UNIVERSITÀ
DEGLI STUDI
FIRENZE

Scuola di
Giurisprudenza

Corso di Laurea Magistrale a ciclo unico in
Giurisprudenza

Trasparenza e responsabilità nelle società quotate: un'analisi della *Shareholder Rights Directive II*.

Relatore
Prof. Umberto Tombari

Candidato
Irene Cappelli

Anno Accademico 2019/2020

INDICE

INTRODUZIONE 4

CAPITOLO I
IL RAFFORZAMENTO DELLA TRASPARENZA SOCIETARIA.

Sezione I: I nuovi doveri in materia di identificazione degli azionisti, trasmissione delle informazioni e agevolazione dell'esercizio dei diritti dei soci.

1.1 La genesi della *Shareholder Rights Directive II*. 12

1.1.1 *L'impegno a lungo termine degli azionisti: verso il "successo sostenibile" dell'impresa.* 14

1.2 L'identificazione degli azionisti come condizione preliminare alla realizzazione dei propositi della Direttiva..... 18

1.2.1 *Il meccanismo di identificazione degli azionisti.* 20

1.2.2 *Il dovere di trasmissione delle informazioni.* 22

1.2.3 *Agevolazione dell'esercizio dei diritti dell'azionista.* 24

1.3 La necessità di incremento di responsabilità ed *accountability* degli *shareholder*. 26

1.3.1 *L'attivismo societario.* 29

Sezione II: I profili di rilievo nella trasposizione della Direttiva in Italia e in Spagna.

1.4 Le modifiche al TUF in tema di identificazione degli azionisti. 32

1.4.1 *La scelta di introdurre un limite all'identificazione.* 34

1.5 Gli ostacoli alla trasparenza societaria nell'ordinamento spagnolo. 36

1.5.1 *La necessità di poter identificare i* "*beneficiarios últimos*". 40

CAPITOLO II
VERSO UNA REMUNERAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI SOSTENIBILE.

2.1 La politica di remunerazione nella *Shareholder Rights Directive II*. 44
2.1.1 *Allineamento degli interessi.* 50
2.2 Il meccanismo del *say on pay*. 52
2.2.1 *Il contenuto del diritto di voto degli azionisti sulla remunerazione.* 56
2.2.2 *L'introduzione del voto sulla remunerazione a livello europeo.* 57
2.3 Il recepimento del *say on pay* negli Stati membri. 64
2.3.1 *Le scelte del legislatore italiano*. 66
2.4 I nuovi criteri da tenere in considerazione in tema di compensi degli amministratori. 69

CAPITOLO III
LA RESPONSABILIZZAZIONE DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI, GESTORI DI ATTIVI E *PROXY ADVISOR*.

Sezione I: Il principio di trasparenza nell'attività degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi.
3.1 La figura degli investitori istituzionali e la sua rilevanza nella *governance societaria*. 74
3.1.1 *L'attivismo degli investitori istituzionali: i concetti di "stewardship" ed "engagement".* 77
3.1.2 *La diversa vocazione degli hedge funds.* 80
3.1.3 *I principi e le raccomandazioni dei Codici di Stewardship.* 83
3.2 La portata innovativa della *Shareholder Rights Directive II.* 87
3.2.1 *Il contesto europeo.* 87
3.2.2 *La politica di impegno degli investitori istituzionali: regole per una "engagement policy" sostenibile.* 90

3.2.3 *Gli accordi con i gestori di attivi e gli obblighi di disclosure: "investment strategy"*. 93
3.3 Il principio del *comply or explain*. 95
3.4 La preparazione degli investitori istituzionali al recepimento della Direttiva. 97

Sezione II: L'impatto della *Shareholder Rights Directive II* sui consulenti di voto (o "*proxy advisor*").
3.5 Evoluzione storica del ruolo dei *proxy advisor*..... 102
3.5.1 *I problemi relativi ai proxy advisor.* 104
3.6 La prima regolamentazione europea dei *proxy advisor*. 107
3.6.1 *Codici di condotta.* 110
3.6.2 *Doveri di trasparenza.* 111
3.6.3 *Conflitti di interesse.* 112
3.6.4 *Ambito soggettivo e territoriale.* 113
3.7 Il controllo della Consob sui consulenti di voto..... 115
3.8 Il nuovo capitolo X della *Ley de Mercado de Valores*..... 118

CONCLUSIONI 122

BIBLIOGRAFIA 135

INTRODUZIONE

Con il presente lavoro, si intende evidenziare come il tema della sostenibilità ricopra un ruolo sempre più centrale nel dibattito sulle società quotate. In particolare, l'obiettivo del presente elaborato è quello di analizzare come il percorso per raggiungere il c.d. "*successo sostenibile*" dell'impresa passi anche dalle fondamentali novità che la *Shareholder Rights Directive II* (*SHRD II*)[1] ha introdotto, nel nostro ordinamento, in materia di trasparenza e governo societario.

Le società quotate si inseriscono in un ecosistema più grande, influenzano e a loro volta sono influenzate da innumerevoli fattori ambientali, sociali ed economici. Quello che accade nella "vita sociale" non riguarda soltanto il mondo dei mercati finanziari poiché le attività, i valori, gli obiettivi e i risultati perseguiti hanno un notevole impatto sul tessuto sociale e sui singoli individui. Ad oggi, la grande impresa azionaria assume una posizione dominante nella realtà socioeconomica globale[2] e risulta impossibile non riflettere sulla necessità di ripensare il modello societario, interrogandosi su quale sia o debba essere il ruolo delle organizzazioni sociali.

Queste affermazioni trovano conferma nei dati che emergono dalle classifiche delle maggiori economie mondiali. Già da inizio secolo si era notato come le *corporations* stessero occupando un numero sempre maggiore di posizioni. Secondo i dati del Fondo Monetario Internazionale[3], nel 2017 tra le prime 100 economie mondiali risultavano presenti 65 multinazionali e 35 Stati sovrani. Infatti, metten-

[1] Direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento e del Consiglio del 17 maggio 2017, che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti; di seguito indicata come "Direttiva".
[2] Per approfondire: LENER R., *Il ruolo della corporate* governance *nell'economia globale*, in "Banca Impresa Società", 2017, fasc. 1, pp. 3-14.
[3] Dati tratti dal Rapporto 2018 del CNMS-Centro Nuovo Modello di Sviluppo, "*La crescita del potere delle multinazionali*", pag. 11-13.

do a confronto i bilanci pubblici con i fatturati delle imprese, quest'ultimi superano i prodotti interni lordi degli Stati.

Ciò significa che le *corporation* hanno il potere di dominare gli ordinamenti ai quali, invece, dovrebbero essere assoggettate, esercitando una certa influenza sulle scelte di governi e parlamenti[4]. Tenuto conto di questi dati, è inevitabile aggiungere che attualmente sono emerse nuove istanze da parte della società civile, che interessano la coesione sociale e la salvaguardia dell'ambiente. Per rispondere a queste esigenze è necessario che i temi appena citati entrino nelle dinamiche societarie, anche favorendo una discussione tra gli attori delle emittenti su strategie e obiettivi da perseguire. L'attenzione alla sostenibilità che i cittadini, in particolare i giovani, chiedono ai governi deve essere accolta anche dalle imprese, soprattutto da quelle di grandi dimensioni. Gli ingenti cambiamenti socioculturali del XXI secolo hanno portato nuove prospettive e tra queste sicuramente emerge con forza la necessità che le aziende siano orientate verso un maggior rispetto dell'ambiente e delle istanze sociali[5]. È giunto il momento in cui le imprese devono avere il coraggio di ripensare il loro ruolo nella società civile, adottare strategie che puntino a risultati virtuosi anche non finanziari e creare un valore nel lungo periodo tale da poter rafforzare il tessuto sociale in cui svolgono la loro attività.

La sostenibilità d'impresa è un concetto di ampio respiro e si riferisce alla relazione esistente tra l'emittente e tutto ciò che la circonda. Uno sviluppo in chiave sostenibile è il punto di arrivo di un percorso volto al rinnovamento dei meccanismi della struttura societaria[6]. Per raggiungere risultati concreti questo nuovo approccio deve trasformarsi in un valore intrinseco alla cultura aziendale, radicarsi in tutte le pratiche quotidiane per creare benefici nel lungo termine (non solo per le imprese, ma per l'intera collettività). L'obiettivo da perseguire è quello di far permeare una visione sostenibile a tutti i livelli dell'organizzazione societaria e non rilegarla solo all'attività produttiva. È di significativa importanza, dunque,

[4] TOMBARI U., *"Poteri" e "interessi" nella grande impresa azionaria*, Milano, Giuffrè, 2019, pp. 1-4.
[5] SIRI M., *L'integrazione della sostenibilità nel sistema europeo di protezione degli investitori*, in "Banca Impresa Società", 2020, fasc. 1, pp. 3-45.
[6] CRISCIONE A., *La Corporate governance mira al successo sostenibile*, in "Il Sole 24 ore", 10 dicembre 2019, pag. 23.

comprendere cosa il concetto di "sostenibilità" voglia esplicare. Da una lettura superficiale, il termine potrebbe richiamare l'attenzione dei più alle questioni ambientali. In realtà, il significato è molto più profondo e il concetto ricomprende, *inter alia,* aspetti quali l'etica sociale, la struttura ed il governo societario, le risorse umane, le modalità produttive, la sicurezza dei prodotti, dei dipendenti e la qualità delle informazioni trasmesse rispetto alla strategia aziendale. Nella letteratura sul tema, è ormai prassi comune l'utilizzo dell'acronimo "*ESG*" (*Environmental*, *Social*, *Governance*) per declinare i principali profili della sostenibilità. Questa nuova ottica di *management* andrà incorporata a tutti i livelli e ciò richiederà un radicale cambio nell'approccio della gestione delle società. Si tratta di un cambiamento profondo che richiede uno sforzo notevole, ma che porterà a rimodulare le priorità e le strategie delle imprese verso un beneficio comune.

Il fattore ambientale (il profilo *Environmental*) è sicuramente un tema centrale che sta occupando un ruolo di primaria importanza nei dibattiti quotidiani dell'opinione pubblica. I problemi relativi all'inquinamento e al cambiamento climatico riguardano tanto i singoli cittadini quanto le piccole, medie e grandi imprese. Sostenere l'ambiente non è solo una questione che concerne il prodotto finale di un'azienda e le modalità produttive adottate, ma deve interessare l'intero settore finanziario. Negli ultimi anni, si è assistito a una vera e propria cooperazione internazionale in tema di sensibilizzazione alla "*finanza green*"[7] e si è posta l'attenzione sui cosiddetti *Climate-Related Financial Risk*. Un secondo profilo (*Social*) di rilevanza fondamentale è rappresentato dall'attenzione rivolta agli aspetti e alle tematiche sociali. Il tema si riferisce, ad esempio, alla salute e alla sicurezza sui luoghi di lavoro, ma anche al benessere generale dei soggetti portatori di interessi rispetto all'impresa e alla comunità di riferimento.

Ciò che l'elaborato vuole evidenziare è il profilo *Governance* e, in particolare, la stretta relazione tra la c*orporate governance* e la dimensione sostenibile dell'impresa: ci riferiamo a tutti quei profili e strumenti di governo societario che

[7] Tra gli interventi più importanti ricordiamo: Accordo di Parigi, Nazioni Unite: stipulato tra 196 Stati in occasione della Conferenza delle parti dell'UNFCCC sui cambiamenti climatici (COP) 21, 12 Dicembre 2015 in www.unfccc.int .

possono avere un impatto notevole sul cambio di rotta delle emittenti, implementando quella nuova cultura d'impresa funzionale al raggiungimento del "successo sostenibile". Una visione che scardina l'idea di governo societario orientato solo a una protezione dei soci dalle figure gestorie e che propone un ripensamento del rapporto intercorrente tra società e azionisti[8]. La crisi dovuta agli scandali degli anni 2002/2004 e la successiva crisi finanziaria e bancaria del 2008 hanno sicuramente stravolto gli equilibri dell'economia e dei mercati globali[9]. Molteplici ne sono le cause e innumerevoli sono gli effetti che questi avvenimenti hanno avuto sulle società. Sicuramente alcuni problemi strutturali dell'organizzazione societaria trascendono quel particolare momento storico, ma certo è che la crisi ha evidenziato come un sistema efficiente di *governance* sia un presupposto necessario per un corretto e ordinato funzionamento dei mercati finanziari. Il diritto societario ha mostrato numerose lacune e carenze durante questo periodo, ma il 2008 è stata un'occasione per ripensare alcuni degli istituti del diritto dei mercati finanziari e per creare nuove regole sovranazionali volte ad armonizzare il settore. La Direttiva 2017/828 si muove sicuramente lungo quel percorso finalizzato ad apportare significanti correttivi agli strumenti di governo societario nell'ottica di incoraggiare un impegno a lungo termine degli azionisti, rompendo con lo schema precedente che poneva l'attenzione unicamente alla massimizzazione del profitto nel breve termine.

I capitoli di cui si compone l'elaborato tratteranno tre aspetti fondamentali della *governance* societaria e verteranno sul diritto a identificare gli azionisti, sulla trasparenza e il diritto di voto dei soci sulla remunerazione dei vertici delle aziende e sul ruolo degli investitori istituzionali e dei *proxy advisor*. In tali ambiti, la *SHRD II* introduce nuovi obblighi significativi, ispirandosi al principio di trasparenza e perseguendo l'obiettivo della creazione di un maggior dialogo tra *shareholder*, *stakeholder*s e la società stessa, al fine di garantire la tutela di tutti gli interessi[10].

[8] Per approfondire: MONTALENTI P., *Investitori istituzionali e amministratori nelle società quotate: problemi e proposte*, in "Orizzonti del diritto commerciale. Rivista online", 2016, fasc. 1.
[9] MONTALENTI P., *Crisi finanziaria, struttura dell'impresa, corporate governance,* in "Orizzonti del diritto commerciale. Rivista online", 2013, fasc. 1.
[10] RIGANTI F., *La nuova direttiva sui diritti degli azionisti: alcune riflessioni introduttive (direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento europeo e del Consiglio del 17 maggio 2017*, in "Le Nuove leggi civili commentate", fasc. 3, 2018, pp. 772-794.

