di situazione di incertezza che sono già affrontati in passato nel contesto societario americano

⁽⁶⁸⁾ Per la complessità di usare parametri ESG per commisurare la remunerazione degli amministratori cfr. Bebchuk, Lucian A. and Tallarita, Roberto, *The Perils and Questionable Promise of ESG-Based Compensation*, 48 J. OF CORPORATION L. 38 (2022).

⁽⁶⁹⁾ Cfr. Stavros Gadinis & Amelia Miazad, *Corporate Law and Social Risk*, 73 VAND. L. REV. 1401,1469 (2020): « The increasing importance of corporate culture in regulatory policy and companies' growing engagement with ethics are definitely moving in the direction that we are proposing and have reinforced interest in sustainability. ESG and ethics represent companies' efforts to self-regulate in the wake of the realization that a simple divide between legal and illegal activity is failing to serve shareholders' interests »

che presentano due evidenti criticità ⁽⁷⁰⁾. Da un lato, la vaghezza dei parametri rende estremamente complesso procedere all'assicurazione della responsabilità agli amministratori per tali ipotesi ⁽⁷¹⁾ e, quindi, crea una barriera all'assunzione della carica e, dall'altro hanno poi il riflesso nell'intervento legislativo diretto a limitarne la portata sanzionatoria ⁽⁷²⁾.

Attesa l'evoluzione giurisprudenziale intervenuta nelle corti del Delaware in applicazione dei principi espressi da *Caremark* la quale si è caratterizzata per l'individuazione di violazioni relative a specifici obblighi o alla mancata protezione di interessi primari ⁽⁷³⁾, la prognosi che in questo settore può essere compiuta è che la declinazione di un generale dovere degli amministratori relativamente al monitoraggio dei rischi derivanti da situazione ESG potrà delinearsi una volta che ne fosse meglio identificato il perimetro o tramite *guidance* specifiche, provenienti dalle autorità regolatorie ovvero frutto della sedimentazione di indirizzi derivanti dalla consolidata applicazione di regole: al pari di quanto è accaduto per il consolidamento, nel tempo, dei principi contabili o di altre regole tecniche consimili.

Il punto di interferenza dei due piani esaminati potrebbe essere collocato nell'ambito della dialettica assembleare; si tratta, infatti, di comprendere se sia possibile utilizzare tecniche già consolidate relativamente ad altre materie – come il *say on pay* per le remunerazioni – allo scopo di trasferire agli azionisti, con funzioni consultive, la valutazione a talune scelte di indirizzo generale che possono, alternativamente, avere ricadute sulla redditività prospettica della società ovvero su interessi di *constituencies* interferite da quelle scelte, al fine di consentire un allineamento di interessi tra quelli che sembrano essere le *policies* di indirizzo, rese pubbliche dai fondi investitori, e le decisioni strategiche degli amministratori.

⁽⁷⁰⁾ E' quanto è accaduto a seguito del *landmark case* *Smith v. Van Gorkom* 488 A.2d 858 (Del. 1985) in materia di responsabilità degli amministratori che ha profondamente rovesciato le modalità di funzionamento dei consigli di amministrazione [« *Smith v. Van Gorkom* arguably was the most important corporate law decision of the 20th century » Bainbridge, Stephen M., *Smith v. Van Gorkom* (May 2008). UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 08-13, p. 1. Disponibile all'indirizzo: ssrn.com/abstract=1130972]. A solo titolo di riferimento nella ormai sterminata bibliografia cfr. Bernard S. Sharfman, *The Enduring Legacy of Smith v. Van Gorkom*, 33 DELAWARE JOURNAL OF CORPORATE LAW 287 (2008).

⁽⁷¹⁾ Cfr. R. Romano, *Corporate Governance in the Aftermath of the Insurance Crisis*, 39 EMORY L.J. 1155, 1158 (1990).

⁽⁷²⁾ Cfr. Delaware General Corporation Law §102(b)(7).

⁽⁷³⁾ Non sono tuttavia mancate le critiche ritenendo insufficiente l'approccio proprio in una della materia del perimetro ESG cfr. Andrew W. Winden, *Caremark's Climate Failure*, 74 HASTINGS L.J. 1167 (2023).