Data la portata innovativa del provvedimento, sarà opportuno indagare l'impatto di questi nuovi strumenti sulle norme già in vigore in materia. Gli Stati membri, nel recepire le nuove disposizioni, devono tenere conto del diritto nazionale, cercando di ponderare le scelte e valutare le soluzioni più adeguate al proprio impianto legislativo. Per illustrare e spiegare alcune di queste differenze faremo riferimento all'attuazione della Direttiva in Italia e in Spagna, due ordinamenti simili sotto molti aspetti, ma che si trovano comunque a fronteggiare necessità diverse negli ambiti trattati dal provvedimento comunitario. Anche se a titolo esemplificativo, questi riferimenti permetteranno di comprendere quanto ancora sia articolato e complesso il percorso per raggiungere un diritto societario armonizzato. L'obiettivo delle istituzioni europee è quello di creare un impianto di regole sovranazionali che permettano di avere una visione globale della *governance* e di poter così gestire le società in modo controllato e coordinato (soprattutto dati i frequenti investimenti transfrontalieri). Questo passaggio è fondamentale per tutelare la stabilità finanziaria dei mercati, che rappresenta un bene globale.

Gli strumenti previsti dalla *SHRD II* non perseguono unicamente una finalità correttiva degli istituti, ma mirano a dare un concreto apporto per il potenziamento della *corporate governance* soprattutto nell'ottica di realizzare pienamente l'interesse sociale. La grande società azionaria è dotata di ingenti e significativi poteri, funzionali al perseguimento di determinati interessi. Data l'importanza e la crescente influenza di queste entità, si è sviluppato negli anni un acceso dibattito sugli interessi che gravitano intorno alle *corporation*[11]. Per chiarire, in via preliminare, alcuni punti e interrogativi emersi in materia è opportuno soffermarci brevemente su ciò che succede negli altri ordinamenti giuridici, cercando di apprezzare le riflessioni emerse per individuare possibili soluzioni[12]. In materia di diritto societario è ormai nota la rilevante influenza degli USA, dove il paradigma principe è sicuramente quello della *shareholder primacy*. Le grandi società americane si fondano sullo *shareholder value* e sono totalmente orientate alla massimizzazione del valore azionario. Questo tipo di visione è ormai fortemente criticata

[11] TOMBARI U., *"Poteri" e "interessi" nella grande impresa azionaria*, op. cit., pp. 4-6.
[12] TOMBARI U., *"Poteri" e "interessi" nella grande impresa azionaria*, op. cit., pp. 30-48.

(non solo da studiosi americani, ma anche dai Paesi europei) e negli ultimi anni si è assistito ad una vera e propria "svolta" tra le maggiori aziende statunitensi.

Alcuni esempi di come il tema degli "interessi sociali" possa essere diversamente considerato emergono dalle legislazioni degli Stati del continente europeo. In Gran Bretagna il *Companies Act* del 2006 ha dedicato una disposizione (la *Section 172*) agli interessi che gli amministratori devono perseguire. Sicuramente si riconosce l'esistenza di una pluralità di interessi, ma al contempo la norma ha una formulazione molto ampia e generica in quanto si riferisce al compito degli amministratori di promuovere il successo dell'impresa a beneficio di tutti i membri. Un approccio molto diverso è quello che si ravvisa in Germania, dove il diritto societario non contiene una norma né in favore dei soli interessi degli azionisti né una da cui emerga l'esistenza di ulteriori posizioni da tutelare. La recente modifica del codice di autodisciplina tedesco, invece, apre espressamente a un'idea di organo amministrativo che tenga conto dei vari interessi in gioco. In una situazione simile si trova anche la Spagna, dove gli altri interessi sociali vengono in rilievo in maniera più sensibile solo con riferimento al *Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas*; mentre a livello di diritto societario, la *Ley de Sociedades de Capital* impone agli amministratori di esercitare le loro funzioni nell' "*interés de la sociedad*" senza darne una definizione puntuale. Le disposizioni più innovative e determinanti sono state adottate in Francia, dove si è provveduto nel 2019 ad una modifica del *Code Civil* in tema di doveri degli amministratori. Con l'occasione si è espressamente attribuito rilevanza alle problematiche sociali e ambientali, che rientrano nella nozione di "interessi sociali".

Infine, anche nel nostro ordinamento non si ravvisa l'esistenza di una norma di legge che tratti in modo specifico gli interessi che l'organo amministrativo deve perseguire. Nel Codice civile viene menzionato in vari articoli, spesso implicitamente, l'interesse della società, senza mai giungere a una definizione chiara e precisa dei contenuti[13]. Una prorompente novità, invece, arriva con il nuovo Codice

[13] Cfr. Art. 2380-*bis* c.c. ("*Amministrazione delle società*"), art 2391 c.c. ("*Interessi degli amministratori*") e con riferimento alle quotate art. 103, c. 3-bis TUF ("*Svolgimento dell'offerta*").

di Autodisciplina[14], modificato nel 2020. L'articolo 1 esordisce affermando che *"l'organo amministrativo guida la società perseguendo il successo sostenibile"*[15], che si sostanzia nella creazione di valore per gli azionisti, tenendo conto degli interessi rilevanti per gli *stakeholder*. L'articolo in questione rappresenta una forte apertura verso la funzionalizzazione dell'attività degli amministratori al perseguimento del successo sostenibile, che dovrà declinarsi attraverso i meccanismi di governo societario.

In conclusione, possiamo affermare che sempre più ordinamenti sono orientati verso il riconoscimento della rilevanza di interessi ulteriori e diversi da quegli degli azionisti, generalmente identificati come interessi degli *stakeholder*[16]. Questa prospettiva potrebbe aiutare le imprese nel raggiungimento di una valorizzazione ad ampio spettro. Certo è che, come si può evincere da un'analisi comparatistica, nessuno Stato è riuscito a risolvere in modo netto il problema. Infatti, non emergono definizioni chiare e precise di quali siano questi interessi ulteriori, nonostante l'intenzione generale sia quella di proteggerli. Allo stesso tempo, in questa incertezza legislativa, l'organo amministrativo è ancora dotato di margini troppo ampi di discrezionalità in materia. Per questo è opportuno creare e incentivare forme di dialogo tra azionisti e *management* della società.

In un contesto normativo dove i sistemi di *corporate governance* che si sono sviluppati non incoraggiano l'esercizio del voto degli azionisti, la disciplina europea e in particolare la *SHRD II* hanno spostato la loro attenzione sulla responsabilizzazione del ruolo dei soci. Tenendo conto degli insuccessi delle disposizioni rivolte esclusivamente alle emittenti[17], la nuova disciplina è indirizzata direttamente

---

[14] Codice Corporate Governance 2020, elaborato dal Comitato Corporate Governance, Gennaio 2020.

[15] Art. 1, Codice di Corporate Governance 2020.

[16] "*L'interesse sociale è dunque la composizione di interessi plurimi delle diverse categorie di azionisti, nei limiti degli interessi-altri, dei lavoratori, dei consumatori, della comunità di riferimento, dell'ambiente, cioè degli stakeholders in generale, coordinati dagli amministratori in una sintesi in ultima istanza profit-oriented che converge nell'interesse all'efficienza dell'impresa*." MONTALENTI P., *L'interesse sociale: una sintesi*, in "Rivista delle Società", fasc. 2, giugno 2018, pp. 303-319.

[17] Si allude alla Direttiva 2001/34/CE, del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 28 maggio 2001, riguardante l'ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale, parzialmente abrogata dalla direttiva prospetto 2003/71/CE e dalla direttiva trasparenza 2004/109/CE, e modificata dalla direttiva 2005/1/CE; alla direttiva 2004/109/CE, in materia di armonizzazione degli obblighi di

agli azionisti[18]. In questo contesto, si inseriscono i nuovi presidi di *corporate governance* previsti dalla Direttiva, i quali potrebbero giocare un ruolo fondamentale nel perseguimento di ulteriori interessi non previsti a livello legislativo. Obiettivo di questo lavoro è analizzare l'articolazione dei nuovi presidi della *SHRD II* incentrati sul raggiungimento di un maggior livello di trasparenza e una miglior comunicazione tra gli attori dell'emittente, al fine di verificarne l'impatto sull'aumento della partecipazione degli azionisti in assemblea come strumento per migliorare la gestione della società e incentivare gli amministratori ad allineare i propri interessi con quegli degli *stakeholder*.

trasparenza concernenti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato; La stessa Direttiva 2007/36/CE non aveva delineato sufficientemente i diritti degli azionisti; Per approfondire il tema, LENER R., *Il ruolo degli investitori istituzionali e l'assemblea*, in "Analisi Giuridica dell'Economia", dicembre 2019, fasc. 2, pp. 505-516.

[18] COSSU M., *L'attivismo degli investitori non istituzionali in Italia*, in "Banca Borsa Titoli di Credito", fasc. 3, 1 giugno 2017, pag. 398 ss.

CAPITOLO I
IL RAFFORZAMENTO DELLA TRASPARENZA SOCIETARIA.

Sezione I: I nuovi doveri in materia di identificazione degli azionisti, trasmissione delle informazioni e agevolazione dell'esercizio dei diritti dei soci.

1.1 La genesi della *Shareholder Rights Directive II*.

Il diritto delle società quotate è attualmente protagonista di una notevole evoluzione normativa il cui obiettivo è quello di fornire una risposta ai cambiamenti sociali ed economici tipici di questo periodo storico. In un tale contesto, assume un ruolo di primaria importanza la Direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 17 maggio 2017, che modifica la Direttiva 2007/36/CE[19] per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti[20]. Il provvedimento si pone come una delle tappe fondamentali di attuazione del cosiddetto "*Piano di Azione sul diritto europeo delle società e governo societario*"[21] (Comunicazione della Commissione del 12 dicembre 2012)[22].

[19] Direttiva 2007/36/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'11 luglio 2007, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate, di seguito "Direttiva 2007/36/CE".
[20] Nt. 1.
[21] Considerando (3), Direttiva: *"Nella sua comunicazione del 12 dicembre 2012 dal titolo «Piano d'azione su diritto europeo delle società e governo societario — una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili», la Commissione ha annunciato una serie di iniziative in materia di governo societario, in particolare per incoraggiare l'impegno a lungo termine degli azionisti e aumentare la trasparenza tra società e investitori."*
[22] Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni. Piano d'azione: diritto europeo delle società e

È importante sottolineare l'importanza di questa modifica, in quanto si fa portatrice di uno specifico approccio in materia di emittenti e si concentra su profili e istituti chiave nell'ambito del governo societario delle imprese. Gli obiettivi delle istituzioni europee in relazione alle società quotate si muovono dunque lungo due linee direttrici, che si concretano nel *(i)* perseguire un impegno a lungo termine degli azionisti e *(ii)* nel raggiungere maggiori livelli di trasparenza nel rapporto tra l'emittente e gli investitori della stessa. Nello specifico, l'intento della Direttiva è quello di fornire gli strumenti necessari al raggiungimento di una dimensione più sostenibile delle società europee nel lungo termine, contribuendo così a creare le condizioni per la crescita della competitività del mercato finanziario dell'Unione Europea.

Analizzando i Considerando della *SHRD II* emerge come lo scopo delle previsioni legislative sia quello di rimediare ad alcuni aspetti patologici del diritto societario. Tra le varie cause, è ragionevole ritenere che la crisi del 2008 abbia fatto emergere una serie di inadeguatezze nei meccanismi di *corporate governance*. Tra gli interventi necessari per il superamento di tali carenze, la Commissione ha avvertito la necessità di ripensare il ruolo degli azionisti, incoraggiando un loro maggior coinvolgimento nella valorizzazione della società attraverso la partecipazione e l'esercizio dei loro diritti sociali[23].

Per una definizione di "*politica di impegno*" che si richiede agli azionisti è opportuno analizzare il quattordicesimo Considerando, che racchiude il fine ultimo del provvedimento:

"*Un impegno efficace e sostenibile degli azionisti costituisce uno dei pilastri del modello di governo societario delle società quotate, basato su un sistema di pesi e contrappesi tra i diversi organi e i diversi portatori di interesse. Il maggiore coinvolgimento degli azionisti nel governo societario delle società rappresenta una delle leve che possono contribuire a migliorare i risultati finanziari e non finanziari delle società, anche per quanto riguarda i fattori ambientali, sociali e di governo, in particolare ai sensi dei principi di investimento responsabile sostenuti dalle Nazioni Unite. In aggiunta, il maggiore coinvolgimento di tutti i portatori di interesse, in particolare dei dipendenti, nel governo*

---

governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili, COM/2012/0740/ - Action Plan 2012.

[23] Per approfondire il tema V. MONTALENTI P., *Crisi finanziaria, struttura dell'impresa, corporate governance,* in "Orizzonti del diritto commerciale. Rivista online", 2013, fasc. 1, pp. 1-11.

societario è un fattore importante per garantire che le società quotate adottino un approccio più a lungo termine, che deve essere incoraggiato e preso in considerazione.[24]"

1.1.1 *L'impegno a lungo termine degli azionisti: verso il "successo sostenibile" dell'impresa.*

In via preliminare rispetto alla trattazione delle novità introdotte dal provvedimento in esame, è opportuno accennare brevemente alla contrapposizione tra le visioni di "breve" e "lungo" periodo che la Direttiva adotta come chiave interpretativa della realtà dei mercati finanziari successiva alla crisi finanziaria. I due approcci sono impiegati per analizzare le cause di quest'ultima e per individuare rimedi duraturi volti a migliorare non solo i meccanismi di governo societario, ma più in generale la condizione dei mercati e per prevenire future crisi[25]. Occorre quindi soffermarci su quale sia il significato di questo "necessario" impegno a lungo termine degli azionisti auspicato dal legislatore comunitario e su come tale approccio costituisca un cambio di rotta rispetto alla situazione attuale.

Le prassi che si sono acuite negli ultimi anni in tema di investimenti in titoli azionari vedono una forte tendenza, da parte degli azionisti, a adottare strategie che privilegiano risultati di breve periodo (*short-termism*) e spesso di natura speculativa. Questo tipo di investimento tende a essere molto redditizio nel breve termine, ma non è necessariamente capace di creare valore per la società nel lungo periodo. Il fenomeno è ormai da molto tempo presente nei mercati finanziari e le origini risalgono ad una combinazione di diversi fattori[26]. Le recenti crisi finanziarie hanno contribuito ad aggravare la situazione poiché si è assistito a un'esasperata attenzione unicamente ai rendimenti azionari nel breve termine (generalmente su base trimestrale), sacrificando così una più accurata gestione dei rischi e delle risorse a

[24] Considerando (14), Direttiva.
[25] DENOZZA F., *Quale quadro per lo sviluppo della Corporate governance?*, in "Orizzonti del diritto commerciale. Rivista Online.", Fasc. 1, 2015, pag. 7.
[26] Per approfondire le origini e caratteristiche del fenomeno V. EY for the European Commission DG Justice and Consumers, "*Study on directors' duties and sustainable corporate governance"*, Luglio 2020, pp. 30-39.

discapito della sopravvivenza dell'impresa stessa. È certo che la storia recente dei mercati finanziari evidenzia delle dinamiche tutt'altro che efficienti e questo si riflette sulla *governance* delle società nella misura in cui le norme di diritto societario subiscono una notevole influenza da parte dell'articolazione del mercato finanziario[27].

Il c.d. *short-termism* è individuato osservando l'evoluzione dell'importo dei fondi aziendali netti utilizzati per i pagamenti agli azionisti (sotto forma di dividendi o riacquisto di azioni) rispetto all'evoluzione dell'importo utilizzato per la creazione di valore durante il ciclo di vita dell'impresa (come, ad esempio, investimenti nella sostenibilità)[28]. Il rischio ultimo di una visione di questo tipo da parte di azionisti e *manager* è quello di ostacolare risultati e opportunità connessi alla sostenibilità economica, ambientale, sociale. La letteratura ricollega al breve termine numerose conseguenze tra cui, a titolo esemplificativo, il favorire risposte insoddisfacenti alle questioni ambientali, sia a livello individuale che organizzativo. Un'altra conseguenza di tale fenomeno è rappresentata dall'inasprimento delle disuguaglianze sociali e dall'aumento delle fratture socioeconomiche, soprattutto nei contesti dove la proprietà azionaria è concentrata nelle mani di pochi azionisti e quindi il raggiungimento di prezzi più elevati, con conseguente aumento nella distribuzione dei dividendi, andrebbe a favorire solo alcuni soggetti.

Tutto questo, a livello economico, ha effetti decisamente negativi sulle aziende e sugli *stakeholder*. Il primato degli azionisti e il perseguimento dello *shareholder value* esercita pressioni non indifferenti sui consigli di amministrazione, che tendono a concentrarsi unicamente sulla *performance* finanziaria dell'impresa e sul valore di mercato della stessa. Ciò a discapito della tutela degli interessi degli *stakeholder* e di investimenti che guardano a obiettivi di lungo termine[29].

Il riferimento al "lungo periodo" è invece decisamente frequente nel testo della Direttiva, sia in relazione al finanziamento delle imprese che alla disciplina delle

---

[27] Cfr. EREDE M., SANDRELLI G., *Attivismo dei soci e investimento "short-term": note critiche a margine del dibattito europeo sulla "corporate governance" - Inappropriate short-term activism vs. appropriate long-term engagement*, in "Rivista delle Società", 2013, fasc.5, pp. 931-984.
[28] Cfr. EY, *Study*, cit., pag. 30.
[29] Cfr. EY, *Study*, cit., pp. 22, 26, 28.

emittenti stesse[30]. La nuova linea europea prevede che gli azionisti siano coinvolti attivamente nella "vita sociale", monitorando l'operato della società nell'ottica di un rendimento del loro investimento nel medio-lungo termine. Tutto questo è volto non solo a rendere l'impresa più redditizia, ma soprattutto a permettere una vera e propria valorizzazione della partecipazione sociale. In realtà, la contrapposizione tra "breve" e "lungo" termine non è così netta e rigida e non è possibile attribuire in modo predeterminato a queste due visioni una valenza rispettivamente negativa e positiva. Il problema si sposta su un livello di piani e strategie che possono richiedere un approccio diverso a seconda degli obiettivi concreti da perseguire[31]. Nonostante ciò, l'Unione europea sembra non tenere conto di un possibile coordinamento tra "breve" e "lungo" periodo, dando per scontata la necessaria adozione di una visione "*long-term*" da parte delle emittenti e dei suoi attori.

A livello comunitario si è inoltre intensificata l'idea di un legame tra l'adozione di questo tipo di visione e il raggiungimento di una dimensione sostenibile dell'impresa[32]. Secondo la Commissione europea per ottenere dei risultati (finanziari e non finanziari) soddisfacenti nel lungo periodo è necessario che l'impresa stessa sia sostenibile. È importante che, nell'attuale contesto storico, le società siano sempre più orientate a raggiungere un "successo sostenibile" nel lungo periodo, avendo cura di occuparsi di interessi di varia natura e non esclusivamente delle logiche di profitto. Unitamente a queste osservazioni, è opportuno sottolineare che il tema degli scopi finali della società e degli interessi che questa può o deve perseguire è di particolare attualità ed è tornato al centro di un vivo dibattito

---

[30] DENOZZA F., *Quale quadro per lo sviluppo della Corporate governance?*, in "Orizzonti del diritto commerciale. Rivista Online.", Fasc. 1, 2015, pag. 8.

[31] "*Ciò vale in particolare per il "lungo": è solo nell'ambito di una complessiva previsione su come affrontare il futuro che può acquisire valenza positiva un atto che al momento comporta solo sacrificio (un atto di risparmio, ad esempio). La questione non è perciò tra lungo e breve, ma tra piano e piano. Esistono piani in cui decisioni di lungo periodo si configurano come assolutamente irrazionali (la decisione di un novantenne di aderire ad un piano di risparmio di durata trentennale che gli consentirà alla scadenza di compiere un doppio giro del mondo) e piani in cui decisioni di breve periodo si configurano come assolutamente ragionevoli*.", DENOZZA F., *Quale quadro per lo sviluppo della Corporate governance?*, cit., pag. 8.

[32] Cfr. Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile, ONU, Risoluzione adottata dall'Assemblea Generale il 25 settembre 2015, A/RES/70/1, in www.unric.org

sociale e culturale[33]. Lo storico paradigma che prevede come unico obiettivo per l'ente societario la creazione di valore per i soci è ormai in crisi e sono sempre maggiori le critiche e le proposte di revisione di tale schema (ricordiamo, a titolo di esempio, lo *Statement* della *Business Roundtable*)[34].

Con queste premesse comprendiamo come, ad oggi, la valutazione rispetto all'adeguatezza ed efficacia della *corporate governance* si misuri anche in base a nuovi parametri. Nonostante manchino ancora interventi legislativi decisivi in tal senso, sempre più voci auspicano il perseguimento di un nuovo obiettivo, più complesso ed articolato, denominato "successo sostenibile"[35]. Stiamo parlando di un nuovo paradigma del "fare impresa" che richiede alle società di agire in modo responsabile, svolgendo la loro attività non solo per la creazione di profitti nel lungo termine per gli azionisti, ma orientando il loro lavoro verso il raggiungimento di risultati che si riferiscono a fattori ambientali, sociali e di *governance*. Il riconoscimento, ormai innegabile, del notevole impatto che le imprese hanno nei contesti sociali dei Paesi in cui operano, fa sì che siano aumentate le richieste al mondo societario di fare proprio il concetto di *corporate social responsability* (*CSR*)[36]. Il profilo di massimizzazione del valore azionario non viene eliminato o ridimensionato, bensì integrato dai cosiddetti fattori *ESG*[37], dal coinvolgimento e dalla creazione di valore anche per gli *stakeholder* che dovrebbero trovare un loro ruolo (seppur marginale) nella struttura del governo societario. Quello che emerge

---

[33] Cfr. DENOZZA F., *Lo scopo della società: dall'organizzazione al mercato*, in "Orizzonti del diritto commerciale. Rivista online", 2019, fasc. 3.

[34] Business Roundtable, *Statement on the Purpose of a Corporation* (2019), dove si afferma *"we share a fundamental commitment to all of our stakeholders"*. Reperibile al link: https://opportunity.businessroundtable.org/ourcommitment/ .
Per approfondire V. PERRONE A. (a cura di), *Lo statement della Business Roundtable sugli scopi della società. Un dialogo a più voci*, in "Rivista Orizzonti del Diritto Commerciale. Rivista online", fasc. 3, 2019.

[35] Sul rapporto tra successo sostenibile e Corporate governance V. CRISCIONE A., *La Corporate governance mira al successo sostenibile*, in "Il Sole 24 ore", 10 dicembre 2019, pag. 23.
V. TOMBARI U., *Siamo all'alba del successo sostenibile*, in "Il Sole 24 Ore", in www.ilsole24ore.it

[36] CHIRIELEISON C., *Lo Shareholder come Stakeholder critico: verso una corporate governance orientata alla responsabilità sociale*, in "Notizie di Politeia", Anno XXIII - N. 85/86, 2007, pp. 497 ss.

[37] CIAVARELLA A., LINCIANO N., SIGNORETTI R., *Sostenibilità e diversità nelle società quotate italiane nel Rapporto Consob sulla corporate governance*, in "Bancaria", Settembre 2019, Settembre 2019, pp. 86-94.

è un reale mutamento in tema di orizzonti temporali, interessi tutelati e contenuto del valore dell'emittente. Un cambiamento di tale portata deve necessariamente passare in prima battuta da un'evoluzione della *corporate governance* per poi svilupparsi e creare una nuova cultura d'impresa. Per ottenere questi nuovi risultati il legislatore comunitario è intervenuto sui meccanismi di governo societario, poiché questi definiscono il rapporto tra dirigenza, azionisti e soggetti interessati e contribuiscono quindi a definire la gestione della società. La Direttiva tocca aspetti delicati come la carenza di trasparenza nei meccanismi decisionali adottati dalle società e la mancanza di un'efficace comunicazione tra gli attori e il mercato, cercando di dotare gli investitori di strumenti adeguati a combattere le asimmetrie informative e creando sempre più occasioni di dialogo con la società volte a favorire un atteggiamento responsabile rispetto al loro ruolo.

1.2 L'identificazione degli azionisti come condizione preliminare alla realizzazione dei propositi della Direttiva.

La prima scelta in materia di *governance* operata dal legislatore comunitario riguarda sicuramente il rafforzamento della trasparenza societaria, rispetto alla quale i soci possono svolgere un ruolo determinante[38]. Il diritto a identificare gli azionisti di una società non è solo un'esigenza che si è andata sviluppando negli ultimi anni, ma è soprattutto un presidio di corretta *corporate governance* poiché permette di facilitare il dialogo tra la società, il *board* e i soci. In passato, una prassi fin troppo comune vedeva azionisti poco interessati a chiedere alla dirigenza un rendiconto riguardo le decisioni, anche in ragione del fatto che molti di questi detenevano le loro azioni per brevi periodi. Il riconoscimento, da parte della *SHRD II*, di questo specifico diritto di conoscere i soci di cui è titolare la società emitten-

[38] "*Gli azionisti hanno un ruolo fondamentale da svolgere nella promozione di una migliore governance delle società. Assumendo tale ruolo essi agiscono sia nel loro interesse che in quello della società*.", Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni. Piano d'azione: diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili, COM/2012/0740/ - Action Plan 2012, pag. 3.

te impegna gli Stati membri a eliminare tutti quegli ostacoli giuridici che impediscono agli intermediari di inviare i dati identificativi ai propri clienti[39]. L'identificazione degli azionisti da parte delle società viene delineata come strumento per potenziare il ruolo degli stessi rispetto al *board*. Quello che il legislatore comunitario si auspica è lo svolgimento di una funzione di monitoraggio rispetto agli amministratori, che deve compiersi attraverso l'esercizio dei diritti da parte degli azionisti, la loro partecipazione all'assemblea generale e all'adozione delle decisioni tramite il voto.

In ragione delle potenzialità rappresentate da una corretta dinamica assembleare, la volontà del legislatore comunitario si indirizza verso la richiesta alle società quotate di conoscere i propri azionisti, potendo l'emittente avvalersi di meccanismi efficienti. Questo prevede anche l'onere per gli intermediari di comunicare tempestivamente alla richiedente le informazioni riguardanti tali soggetti ("*Gli intermediari dovrebbero essere tenuti, su richiesta della società, a comunicare alla società le informazioni riguardanti l'identità degli azionisti*"[40]). Tutto ciò viene previsto prestando particolare attenzione alla normativa in tema di *privacy* e trattamento dei dati personali che deve essere unicamente funzionale a una miglior comunicazione con l'emittente[41]. Una volta identificati, gli azionisti avranno diritto a ricevere le informazioni funzionali a un esercizio più agevole dei diritti di cui sono titolari[42].

In particolare, l'identificazione dei soci si configura come un prerequisito fondamentale per permettere lo scambio di informazioni e la comunicazione diretta tra gli azionisti e la società emittente, specialmente in caso di investimenti transfrontalieri[43]. Lo scambio deve essere efficace per garantire un corretto funzionamento della società e per renderlo tale è necessario, *in primis*, che questa possa conoscere l'identità dei propri azionisti.

---

[39] Non sono mancate preoccupazioni espresse in merito alla protezione della *privacy* degli investitori; Cfr. Action Plan 2012, cit., pag. 8.
[40] Considerando (4), Direttiva.
[41] Considerando (6), Direttiva: "*A norma della presente direttiva, è opportuno trattare i dati personali degli azionisti in modo da permettere alla società di identificare gli azionisti esistenti al fine di comunicare con loro direttamente.*"
[42] Cfr. RIGANTI F., *La nuova direttiva sui diritti degli azionisti,* cit., pp. 772-794.
[43] Cfr. RIGANTI F., *La nuova direttiva sui diritti degli azionisti,* cit., pp. 772-794.

L'intento della Direttiva è chiaro su questo punto: *"L'identificazione degli azionisti è una condizione preliminare per la comunicazione diretta tra gli azionisti e la società e pertanto è essenziale per facilitare l'esercizio dei diritti degli azionisti e l'impegno degli stessi"*[44], soprattutto con riguardo ai casi in cui la detenzione dei titoli passi per complesse catene di intermediazione che non agevolano l'esercizio dei diritti dell'azionista e rendono estremamente complesso un impegno a lungo termine da parte degli stessi.

Il nuovo impianto di regole e strumenti è volto a consentire un efficiente sistema di scambio di informazioni tra tutti gli attori dell'impresa e di seguito analizzeremo le principali novità introdotte.

1.2.1 *Il meccanismo di identificazione degli azionisti.*

Il nuovo articolo 3-*bis* della Direttiva 2017/828, integrando il Capitolo I *bis* della Direttiva 2007/36/CE, prevede il diritto per le società a identificare i propri azionisti. Nello stesso vengono stabilite le regole effettive del meccanismo con cui procedere[45], basato sul dovere di tutti gli intermediari di comunicare alla società le informazioni sull'identità dei soci (rientrando nel concetto di informazione ogni dato che permette di determinare l'identità del soggetto in questione)[46].

In prima battuta, il legislatore europeo ha deciso di lasciare alla discrezionalità degli Stati la previsione o meno della possibilità di porre un limite a questo diritto. Quello che uno Stato membro può prevedere nella legislazione nazionale è che le società con sede legale nel territorio di tale Stato siano esclusivamente autorizzate a richiedere di poter indentificare quegli azionisti che detengono più di una determinata percentuale minima di azioni, che non può superare la soglia dello 0,5%.

---

[44] Considerando (4), Direttiva.

[45] Cfr. Art. 3-*bis*, Direttiva.

[46] Cfr. MARCO ALCALÁ L.A., *Directiva 2017/828/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas*, in "Ars Iuris Salmanticensis", vol. 5, núm. 2, 2017, pp. 192-197.

Per quanto riguarda il ruolo degli intermediari gli Stati devono assicurarsi che, in caso di richiesta da parte della società, questi comunichino tempestivamente alla stessa le informazioni riguardanti l'identità degli azionisti. La Direttiva individua come contenuto minimo del pacchetto informativo il nome, i dati di contatto, il numero di registrazione (in caso si tratti di persona giuridica), il numero di azioni di cui è titolare il soggetto e le categorie o classi e la data di acquisizione delle stesse (queste ultime se richiesto dalla società)[47]. La regolamentazione europea, cosciente delle notevoli difficoltà che la società incontra in questo processo di identificazione (e quindi nell'agevolazione dell'esercizio dei diritti sociali), nei casi in cui le azioni siano detenute attraverso catene di intermediari ha espressamente previsto per questi soggetti una serie di doveri, volti a favorire il flusso informativo. Al riguardo, il paragrafo 3 dell'articolo in esame ha espressamente previsto che gli Stati garantiscano che la richiesta della società sia comunicata senza indugio da un intermediario all'altro. Una volta acquisite le informazioni sull'azionista, queste devono essere sollecitamente comunicate alla società richiedente da qualsiasi intermediario facente parte della catena. La richiesta della società, in questi casi, può avere anche come oggetto le informazioni in riferimento all'intermediario successivo. L'esercizio effettivo dei diritti sociali dipende dall'efficienza della catena di intermediazione. Molto spesso, infatti, le informazioni e i voti espressi dagli azionisti non vengono correttamente trasmessi e questo a discapito della società stessa[48].

Oggi, quando parliamo di identificazione, non possiamo prescindere dal trattare il tema dei dati personali considerando l'enorme importanza che la tutela e la protezione di queste informazioni ha assunto a livello nazionale, europeo ed internazionale. Nel nuovo regime di trasparenza i dati personali degli azionisti sono trattati per fare in modo che la società possa comunicare direttamente con quest'ultimi. Attraverso una comunicazione efficiente si vuole agevolare gli azionisti nell'esercitare i loro diritti e, così facendo, accrescere il loro impegno nella

[47] Considerando (5), Direttiva: *"La trasmissione di una quantità inferiore di informazioni sarebbe insufficiente per consentire alla società di identificare i propri azionisti allo scopo di comunicare con loro."*
[48] Cfr. Considerando (8), Direttiva.

società[49]. Per questo la Direttiva prevede dei limiti stringenti alla conservazione dei dati personali che sono stati oggetto di trasmissione. *In primis*, si prevede che la conservazione riguardi i dati che si riferiscono agli azionisti in carica e che questi possano essere conservati esclusivamente per i fini previsti dall'articolo. Fatti salvi eventuali periodi più lunghi stabiliti dagli Stati membri, il limite temporale per la conservazione è fissato al massimo per 12 mesi che decorrono dal momento in cui il soggetto interessato cessa di essere azionista della società[50]. Resta comunque prevista la possibilità di superare tali limiti qualora il trattamento dei dati sia funzionale a scopi diversi, definiti dagli stessi Stati membri[51]. A titolo di esempio, ciò accade in Italia, dove in sede di recepimento il legislatore ha rilevato che tale diritto assolve l'ulteriore funzione di agevolare il coordinamento tra i soci. Per questo è stata demandata alla regolamentazione secondaria la definizione della disciplina e dei limiti[52].

1.2.2 *Il dovere di trasmissione delle informazioni.*

Il dovere di trasmettere le informazioni necessarie all'azionista per esercitare i diritti conferiti dalle sue azioni è espressamente previsto dall'articolo 3-*ter* della Direttiva, il quale assicura che gli intermediari siano tenuti a adempiere senza ritardo ai loro obblighi[53]. Questo flusso informativo ha come destinatari gli azionisti detentori di azioni della stessa categoria (o i terzi da loro nominati), i quali devono ricevere: le informazioni che la società è tenuta a fornirgli per consentire a questi soggetti di esercitare i diritti che detengono in quanto soci (lettera a); in alternativa, nell'eventualità che queste siano già disponibili nel sito internet della società,

---

[49] RODRÍGUEZ MARTÍNEZ I., *Las nuevas obligaciones de los intermediarios en materia de identificación, transmisión de información y facilitación del ejercicio de los derechos del socio inversor de sociedades cotizadas*, in "Revista de Derecho Mercantil", 311, 2019, pp. 125 ss.
[50] Cfr. Considerando (7), Direttiva.
[51] Cfr. Considerando (7), Direttiva.
[52] Considerando (6), Direttiva: *"È fatto salvo il diritto degli Stati membri che disciplina il trattamento dei dati personali degli azionisti per scopi diversi, come ad esempio la possibilità offerta agli azionisti di collaborare tra di loro."*
[53] Cfr. Art 3-*ter*, Direttiva.

si richiede che venga loro comunicato in quale sezione del sito sia possibile reperirle (lettera b). Il Regolamento 2018/2121[54] ha poi specificato i tipi e i formati *standard* per la comunicazione di queste informazioni per il tramite di intermediari[55] per risolvere la tendenza ad avere flussi informativi insufficienti, con conseguenti difficoltà per il socio nel reperire le informazioni di cui al paragrafo 1, lettera a) dell'articolo 3-*ter* del provvedimento in esame.

In senso opposto, la Direttiva prevede anche l'obbligo, sempre in capo agli intermediari, di trasmettere alla società le informazioni ricevute dagli azionisti connesse all'esercizio dei diritti sociali, senza dilazioni temporali non necessarie e in conformità alle istruzioni impartite dai soci (articolo 3-*ter*, paragrafo 4[56]). Quindi, nel caso di catene di intermediari, tali informazioni dovranno essere trasmesse tra di loro celermente in modo da permettere di giungere ai destinatari in tempi brevi. Resta possibile per l'intermediario comunicare l'informativa direttamente alla società o all'azionista[57].

Un aspetto significativo sottolineato dal legislatore europeo risiede nelle modalità con cui avviene questa trasmissione. Si prescrive infatti che gli intermediari siano tenuti a adempiere "*in maniera standardizzata e tempestiva*"[58]. All'interno del sistema di scambio di informazioni tra società ed azionisti, quello che si richiede ai protagonisti è la reciprocità e la rapidità. La riforma europea ha come obiettivo quello di garantire una corretta e adeguata trasmissione in entrambi i sensi, dalla società agli azionisti e dagli azionisti alla società.

---

[54] Regolamento di esecuzione (UE) 2018/1212 della Commissione, del 3 settembre 2018, che stabilisce i requisiti minimi d'attuazione delle disposizioni della direttiva 2007/36/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda l'identificazione degli azionisti, la trasmissione delle informazioni e l'agevolazione dell'esercizio dei diritti degli azionisti.

[55] Modifiche al provvedimento Consob/Banca d'Italia sul *post-trading* in materia di identificazione degli azionisti, trasmissione delle informazioni e agevolazione dell'esercizio dei diritti in recepimento della Direttiva (UE) 2017/828 (*Shareholder Rights Directive 2*), Agosto 2020, in www.bancaditalia.it

[56] Art. 3-*ter*, par. 4, Direttiva.

[57] RODRÍGUEZ MARTÍNEZ I., *Las nuevas obligaciones de los intermediarios*, cit., pag. 136.

[58] Art. 3-*ter*, par. 2, Direttiva.

1.2.3 *Agevolazione dell'esercizio dei diritti dell'azionista.*

Le previsioni fin qui esposte in materia di identificazione[59] e trasmissione delle informazioni[60] sono certamente finalizzate a adempiere al più generale obbligo di agevolare l'esercizio dei diritti sociali per gli azionisti. Tra questi, rientrano il diritto di voto e di partecipazione nelle assemblee generali[61]. Il tema era già stato affrontato nella Direttiva 2007/36/CE[62] e la più recente *SHRD II* ha apportato alcune modifiche senza incidere direttamente sugli articoli introdotti dal provvedimento precedente. Il legislatore comunitario ha affermato che "*in considerazione del loro importante ruolo, gli intermediari dovrebbero essere tenuti ad agevolare l'esercizio dei diritti da parte degli azionisti, sia in caso di esercizio diretto che tramite la delega a un terzo. Quando gli azionisti non esercitano direttamente i propri diritti ma delegano l'intermediario, quest'ultimo dovrebbe esercitare tali diritti su esplicita autorizzazione e istruzione degli azionisti e nel loro interesse*"[63].

L'articolo 3-*quater*[64] riconosce in capo agli intermediari, presso cui i soci detengono le proprie azioni, il dovere di agevolare l'esercizio del voto. Per adempiere, questi soggetti hanno il dovere di adottare le misure necessarie a consentire da un lato l'esercizio diretto di tali diritti da parte degli stessi azionisti o di dare esecuzione alle istruzioni ricevute da quest'ultimi; dall'altro lato, garantire la ricezione di una conferma dell'esercizio del voto in forma elettronica e, in caso di richiesta dei soci, una conferma della registrazione e del conteggio dei voti espressi[65].

Pertanto, in caso di impossibilità o difficoltà di esercizio da parte dei soci in prima persona, tali diritti possono essere esercitati dagli intermediari soltanto tramite esplicita autorizzazione, in adempimento alle puntuali istruzioni del titolare del diritto e, soprattutto, nell'esclusivo interesse di quest'ultimo. L'intermediario può

---

[59] V. Par. 1.2.1.
[60] V. Par. 1.2.2.
[61] Cfr. Art. 3-*quater*, Direttiva.
[62] Per i diritti riconosciuti agli azionisti, Cfr. Capo II, Direttiva 2007/36/CE.
[63] Considerando (9), Direttiva.
[64] "*Agevolazione dell'esercizio dei diritti dell'azionista*", Art. 3-*quater*, Direttiva.
[65] Modifiche al Provvedimento Consob/Banca d'Italia sul *post-trading*, cit., pag. 12.

attuare entrambi i comportamenti previsti in base ai differenti interessi del socio. Ciò che viene richiesto, in ambedue i casi, è un impegno e un coinvolgimento concreto da parte dell'azionista anche in caso di esercizio tramite intermediario. Come già precedentemente affermato, l'obiettivo è dunque quello di renderlo partecipe attivamente delle dinamiche societarie e a rafforzare il legame che intercorre con la società stessa.

A conferma della volontà di implementare e agevolare il sistema di votazione (soprattutto con riferimento agli investimenti transfrontalieri[66]), il secondo paragrafo prende in considerazione il voto esercitato con mezzi elettronici[67]. In prima battuta è necessario garantire che l'azionista riceva una conferma di esercizio di voto (nel caso in cui si proceda con questo tipo di votazione). Inoltre, successivamente all'assemblea generale, è contemplata la possibilità per l'azionista o per il soggetto terzo nominato di richiedere la conferma che i voti siano stati validamente registrati e conteggiati. In tal modo l'azionista è in grado di comprovare l'effettivo esercizio del suo voto[68]. Nel caso in cui queste comunicazioni vengano effettuate all'intermediario sussiste per questo l'obbligo di trasmettere senza indugio l'informazione all'azionista.

Il Regolamento 2018/2121 precisa che la competenza a stabilire obblighi puntuali è demandata agli Stati membri[69]. Il provvedimento, da un lato, definisce i formati standardizzati per la conferma della legittimazione degli azionisti a partecipare all'assemblea generale e per l'avviso dell'azionista di partecipazione all'assemblea e, dall'altro, quelli per la conferma della ricezione dei voti esercitati

---

[66] Ricordiamo che "*Per affrontare il tema dell'esercizio del voto transfrontaliero si sono introdotte o legittimate tecniche alternative, come il voto elettronico e «per conto terzi», con il sistema delle deleghe*", LENER R., *Il ruolo degli investitori istituzionali e l'assemblea*, cit., pp. 505.
Per approfondire le modalità di partecipazione alle assemblee: STELLA RICHTER jr M., *Partecipare, intervenire e assistere alle adunanze degli organi collegiali delle società azionarie*, in "Rivista delle società", 2013, I, p. 892 - 904; ABRIANI N., *La Direttiva n. 2007/36/CE dell'11 luglio 2007: più tutela agli azionisti delle società quotate europee*, in "Rivista di diritto dell'impresa", 2007, p. 233 -235.

[67] Il diritto di procedere al voto con mezzi elettronici è stato disciplinato dall'articolo 8, Direttiva 2007/36/CE.

[68] Considerando (10), Direttiva: *"È importante garantire che gli azionisti che si impegnano in una società partecipata attraverso il voto sappiano se i loro voti siano stati correttamente tenuti in considerazione."*.

[69] Modifiche al Provvedimento Consob/Banca d'Italia sul *post-trading*, cit., pag. 12.

elettronicamente e per la conferma di registrazione e conteggio dei voti su richiesta dell'azionista[70]. La Direttiva si muove nel senso di promuovere la massima trasparenza anche nell'esercizio dei diritti sociali, incentivando la partecipazione e il voto nelle assemblee generali da parte dell'azionista stesso[71] e richiedendo che l'intermediario adotti tutte le misure necessarie per raggiungere questo obiettivo.

1.3 La necessità di incremento di responsabilità ed *accountability* degli *shareholder*.

Le modifiche introdotte dalla Direttiva in materia di agevolazione del diritto di voto rispondono a una esigenza ormai chiara, evidente ed attuale. È necessario non solo che gli azionisti adottino un comportamento attivo all'interno delle dinamiche societarie, ma anche che esercitino responsabilmente i diritti di *voice* attribuiti in ragione del loro investimento. Il legislatore comunitario, tramite la richiesta di una maggior partecipazione da parte dei soci in assemblea, auspica così la creazione di ulteriori occasioni di monitoraggio degli organi sociali. Al contempo, gli azionisti, attraverso l'adozione di un atteggiamento critico, dinamico e consapevole possono dare in assemblea un importante contributo nel controllo dell'attività sociale[72].

Gli *shareholder* sono spesso considerati come antagonisti rispetto al perseguimento degli interessi sociali e della collettività, in ragione della consolidata tendenza a investire nelle imprese secondo una strategia orientata alla *performance* economica e quindi alla massimizzazione del profitto nel breve termine, non ponendo in-

[70] Cfr. in ordine: Tabella 4, 5, 6, 7, Regolamento di esecuzione (UE) 2018/1212 della Commissione, del 3 settembre 2018, che stabilisce i requisiti minimi d'attuazione delle disposizioni della direttiva 2007/36/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda l'identificazione degli azionisti, la trasmissione delle informazioni e l'agevolazione dell'esercizio dei diritti degli azionisti.
[71] Sul problema dell'assenteismo dei soci V. CHIAPPETTA F., *Diritto del governo societario*, CEDAM, Milano 2020, pp. 107-118.
[72] CHIRIELEISON C., *Lo Shareholder come Stakeholder critico*, cit.

vece attenzione al valore della società nel lungo termine[73]. Questo schema necessita di un ripensamento, in quanto si potrebbero trarre ingenti vantaggi da un diverso esercizio dei poteri da parte dei soci. Esiste la possibilità che dall'operato degli *shareholder* discendano conseguenze positive anche per la *performance* sociale dell'impresa e per gli *stakeholder*. I soci, esercitando il loro diritto di prendere parte all'assemblea, possono infatti portare all'attenzione dei *board* anche istanze di matrice collettiva, nonché richiedere che l'impresa adotti comportamenti più responsabili e in linea con modalità socialmente compatibili di creazione e distribuzione di valore. In sostanza, vi è la possibilità di sfruttare queste sinergie che si creano all'interno della compagine societaria per orientare l'impresa verso un modello di *governance* basato sullo *stakeholder value*[74]. Si tratta di sfruttare diversamente i diritti di partecipazione e di voto degli azionisti, convertendoli in strumenti di pressione rispetto alla gestione e alla strategia adottata dalla società.

Una simile condotta "attiva" di questi soggetti postula quindi il superamento di quella condizione di "apatia razionale" in cui tipicamente versano i soci di minoranza delle emittenti. Paradossalmente, per poter funzionare in modo efficiente il sistema di governo societario necessiterebbe di un coinvolgimento degli azionisti della società, che, generalmente, questi non sono disposti a prestare. La mancanza di un vero e proprio impegno concreto e costante dei soci è spesso ricondotta all'attenzione che gli investitori pongono sugli obiettivi di breve periodo. Questi due elementi combinati non contribuiscono sicuramente ad assolvere la funzione di controllo e correzione che queste figure possono esercitare rispetto alla gestione dell'impresa. Come risulta ormai evidente, il legislatore europeo si muove nel senso di incoraggiare un impegno *long-term* degli azionisti, ma il solo fattore temporale non è sufficiente a riscrivere il paradigma che si è instaurato nei sistemi di *corporate governance*[75].

[73] EREDE M., SANDRELLI G., *Attivismo dei soci e investimento "short-term"*, pp. 931-984.
[74] Occorre sottolineare che una netta contrapposizione stakeholder value e shareholder value può essere fuorviante, per approfondire: STRAMPELLI G., *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell'ultima lettera annuale di BlackRock*, in "Rivista delle Società", 2020, pag. 52-53.
[75] EREDE M., SANDRELLI G., *Attivismo dei soci e investimento "short-term"*, pp. 931-984.

Negli ultimi decenni ha prevalso un atteggiamento degli azionisti di tipo apatico e passivo, indipendentemente della durata dell'investimento. Alcune delle ragioni di tali prassi possono essere individuate nelle scarse e insufficienti informazioni di cui dispongono i soci rispetto all'operato degli altri soggetti della compagine sociale e nella correlata mancanza di strumenti per ridurre o contrastare questa condizione di asimmetria informativa. Per questo motivo le previsioni della Direttiva in esame assumono un'importanza fondamentale. Tra gli obiettivi della stessa ricordiamo l'aumento dei livelli di trasparenza e forme di *disclosure* sui profili più delicati della strategia aziendale, l'agevolazione dei diritti dei soci [76] e una comunicazione più chiara e diretta tra la società e i suoi soci.

Questa nuova visione del ruolo degli azionisti viene racchiusa nell'idea di un vero e proprio *engagement* degli stessi, come riportato anche dalla Commissione europea[77]. Il termine allude all'idea di un impegno (in un'ottica di lungo periodo) che si traduca in una collaborazione tra gli azionisti e gli amministratori nella gestione della società. Lo sforzo demandato ai soci per monitorare gli amministratori e disciplinare il loro operato viene ricompensato da benefici di matrice collettiva, come la riduzione dei costi di agenzia. Pertanto, un modello di governo societario basato su un dialogo aperto e trasparente tra questi soggetti ha sicuramente risvolti positivi in tema di crescita sostenibile dell'impresa. Un'efficiente sistema di *corporate governance*, infatti, permette alla società non solo di accrescere il proprio riconoscimento sul mercato ma anche di aumentare il valore delle partecipazioni stesse, nell'ottica di massimizzare le partecipazioni nel lungo periodo. I nuovi presidi apportati dalla Direttiva hanno, in parte, risposto alla necessità di modificare e integrare le regole previgenti in materia per rafforzare l'*accountability* e la trasparenza degli azionisti.

[76] La Direttiva si rivolge non solo agli azionisti, ma prevede specifichi obblighi di trasparenza per intermediari, investitori istituzionali, *proxy advisor* e gestori di attivi.
[77] Sulla accezione di *engagment* degli azionisti Cfr. Libro Verde, Il quadro dell'Unione Europea in materia di governo societario, Bruxelles, 5 aprile 2011, COM (2011) 164, pp. 12-14.

1.3.1 *L'attivismo societario.*

Le riflessioni dei paragrafi precedenti riportano a un tema che si trova al centro di un vivo dibattito. Stiamo parlando del c.d. *shareholder activism*, un fenomeno ormai molto conosciuto nel sistema dei mercati finanziari e che consiste in uno strumento capace di esercitare un forte impatto sulle società. Sempre più frequentemente le nuove regolamentazioni, nonché le dichiarazioni delle istituzioni internazionali e dei principali attori del mercato azionario (come gli investitori istituzionali) hanno cercato di esortare gli azionisti a un maggior coinvolgimento nelle emittenti auspicando l'adozione di condotte più attive. L'idea che una maggior partecipazione degli azionisti in sede di assemblea generale possa migliorare i risultati finanziari (e non) delle società non è nuova[78]. Sia la prima Direttiva sugli azionisti (2007/36/CE) che la *SHRD II* partono dal presupposto che la prassi comune da parte dei soci di non esercitare i loro diritti abbia limitato la capacità di questi e del mercato di monitorare l'andamento delle società partecipate[79]. Quanto fin qui esposto mostra come la Direttiva in esame sia interessata a facilitare e incoraggiare il coinvolgimento degli azionisti in sede assembleare[80]. Negli ultimi anni si è registrato un rinnovato interesse rispetto alla dialettica endosocietaria[81], in particolare con riguardo all'effettiva partecipazione dei soci. Nonostante le iniziative per agevolarla non è detto che questa corrisponda necessariamente a un comportamento attivo degli azionisti[82].

---

[78] GLIOZZI E., *Lo short-terminismo e la direttiva n. 828 Ue del 2017*, in "Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Civile", fasc. 3, 1 settembre 2020, pag. 841.
[79] LENER R., *Il ruolo degli investitori istituzionali e l'assemblea*, cit., pp. 506.
[80] "*L'attivismo degli azionisti nella sede assembleare è figlio dell'evoluzione di quelle che vengono percepite quali le best practices nell'organizzazione societaria*"; GUACCERO A., *L'attivismo azionario: verso una riscoperta del ruolo dell'assemblea?*, in Rivista delle società, 2016 fasc. 2-3, pp. 409-426.
[81] "*Questo rinnovato interesse per la dialettica endosocietaria ovviamente è dovuto alla constatazione che in molti casi la via dell'exit è sconveniente, ovvero talvolta non è praticabile per determinati investitori, ovvero si scontra con un mercato dei capitali inefficiente; tutte ragioni che possono condurre a preferire un comportamento attivo e a determinare un rinnovato interesse per la partecipazione alle assemblee*"; COSSU M., *L'attivismo degli investitori non istituzionali in Italia*, cit. pag. 398 ss.
[82] COSSU M., *L'attivismo degli investitori non istituzionali in Italia*, cit., pag. 398 ss.

La locuzione "*shareholder activism*" si riferisce a tutte le pratiche che si sostanziano in un intervento diretto degli investitori con cui si cerca di orientare la società su questioni di varia natura, che possono riguardare sia cause legate ai temi di *corporate governance* sia istanze sociali (come la protezione dell'ambiente o i diritti dei dipendenti). In termini più concreti, ci troviamo di fronte a un socio che si mette a disposizione per svolgere funzioni di monitoraggio verso gli amministratori della società. Tali condotte possono essere messe in atto attraverso l'esercizio dei diritti sociali e dei poteri di *voice* spettanti agli investitori. Fondamentale in questo ambito è lo strumento consistente nel diritto di voto e il conseguente sistema di deleghe[83] con cui è possibile non solo portare a conoscenza, ma anche far approvare le istanze sopra citate. Il tentativo di sviluppo dell'attivismo azionario ha portato a interrogarsi sul ruolo dell'assemblea come strumento potenzialmente idoneo a rappresentare una controparte rispetto al *board*. Questa nuova funzione porterebbe i soci a superare la tendenza per cui si limitano a seguire le scelte dei *manager*, inducendoli a esprimere le loro diverse posizioni attraverso la riduzione nel supporto elettorale (in particolare rispetto alla politica di remunerazione e al correlato esercizio del *say on pay*) e proponendo delibere volte a migliorare le *corporate governance*[84]. Quello che molto spesso non viene preso in considerazione, invece, è l'esistenza di forme di attivismo indirette. Infatti, il fenomeno dell'attivismo azionario si esplica anche attraverso canali diversi dall'assemblea, ad esempio tramite l'adozione di strategie di comunicazione e la creazione di occasioni di dialogo tra gli azionisti e il *board* (sia pubbliche che riservate) che non prevedono l'esercizio di un diritto soggettivo. Si potrebbe allora ricollegare il fenomeno al potere individuale dei soci e non a un rinnovato ruolo dell'assemblea[85].

L'impatto esercitato da questa tipologia di condotte non è delineato in maniera univoca e pacifica dagli studiosi. La dottrina in materia è vasta e diverse sono le posizioni rispetto al tema, la cui valutazione varia a seconda di molti fattori. Inol-

[83] Per approfondire i cambiamenti in materia di deleghe di voto, V. SOLDATI N., *La trasposizione delle direttive DSHR e le deleghe di voto nel testo unico della finanza (TUF)*, in "Contratto e impresa", 2020 fasc. 1, pp. 360-392.
[84] GUACCERO A., *L'attivismo azionario: verso una riscoperta del ruolo dell'assemblea?*, cit., pp. 409 – 426.
[85] GUACCERO A., *L'attivismo azionario: verso una riscoperta del ruolo dell'assemblea?*, cit., pp. 409 – 426.

tre, un'indagine accurata rispetto all'assemblea è resa ancora più difficile dai livelli di attivismo che si registrano negli ordinamenti europei, nettamente inferiori rispetto a quelli statunitensi[86]. In ragione di ciò gli approfondimenti del legislatore europeo sui fattori che influiscono sul fenomeno sono ancora insufficienti per trarre delle conclusioni definitive e molte indagini sono ancora troppo concentrate sul carattere assembleare dell'attivismo senza prendere in considerazione il monitoraggio indiretto e la comunicazione informale. Tra le possibili letture dello *shareholder activism*, il comportamento societario degli azionisti è spesso legato a logiche di contesto e non sempre le condotte attive dei soci si dimostrano capaci di risolvere o migliorare determinate situazioni, rivelandosi addirittura controproducenti[87]. Non potendo in questa sede approfondire il tema, è opportuno evidenziare che si tratta di un fenomeno ancora al centro di un vivo dibattito, le cui implicazioni ed effetti non sono definiti in modo univoco dagli studiosi[88].

[86] COSSU M., *L'attivismo degli investitori non istituzionali in Italia*, cit. pag. 398 ss.
[87] COSSU M., *L'attivismo degli investitori non istituzionali in Italia*, cit. pag. 398 ss.
[88] Il dibattito ha interessato molti studiosi, tra cui ricordiamo: CACIOLLI T., *L'attivismo societario: minaccia o opportunità? - Activism In Italy: Should We Leave The "Door" Open?*, in "Il Nuovo Diritto delle Società", 2019, fasc. 5, pp. 699-726; MOSCA C., *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, in Rivista delle società, 2018 fasc. 1, pp. 29-82; MONTALENTI P., *L'interesse sociale: una sintesi*, in "Rivista delle Società", fasc. 2, giugno 2018, pp. 303-319; EREDE M., SANDRELLI G., *Attivismo dei soci e investimento "short-term"*, pp. 931-984.

Sezione II: I profili di rilievo nella trasposizione della Direttiva in Italia e in Spagna.

1.4 Le modifiche al TUF in tema di identificazione degli azionisti.

La Direttiva 2017/828 è stata recepita nel nostro ordinamento con il D.lgs. del 10 maggio 2019, n.49, entrato in vigore in data 10 giugno 2019[89]. Con riguardo alle nuove disposizioni europee in materia di identificazione degli azionisti, trasmissione delle informazioni e agevolazione dell'esercizio dei diritti, il legislatore italiano ha optato per inserire nel Decreto solo le scelte essenziali e fondamentali, ricorrendo a un ampio uso della delega regolamentare a Consob, d'intesa con Banca d'Italia[90]. Nell'individuazione delle modifiche necessarie al completamento del processo di attuazione della Direttiva, Consob deve tenere conto dei requisiti di attuazione minimi previsti a livello comunitario dal Regolamento 2018/1212 della Commissione Europea[91]. Relativamente alla disciplina in esame, il legislatore europeo ha demandato alla Commissione il compito di precisare i termini e le modalità di attuazione degli articoli 3-*bis*, 3-*ter*, 3-*quater*, perseguendo l'obiettivo di una standardizzazione minima al fine di evitare un'attuazione difforme che comporterebbe rischi e mancanza di efficienza nelle operazioni transfrontaliere[92].

Il Decreto si occupa degli aspetti principali del diritto di identificazione, disciplinati negli articoli 82 e 83-*duodecies* TUF. L'istituto della *shareholders' identifi-*

---

[89] D.lgs., 10 maggio 2019, n. 49, Attuazione della direttiva 2017/828 del Parlamento europeo e Consiglio, del 17 maggio 2017, che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termini degli azionisti; di seguito "Decreto".

[90] Queste ultime hanno individuato le modifiche al Provvedimento Consob/Banca d'Italia sul *Post-Trading* del 13 agosto 2018 ("PU"), cit.

[91] Regolamento di esecuzione (UE) 2018/1212.

[92] Considerando (2) del Regolamento (UE) 2018/1212: *"Il presente regolamento mira a impedire l'attuazione divergente delle disposizioni della direttiva 2007/36/CE, che potrebbe avere come conseguenza l'adozione di norme nazionali incompatibili, accrescendo così i rischi e i costi delle operazioni transfrontaliere e mettendo in tal modo a repentaglio la loro efficacia ed efficienza, e comportando oneri supplementari per gli intermediari. L'uso di formati di dati e di strutture di messaggi comuni nelle comunicazioni dovrebbe consentire un efficiente e affidabile trattamento e interoperabilità tra gli intermediari, l'emittente e i suoi azionisti, garantendo così l'efficace funzionamento dei mercati dei capitali dell'Unione per le azioni."*

cation era già contemplato nel nostro ordinamento dall'articolo 83-*duodecies* del TUF, oggi modificato per allinearsi alle previsioni europee in materia di trasparenza societaria[93]. In primo luogo, viene eliminato il cosiddetto *opt-in* statutario[94], quindi il diritto a identificare i soci non è più subordinato a una scelta necessariamente prevista nello statuto. Inoltre, non è più prevista la possibilità di negare il consenso a essere identificati come azionisti dall'emittente (c.d. *opt-out*), poiché questo risulterebbe incompatibile con il riconoscimento dell'identificazione come diritto della società. Viene, invece, mantenuto l'obbligo di rendere nota l'attivazione della procedura di identificazione e viene fatta salva la possibilità, per una minoranza qualificata, di richiedere alla società di effettuare l'identificazione (articolo 83-*duodecies*, co. 3). Quest'ultima scelta risulta essere particolarmente in linea con le finalità del provvedimento europeo che mira a favorire la cooperazione tra gli azionisti[95].

È importante sottolineare in questa sede che nella trasposizione della Direttiva il legislatore italiano ha esercitato l'opzione che consente agli Stati membri di inserire un limite alla possibilità di procedere all'identificazione. Oggi, in Italia, le società possono chiedere in qualsiasi momento agli intermediari i dati identificativi degli azionisti che detengono più dello 0,5% del capitale votante; al di sotto di tale limite non sussiste un diritto a identificare.

La soglia fissata dal nostro legislatore coincide con la misura massima consentita dalla Direttiva e risponde all'esigenza di preservare l'efficienza del mercato del controllo societario, che potrebbe essere messa a rischio data la possibilità di venire a conoscenza di soggetti che mirano ad acquisire partecipazioni significative[96].

---

[93] Cfr. Art 83-*duodecies* TUF, testo previgente.
[94] CHIAPPETTA F., *Diritto del governo societario*, CEDAM, Milano 2020, pag. 120.
[95] Cfr. Considerando (6) della Direttiva.
[96] Sulla scelta di esercitare l'opzione prevista dalla Direttiva, si riporta quanto emerso nella relazione illustrativa di accompagnamento al Decreto: *"L'identificazione potrebbe […] avere ricadute negative sull'efficienza del mercato del controllo societario poiché consente agli amministratori o, per il loro tramite, agli azionisti di riferimento di venire a conoscenza di azionisti che mirano ad acquisire partecipazioni significative e svelarne l'esistenza […] Per tali ragioni, l'Italia ha sostenuto nel negoziato sulla Direttiva la previsione del[l' …] "opt-out" del socio … ovvero, in alternativa, la limitazione dell'ambito applicativo del processo di identificazione agli azionisti titolari di una partecipazione di capitale superiore allo 0,5%, per far sì che tale processo si concentri su quegli azionisti titolari di una partecipazione 'qualificata', che più potrebbero avere interesse ad essere identificati per avviare effettivamente un engagement con la società."*

La scelta di inserire tale limite risulta eccentrica, in quanto l'opzione è stata esercitata solo in altri quattro Stati membri (Olanda, Austria, Slovenia e Slovacchia)[97]. Nel nostro ordinamento non resta, tuttavia, preclusa la possibilità per gli azionisti titolari di una partecipazione inferiore allo 0,5% di farsi conoscere dalla società, instaurando un dialogo diretto con la stessa.

Operate le scelte di fondo, il Decreto rinvia alla potestà regolamentare della Consob, d'intesa con Banca d'Italia, la definizione delle modalità operative del processo di identificazione. In particolare, il nuovo comma 4-*bis* all'articolo 82 TUF prevede che le norme secondarie individuino le attività che gli intermediari e depositari centrali devono svolgere in conformità alla disciplina europea in materia; i soggetti coinvolti nel processo di identificazione degli azionisti (nuovo articolo 83-*duodecies*); le modalità e i termini per la conservazione e per il trattamento dei dati identificativi; le modalità operative per trasmettere le informazioni ed agevolare l'esercizio dei diritti[98]. Le modifiche necessarie per completare il recepimento della nuova disciplina sulla *shareholders' identification* sono contenute nel nuovo articolo 47-*bis* PU[99].

1.4.1 *La scelta di introdurre un limite all'identificazione.*

Le decisioni legislative operate nell'ambito della definizione del nuovo processo di identificazione, così come recepite nel TUF, non sono state esenti da critiche e hanno destato dubbi e perplessità[100]. In particolare, è stata molto dibattuta la scelta del legislatore italiano di esercitare l'opzione di limitare il diritto delle emittenti all'identificazione dei soci. Come già evidenziato, tale diritto sussiste solo con riferimento a quegli azionisti che detengono almeno lo 0,5% del capitale sociale e questo valore segna il limite al di sotto del quale non è possibile procedere a co-

[97] Cfr. Modifiche al Provvedimento Consob/Banca d'Italia, pp. 7-11.
[98] Cfr. Art. 2 del D. Lgs 49/2019; Cfr. Articolo 2, Schema di decreto legislativo recante attuazione della direttiva (UE) 2017/828 che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti, Atto del Governo n.71, 20 febbraio 2019.
[99] Cfr. Modifiche al Provvedimento Consob/Banca d'Italia, cit., pp. 8-9.
[100] Si veda ad esempio ASSONIME, unitamente a Confindustria, Consultazione 1/2019.

noscere i soci. Nonostante le motivazioni già illustrate nel paragrafo precedente in merito all'opportunità di tale scelta[101], la dottrina evidenzia come la determinazione di una soglia di partecipazione azionaria così alta non sia esente dal far emergere criticità. In realtà, il rispetto di questo limite permette di identificare pochi soggetti (laddove si tratti di società a elevata capitalizzazione) e sussiste comunque la possibilità di eludere tale soglia attraverso il frazionamento delle partecipazioni societarie presso diversi intermediari. Il superamento del limite del capitale sociale detenuto da un singolo soggetto è certamente uno dei temi di maggiore interesse, in quanto l'azionista può essere titolare di più pacchetti di partecipazioni, tutti inferiori allo 0,5%. In questa situazione, al momento della richiesta di identificazione da parte della società, non è possibile sapere che quel determinato soggetto, frammentando le sue partecipazioni, ha superato la soglia di rilevanza e che quindi dovrebbe essere identificato[102].

La soluzione proposta dal provvedimento Consob-Banca d'Italia per far fronte alle emerse criticità della nuova disciplina prevede, in primo luogo, la possibilità per l'azionista di manifestare all'intermediario il consenso alla trasmissione dei propri dati[103], anche nel caso in cui non sia titolare di una partecipazione superiore alla soglia di rilevanza stabilita nell'articolo 83-*duodecies* del TUF (c.d. *opt-in*). Inoltre, la proposta riconosce un obbligo in capo all'azionista che superi lo 0,5% del capitale sociale detenendo pacchetti di azioni presso diversi intermediari, di rendere nota tale circostanza comunicandola agli ultimi intermediari o direttamente all'emittente. Tale dovere, stabilito dal nuovo articolo 47-*bis* PU[104], sorge a seguito dell'attivazione della richiesta di identificazione e del relativo comunicato stampa. Tuttavia, la mancata previsione di sanzioni disincentiva il rispetto dello stesso.

---

[101] Cfr. Relazione illustrativa di accompagnamento al Decreto, cit.

[102] CRISCIONE A., *Identificazione degli azionisti ancora difficile*, in "Il Sole 24 Ore – PLUS 24", agosto 2020, pag. 8.

[103] Sia *una tantum* in sede di apertura del conto titoli, sia in un qualsiasi momento successivo, in costanza di rapporto, Cfr. Modifiche al provvedimento Consob/Banca d'Italia, cit., pag. 33.

[104] Nuovo articolo introdotto per disciplinare le modalità per l'esercizio del diritto all'identificazione degli azionisti da parte degli emittenti previsto dall'art. 83-*duodecies* del TUF: V. Art. 47-*bis* "*Richiesta di identificazione e segnalazione dei dati identificativi degli azionisti*" PU, Modifiche al provvedimento Consob/Banca d'Italia, cit., pp. 33-34.

Un'altra possibile soluzione di compromesso viene suggerita da Assonime, che propone di sostituire il meccanismo di *opt-in* con uno di *opt-out*[105]. Si delinea la possibilità di negare il consenso alla comunicazione dei propri dati per tutti quegli azionisti che non superino con la loro partecipazione la soglia dello 0,5%. In tal modo, gli intermediari potranno identificare tutti quegli azionisti "sottosoglia" che non abbiano espresso il diniego. Tale proposta risponderebbe all'esigenza di identificare un numero maggiore di soggetti, nonché semplificherebbe gli oneri degli intermediari, garantendo in ogni caso l'anonimato di coloro che non desiderano essere identificati.

1.5 Gli ostacoli alla trasparenza societaria nell'ordinamento spagnolo.

I principi promulgati dalla Direttiva in esame assumono particolare rilievo nell'ordinamento spagnolo e sono stati molti gli aspetti controversi trattati al momento della trasposizione. La nuova disciplina comunitaria presenta un certo margine di flessibilità, così da renderla capace di adattarsi alle diverse esigenze di riforma degli alcuni Stati membri. L'*Anteproyecto de Ley* del 24 maggio 2019[106] risponde ai principi di necessità, efficacia, proporzionalità, sicurezza giuridica e trasparenza ed è stato individuato come strumento per l'incorporazione nel diritto societario spagnolo di alcune delle principali novità delle norme comunitarie. L'obiettivo di tale progetto di legge è mantenere un equilibrio tra la creazione di una struttura normativa adeguata, agile ed efficace nell'ottica di favorire il finanziamento delle società attraverso i mercati di capitale e la garanzia di *standard* sempre più elevati in materia di governo societario. Ciò permetterà di accrescere la fiducia nel settore finanziario spagnolo e migliorare le prestazioni di

[105] ASSONIME, Consultazione 10/2020.

[106] Cfr. Progetto preliminare per la modifica del testo della Legge di Società di Capitali: *"Anteproyecto de Ley 24 de mayo 2019, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, para adaptarlas a la Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas."*

quest'ultimo nel contesto economico del Paese e dell'Unione. La presente legge ha cercato di mantenere la maggior parte degli elementi peculiari del regime vigente, purché questi fossero compatibili con le previsioni della Direttiva. In un ordinamento come quello spagnolo, dove il legislatore è stato spesso reticente in tema di riforme ed aggiornamento dell'impianto legislativo, è importante mantenere una stabilità normativa, intervenendo sugli aspetti principali e fondamentali che necessariamente devono essere adeguati ai livelli europei ed evitando modifiche frequenti su aspetti marginali. Questo permette di rafforzare la certezza del diritto e la fiducia negli agenti operanti in questo settore al fine di incrementare gli investimenti nelle società quotate spagnole.

Prima di esaminare quelle che sono le principali novità introdotte dall'*Anteproyecto de Ley* occorre soffermarci brevemente sulle caratteristiche del sistema vigente in Spagna al momento dell'adozione della Direttiva. Il riferimento all'esperienza spagnola ci permette di indagare l'impatto di queste nuove misure in un contesto normativo dove l'identificazione degli azionisti è ostacolata dall'opacità delle catene di intermediazione, dal sistema di detenzione di azioni e dalla mancanza di meccanismi trasparenti e rimedi legislativi.

Nell'ordinamento spagnolo, infatti, le azioni delle società quotate sono assoggettate al regime di individuazione per mezzo di scritture contabili[107]. La detenzione di azioni è strutturata attraverso un sistema di registro di titolarità dirette dove, in linea di principio, l'azionista formale è l'investitore, ma la cura del registro è estranea all'emittente. In effetti, la legge prevede che la tenuta della contabilità dei titoli ammessi alla negoziazione nei mercati secondari ufficiali o nei sistemi multilaterali di negoziazione corrisponderà non alla società emittente, ma a un depositario centrale di titoli, il quale si trova a svolgere una funzione di intermediazione tra l'emittente e gli investitori finali. Nel caso di azioni di società quotate il regi-

[107] Cfr. Art. 6.2 Regio Decreto Legislativo 4/2015, 23 ottobre: "*Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores*".
Art. da 30 a 47 Regio Decreto Legislativo 878/2015, 2 ottobre: "*Real Decreto 878/2015, de 2 de octubre, sobre compensación, liquidación y registro de valores negociables representados mediante anotaciones en cuenta, sobre el régimen jurídico de los depositarios centrales de valores y de las entidades de contrapartida central y sobre requisitos de transparencia de los emisores de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial*".

stro delle titolarità si articola in un sistema di *doble escalón*, tale per cui coesistono un registro centrale gestito da IBERCLEAR[108] e i c.d. registri di dettaglio[109]. Come conseguenza del sistema adottato, in Spagna le società emittenti possono conoscere gli azionisti titolari delle azioni da loro emesse unicamente attraverso il Deposito Centrale di Titoli (IBERCLEAR), che a sua volta deve collaborare con i soggetti che sono incaricati della redazione e cura dei registri di dettaglio e dei gestori dei conti individuali degli investitori finali. Non è infrequente che in questi registri appaiano come titolari di azioni le entità professionali e non gli investitori "reali" e ciò accade soprattutto quando le azioni sono gestite attraverso una catena di intermediari. Chi figura iscritto nel registro detiene la titolarità formale delle azioni e si presume titolare legittimo dei diritti sociali. La disciplina prevista per l'identificazione e la legittimazione all'esercizio dei diritti incontra sicuramente un ostacolo (il sistema di *doble escalón* stesso) nei casi di gestione attraverso intermediari. Spesso la detenzione dei titoli delle società quotate passa attraverso queste catene di soggetti (soprattutto nel caso di azionisti internazionali). Quindi i soci non risultano iscritti nei registri poiché possiedono le azioni tramite entità intermediarie che dispongono di un proprio conto come soggetti partecipanti nel Deposito Centrale di Titoli e che svolgono per loro servizi di custodia o di gestione delle azioni. Il sistema delineato è caratterizzato da una significativa opacità e dalla mancanza di trasparenza, elementi che hanno reso necessario un intervento incisivo.

In concreto, il possesso di titoli tramite soggetti finanziari intermediari rende difficile per le società emittenti l'identificazione degli azionisti, specialmente nel caso di società quotate, poiché spesso si assiste ad una scissione tra proprietà formale o registrata e proprietà materiale o reale[110]. Gli intermediari attuano in nome proprio, ma per conto dei loro clienti (gli investitori reali) che sono i soggetti che

[108] La sigla indica il "Depositario Central de Valores para acciones de sociedades cotizadas" (Deposito Centrale di Titoli).
[109] Per il contenuto dettagliato dei registri V. RODRÍGUEZ MARTÍNEZ I., *Las nuevas obligaciones de los intermediarios*, cit., pag. 139.
[110] Questa dissociazione può avere diverse cause V. RODRÍGUEZ MARTÍNEZ I., *Las nuevas obligaciones de los intermediarios*, cit., pag. 130.

sopportano nella pratica i rischi collegati all'investimento[111]. Seguendo la disciplina generale della normativa spagnola, nei casi in cui l'intermediario figuri come titolare formale è riconosciuto come azionista e quindi può esercitare i diritti sociali senza necessariamente ricercare il consenso del titolare reale delle azioni. Un sistema così strutturato pecca di trasparenza e non favorisce il coinvolgimento dell'azionista nel processo decisionale. Inoltre, una simile prassi si traduce in un rischio evidente per l'impresa poiché gli intermediari, nell'esercizio dei diritti sociali, possono anche rispondere a interessi (personali o di terzi soggetti) distinti da quelli dell'investitore reale, influenzando comunque le scelte strategiche della società. Per questo emerge con forza la necessità, espressa dal legislatore comunitario, di fornire strumenti necessari per identificare e incoraggiare l'impegno e il coinvolgimento dei soci "reali", agevolando l'esercizio dei diritti sociali in prima persona. Questo non si traduce nell'abbandono della figura degli intermediari ma, al contrario, è auspicabile la previsione di puntuali doveri e obblighi anche per quest'ultimi al fine di preservare il perseguimento degli interessi degli azionisti.

Il diritto societario spagnolo, in questo panorama, non forniva nessuno strumento legale capace di far fronte alle gravi carenze di trasparenza e di coinvolgimento. Già dall'adozione della Direttiva 2007/36/CE[112] si era prodotto un rafforzamento delle direttrici europee in materia. Il nuovo regime previsto dalla *SHRD II* tocca principalmente i doveri dei soggetti intermediari e il regime delle catene di intermediari che intervengono a livello professionale nella custodia e gestione delle azioni, ricoprendo un ruolo di interposizione tra le società e gli azionisti. Come abbiamo visto la normativa spagnola è decisamente insufficiente a garantire gli *standard* di trasparenza auspicati dall'Unione europea, a differenza di altri Stati membri dove riforme anteriori avevano già elevato i livelli di trasparenza nella struttura societaria delle società quotate[113].

---

[111] Situazione già riconosciuta dall'ordinamento, Cfr. art. 524, Ley de Sociedades de Capital: "*Delegación de la representación y ejercicio del voto por parte de entidades intermediarias*".
[112] Prima Direttiva sugli azionisti.
[113] Con riferimento all'Italia, la situazione antecedente alla Direttiva era già in linea con alcune delle nuove previsioni, seppur con alcune carenze.

L'adattamento della legislazione spagnola alle nuove esigenze della Direttiva prevede che il legislatore proceda con una riforma dell'impianto legislativo nazionale che *(i)* tipizzi il diritto a conoscere l'identità "reale" dei soci dell'emittente (*beneficiarios últimos*), *(ii)* stabilisca i doveri di collaborazione degli intermediari nel processo di identificazione e nella trasmissione delle informazioni dalla società al socio (e viceversa) e *(iii)* incentivi la collaborazione tra i soci nell'ottica di agevolare l'esercizio dei diritti sociali[114].

1.5.1 *La necessità di poter identificare i "beneficiarios últimos".*

Il diritto della società emittente a identificare in ogni momento i suoi soci è stato riconosciuto recentemente nell'ordinamento spagnolo, a seguito di una serie di riforme subentrate negli ultimi anni[115]. Per quanto riguarda la sua integrazione nel sistema di detenzione di azioni, due sono le questioni di rilievo nella nuova disciplina. Bisogna, dunque, procedere ad indagare se tale diritto preveda anche l'identificazione dell'azionista "finale" (la cui titolarità è spesso celata a causa del *doble escalón*) e se il sistema preveda per l'emittente sufficienti strumenti legali per assicurarsi l'ottenimento dei dati necessari per identificare i soci "reali" (il dovere di comunicare i dati identificativi corrisponde al Deposito Centrale di Titoli e ai soggetti incaricati della redazione dei registri di dettaglio)[116].

La disciplina anteriore all'approvazione della Direttiva prevedeva il diritto a conoscere l'identità degli azionisti all'articolo 497 della *Ley de Sociedades de Capi-*

[114] Per approfondire V. RODRÍGUEZ MARTÍNEZ I., *Las nuevas obligaciones de los intermediarios*, cit., pp. 167-172.
[115] Tale diritto è stato originariamente riconosciuto nel 2010 dalla Legge delle Società di Capitali; il nucleo del contenuto è stato delineato dalla Legge 31/2014 ("*Ley 31/2014, de 3 de dicembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo*"). L'anno successivo l'articolo 23 del Regio Decreto 278/2015 del 2 ottobre ha stabilito gli aspetti tecnici e formali che l'articolo 497, paragrafo 3 ha demandato alla regolamentazione secondaria. Tuttavia, le regole in materia non soddisfano gli *standard* comunitari.
[116] Per approfondire V. RODRÍGUEZ MARTÍNEZ I., *Las nuevas obligaciones de los intermediarios*, cit., pp. 145-150.

tal[117], intendendo come tali i soggetti investitori nelle società con azioni rappresentate tramite il sistema di annotazioni e che risultassero come legittimati nelle iscrizioni del registro dei conti (quindi i titolari "formali")[118].

Gli aspetti tecnici di tale diritto[119] sono stati previsti al fine di facilitare la partecipazione nelle dinamiche societarie per quei soci che risultano iscritti nei registri contabili. La disciplina originaria solleva dubbi in merito alla possibilità per la società emittente di conoscere il titolare reale delle azioni, quindi l'investitore, nei casi di gestione attraverso intermediari finanziari. Conseguentemente ne discende l'impossibilità di comunicare in modo efficace con i soci e di stabilire un dialogo funzionale alla trasmissione delle informazioni volte a incoraggiare una loro implicazione diretta in assemblea. Quello che emerge è sicuramente una carenza del sistema sia a livello di identificazione dei soggetti investitori che a livello di comunicazioni con quest'ultimi, dovute a varie limitazioni soggettive o concernenti, ad esempio, le quantità e tipologia di dati disponibili nei registri[120].

A tal proposito, i parametri di trasparenza introdotti dalla *SHRD II* hanno un impatto significativo sulla disciplina così come concepita dalla *Ley de Sociedades de Capital*[121] nella sua attuale versione, dimostrando la capacità del provvedimento comunitario di contribuire a elevare gli *standard* di trasparenza dei meccanismi di *corporate governance*. La trasposizione delle nuove norme europee implica il riconoscimento espresso del diritto a identificare i soci, nell'accezione di azionisti "reali" (i c.d. *beneficiarios últimos*). Il fine della Direttiva è sicuramente quello di non alterare i regimi di detenzione di titoli già presenti negli ordinamenti nazionali. Per questo il legislatore comunitario si mostra flessibile, lasciando determinati margini di libertà agli Stati membri nell'ottica di operare le scelte più consone a adattare le nuove misure tenendo conto delle peculiarità dei singoli ordinamenti

[117] Art. 497, Regio Decreto Legislativo 1/2010, 5 luglio, "*Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital*".
[118] Art. 13, Testo consolidato Legge del Mercato di Valori: "*Texto refundido de la Ley del Mercado de Valores, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre*".
[119] Disciplina regolamentare contenuta nel Regio Decreto Legislativo 878/2015, 2 ottobre: "*Real Decreto 878/2015, de 2 de octubre".*
[120] RODRÍGUEZ MARTÍNEZ I., *Las nuevas obligaciones de los intermediarios*, cit., pp. 151-153.
[121] Regio Decreto Legislativo 1/2010, 5 luglio, "*Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital*".

(come emerge dal tredicesimo Considerando del provvedimento europeo[122]). Il legislatore spagnolo deve, quindi, adattare il regime già predisposto in modo da renderlo più efficiente, prestando particolare attenzione ai casi di detenzione indiretta. Questa operazione è particolarmente complessa data la carenza nel diritto societario spagnolo di un regime che prenda in considerazione l'intera problematica giuridica che deriva dal fenomeno della intermediazione.

Per questo motivo l'*Anteproyecto de Ley* propone una soluzione intermedia introducendo, da un lato, l'identificazione non solo dei soci formali, ma anche dei *beneficiarios últimos* e mantenendo, dall'altro lato, il sistema vigente del *registro de valores*[123]. La Direttiva stessa si riferisce alla nozione di "*beneficiari ultimi*" o effettivi e l'*Anteproyecto* distingue la nozione di azionisti come soggetti legittimati davanti alla società in senso giuridico e proprio, da quella di *beneficiarios últimos* come coloro che si trovano alla fine della catena di intermediazione, gli investitori "reali". L'obiettivo è quello di poter identificare entrambi per permettere ulteriori occasioni di dialogo tra la società, gli amministratori e i soci. In tal senso, il legislatore spagnolo non ha posto limiti, permettendo di identificare tutti i soci a prescindere dalla percentuale di partecipazione societaria detenuta[124].

Questa esigenza si traduce nella proposta, in fase di adattamento della Direttiva, di inserire il nuovo articolo 497-*bis* nella *Ley de Sociedades de Capital*, rubricato "*Derecho a identificar a los beneficiarios últimos*"[125]. La principale novità consiste nel fatto che si riconosce alla società emittente la possibilità di sollecitare l'identificazione di tali soggetti all'entità intermedia, la quale comunica direttamente alla sollecitante i dati identificativi del socio[126]. La facoltà di richiedere

---

[122] Considerando (13), Direttiva: *"La presente direttiva fa salvo il diritto nazionale che regola il possesso e la proprietà di titoli, come pure gli accordi per il mantenimento dell'integrità dei titoli e non reca pregiudizio ai beneficiari effettivi o ad altre persone che non sono azionisti a norma del diritto nazionale applicabile."*

[123] TAPIA HERMIDA A.J., *Implicación a largo plazo de los accionistas: Anteproyecto de Ley para la transposición de la Directiva 2017/828*, in www.ajtapia.com , 31 maggio 2019.

[124] La necessità di una scelta in senso opposto è stata invece ravvisati in Italia, V. Par. 1.4.

[125] Cfr. Art. 497-*bis*, Progetto preliminare per la modifica del testo della Legge di Società di Capitali: *"Anteproyecto de Ley 24 de mayo 2019*".

[126] PALÁ LAGUNA R., *Anteproyecto de Ley de 24 de mayo del 2019 por el que se adapta el Derecho español a la Directiva (UE) 2017/828 respecto al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas de la sociedad cotizada*, in www.ga-p.com , maggio 2019.

l'identificazione è riconosciuta anche alle minoranze per mezzo del Deposito Centrale di Valori. La proposta di legge prevede che sia concesso tale diritto alle associazioni di azionisti che rappresentino l'1% del capitale sociale e agli azionisti che, individualmente o congiuntamente, rappresentino il 3% del capitale, in modo da incoraggiare la collaborazione tra azionisti per una miglior difesa dell'interesse comune. Solo con riguardo alla richiesta da parte di tali soggetti il legislatore spagnolo ha esercitato l'opzione di limitare l'identificazione a quei soci che detengano almeno lo 0,5% delle azioni[127].

Date le caratteristiche, le carenze e le peculiarità del sistema spagnolo possiamo apprezzare la flessibilità riconosciuta dal diritto comunitario, di cui il legislatore beneficia al momento di trasporre la Direttiva. Le modifiche contenute nel progetto di legge sono di fondamentale importanza e permettono al diritto societario spagnolo di migliorare notevolmente il sistema vigente, allineandosi agli *standard* europei e rappresentando un'opportunità per i mercati finanziari di raggiungere maggior livelli di competitività.

[127] Cfr. Art. 497-*bis*, c.2, Progetto preliminare per la modifica del testo della Legge di Società di Capitali: *"Anteproyecto de Ley 24 de mayo 2019*".

CAPITOLO II
VERSO UNA REMUNERAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI SOSTENIBILE

2.1 La politica di remunerazione nella *Shareholder Rights Directive II*.

L'ultimo decennio ha visto crescere esponenzialmente l'attenzione riservata alle politiche di remunerazione e ai compensi individuali degli amministratori esecutivi. Anche con riferimento a questi temi emerge una forte necessità di trasparenza, che si pone in netto contrasto con la concezione, tipica del passato, per cui le informazioni sui compensi rientrassero nell'ambito delle notizie riservate[128]. La questione relativa alla determinazione delle retribuzioni percepite dagli amministratori, in particolar modo nelle società di capitali, è ormai da molto tempo al centro di un vivo dibattito e rappresenta un profilo di primaria importanza a livello di *corporate governance*. In particolare, un ruolo chiave in materia può essere svolto dagli azionisti che, attraverso un adeguato rafforzamento del diritto di voto sulle politiche di remunerazione, sarebbero in grado di esercitare un potere di controllo sulla dirigenza[129].

La criticità del tema era già emersa con forza ai tempi del fallimento della *Lehman Brothers* e della crisi finanziaria del 2008. In occasione degli scandali finanziari del tempo vennero pubblicati gli elevatissimi compensi ricevuti dagli amministratori, che apparvero ben poco coerenti con i risultati finanziari e non della loro ge-

[128] CAPELLI I., *La sostenibilità ambientale e sociale nelle politiche di remunerazione degli amministratori delle società quotate: la rilevanza degli interessi degli stakeholder dopo la SHRD II*, in Rivista "Orizzonti del diritto commerciale", 2020, fasc. 2, p. 554 ss.
[129] V. "*Stipendi manager: Ue cambia governance, decisione ad azionisti*", ANSA Europa, 9 aprile 2014, in www.ansa.it

stione[130]. In concreto, molto spesso nelle società quotate le politiche retributive adottate creavano una vera e propria discrepanza tra le remunerazioni di coloro che ricoprivano incarichi esecutivi e gli effettivi risultati ottenuti dalla società e ciò a discapito degli azionisti, dell'impresa stessa e degli altri portatori di interessi[131]. Sebbene in questa sede non sia possibile soffermarsi sulle cause profonde che hanno determinato il fallimento di numerosi istituti finanziari e la conseguente crisi economica, possiamo affermare con certezza che quel periodo storico abbia sollecitato un ripensamento dei criteri e degli strumenti per la definizione dei compensi dei dirigenti. In ragione di questo, vi è la necessità di promuovere un approccio che sottoponga le politiche di remunerazione a specifici obblighi di trasparenza e di comunicazione. Questa visione agevolerebbe la possibilità di ulteriori controlli rispetto ai benefici economici ricevuti dagli amministratori, ma soprattutto incentiverebbe l'esistenza di una correlazione tra le remunerazioni e i risultati della gestione delle società nell'ottica di un allineamento degli interessi degli attori dell'impresa.

Le politiche di remunerazione ricoprono un ruolo strategico nelle società e sono in grado di impattare notevolmente sui meccanismi di governo societario. Infatti, sono tra i fattori che più incidono sul processo attraverso cui gli amministratori adottano le decisioni rilevanti per la società e costituiscono la sintesi delle scelte strategiche. Questo loro rilievo nel processo decisionale rappresenta una possibilità per far emergere una serie di interessi che appartengono a soggetti, diversi dagli amministratori e dagli azionisti, che sono coinvolti ugualmente dall'andamento delle società (*stakeholder*)[132]. Per questo la determinazione delle remunerazioni è un fattore chiave all'interno della strategia aziendale, poiché può assicurare l'inclusione nella stessa di temi sociali e ambientali[133]. Infatti, non solo la politica

---

[130] VITALI M.L., MIRAMONDI M., *La remunerazione degli amministratori di società quotate tra equilibrio degli interessi in gioco e assetti proprietari concentrati*, in "Diritto Bancario", 4, 2014, reperibile al link: www.dirittobancario.it

[131] Libro Verde, Il quadro dell'Unione Europea in materia di governo societario, Bruxelles, 5 aprile 2011.

[132] CAPELLI I., *La sostenibilità ambientale*, cit., p. 555.

[133] Confermato dal Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile, Commissione Europea, 8 marzo 2018; Cfr. *"Finanza sostenibile: il piano d'azione della Commissione per un'economia più verde e più pulita"*, in www.ec.europa.eu/italy/news/20180308_piano_di_azione_Ce_per_finanza_sostenibile_it

adottata è in grado di orientare l'operato degli amministratori con riguardo alle decisioni da assumere, ma influisce anche sull'assunzione dei rischi connessi all'attività di impresa, sul perseguimento di interessi nel lungo termine e sul raggiungimento del successo sostenibile.

I legislatori nazionali e, in particolare, il legislatore europeo hanno avvertito la necessità di avviare un processo di riforma della materia che permettesse di rendere le politiche di remunerazione trasparenti, trasformandole così in un vero e proprio presidio di finanza sostenibile. A livello comunitario, già dal 2004 si era avvertita l'importanza di un'azione volta ad affrontare i problemi collegati alle remunerazioni[134] e di sfruttare tali politiche come strumento per bilanciare le posizioni di amministratori, azionisti e società. L'equilibrio di questi interessi rappresenta il primo passo per invertire la tendenza a gestire le società secondo logiche di breve termine, muovendosi invece verso obiettivi sostenibili. Il momento iniziale di questo percorso è stato segnato dalla Raccomandazione 2004/913/CE[135] con cui la Commissione europea ha fissato tre obiettivi fondamentali da perseguire. In prima battuta gli Stati membri sono stati invitati a introdurre nelle legislazioni nazionali regole e norme aventi lo specifico fine di garantire la trasparenza sulla politica di remunerazione adottata dalla società (come, ad esempio, la previsione di renderla pubblica attraverso la divulgazione di una dichiarazione)[136]. Gli altri due punti riguardano il suggerimento di adottare il meccanismo del c.d. *say on pay* (ossia la previsione di un voto vincolante o consultivo degli azionisti su tale politica)[137] e l'approvazione preventiva da parte dell'assemblea dei piani basati su azioni[138]. Successivamente, seguendo la stessa linea direttrice, la Raccomandazione 2005/162/CE[139] ha ritenuto opportuno prevedere la presenza di amministratori

---

[134] Libro Verde, Il quadro dell'Unione Europea in materia di governo societario, Bruxelles, 5 aprile 2011.
[135] Raccomandazione 2004/913/CE: Raccomandazione della Commissione del 14 dicembre 2004 relativa alla promozione di un regi-me adeguato per quanto riguarda la remunerazione degli amministratori delle società quotate.
[136] V. art. 3, Raccomandazione 2004/913/CE.
[137] V. art. 4, Raccomandazione 2004/913/CE.
[138] V. art. 6, Raccomandazione 2004/913/CE
[139] Raccomandazione 2005/162/CE: Raccomandazione della Commissione del 15 febbraio 2005 sul ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza delle società quotate e sui comitati del consiglio d'amministrazione o di sorveglianza.

non esecutivi all'interno del consiglio di amministrazione e l'istituzione di comitati indipendenti per la remunerazione (con la possibilità per questi di poter avanzare delle proposte sulla politica remunerativa delle figure con poteri esecutivi)[140]. Nel 2009 la Commissione è nuovamente intervenuta emanando la Raccomandazione 2009/385/CE, al fine di integrare le precedenti e proseguire nell'ampliamento dei presidi di trasparenza[141]. Il provvedimento è particolarmente incisivo e, data la complessità e la rilevanza del tema, ha rappresentato l'occasione per identificare e fissare i principi per una «"*sana" politica retributiva nelle società quotate*»[142]. Particolarmente interessanti risultano le previsioni in base alle quali le società dovrebbero limitare (a livello quantitativo) le componenti variabili della remunerazione e soprattutto subordinarne la concessione al raggiungimento di risultati compatibili con la sostenibilità a lungo termine dell'impresa[143]. In aggiunta la Commissione afferma che *"gli azionisti, in particolare gli azionisti istituzionali, dovrebbero essere incoraggiati a partecipare se necessario alle assemblee generali e a usare nel modo opportuno i loro diritti di voto con riguardo alla retribuzione degli amministratori"*[144]*,* invitando così gli Stati membri a adottare misure idonee a incoraggiare questi comportamenti[145/146]. L'Unione europea riconosce le potenzialità di un corretto esercizio del diritto di voto sulle remunerazioni, inteso come strumento per esercitare un controllo sulle scelte relative ai compensi che, altrimenti, resterebbero unicamente soggette alla volontà e agli interessi degli amministratori.

---

[140] V. Allegato I, art. 3, Raccomandazione 2005/162/CE.

[141] Raccomandazione 2009/385/CE: Raccomandazione della Commissione del 30 aprile 2009 che integra le raccomandazioni 2004/913/CE e 2005/162/CE per quanto riguarda il regime concernente la remunerazione degli amministratori delle società quotate.

[142] Così CAMPOBASSO M., *I compensi degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*, in "Rivista delle società", 2011, pp. 702 ss.

[143] V. art. 3.2, Raccomandazione 2009/385/CE e VITALI M.L., MIRAMONDI M., *La remunerazione degli amministratori*, cit., pag. 5.

[144] V. art. 6.1, Raccomandazione 2009/385/CE.

[145] La Commissione europea, nello stesso anno, ha emanato la Raccomandazione n. 384 per rispondere alle specifiche esigenze relative al settore finanziario. Il Considerando (2) afferma: *"Benché le pratiche retributive inadeguate non costituiscano la causa principale della crisi sviluppatasi nel 2007 e 2008, vi è un consenso diffuso che, nell'industria dei servizi finanziari, esse abbiano favorito comportamenti eccessivamente rischiosi, contribuendo alle perdite significative subite da imprese finanziarie di grande importanza"*; da qui la necessità che tali imprese elaborino una politica retributiva coerente con una sana gestione del rischio.

[146] Non tutti gli Stati hanno, in passato, affrontato queste problematiche in modo adeguato: Cfr. Relazioni della Commissione SEC (2007) 1022 e (2010) 285.

Una tappa fondamentale del percorso fin qui descritto è segnata dall'adozione della *SHRD II* nel 2017, che interviene sul tema dell'incoraggiamento di un impegno a lungo termine degli azionisti. La Direttiva, infatti, arricchisce quanto in precedenza stabilito dalle altre fonti europee in tema di trasparenza delle politiche di remunerazione. La nuova disciplina è dettagliatamente descritta nell'articolo 9-*bis*, il cui paragrafo 6 si apre riconoscendo il contributo di tale politica *"alla strategia aziendale, agli interessi di lungo termine e alla sostenibilità della società"*[147]. In attuazione del principio di trasparenza societaria, viene imposto che la politica di remunerazione debba rispondere ai requisiti di chiarezza ed esaustività. È necessario che venga fornito agli azionisti e ai portatori di interessi un quadro completo e affidabile della remunerazione totale e dei compensi ricevuti dai singoli amministratori, soprattutto al fine di responsabilizzare l'operato di quest'ultimi nella gestione della società[148]. Per questo è fondamentale che attraverso tale politica vengano comunicati e descritti in modo comprensibile tutti i componenti della remunerazione (fissa e variabile), compresi i vari *bonus* e benefici che possono essere riconosciuti ai gestori, nonché tutti gli altri elementi utili a fornire un'adeguata informazione agli azionisti sul tema, in modo da permettere loro di avere gli strumenti per valutare le scelte operate in sede di definizione della politica stessa[149]. Inoltre, la società deve spiegare come viene tenuto conto del compenso e delle condizioni di lavoro dei dipendenti nella determinazione delle retribuzioni e rendere noto il processo attraverso cui viene definita, adottata, revisionata e attuata tale politica, specificando le misure di contrasto dei conflitti di interesse e il ruolo del comitato interessato[150]. La valutazione da parte degli azionisti della strategia remunerativa adottata dalla società deve avvenire sia su base annuale sia riferendosi a un arco temporale più vasto, al fine di consentire ai soci, agli investitori e agli *stakeholder* di poter monitorare l'effettiva coerenza della

---

[147] V. Art. 9-*bis*, par.6, Direttiva.
[148] V. Considerando (34), Direttiva.
[149] Cfr. RIGANTI F., *La nuova direttiva sui diritti degli azionisti,* cit., pp. 772-794.
[150] La Direttiva tiene conto anche dei gruppi di imprese, V. Considerando (35): *"In particolare, al fine di impedire l'elusione dei requisiti previsti dalla presente direttiva da parte della società, di evitare eventuali conflitti di interessi e di assicurare la fedeltà degli amministratori alla società, è necessario prevedere la comunicazione e la pubblicazione della remunerazione riconosciuta o dovuta ai singoli amministratori da parte non solo della società, ma anche di altre imprese appartenenti allo stesso gruppo."*

remunerazione con gli obiettivi a lungo termine della società. In questo modo è possibile tenere in considerazione l'evoluzione e i risultati ottenuti da una determinata *policy* di remunerazione in un periodo di media-lunga durata. In effetti, nella maggior parte dei casi, si può giungere a una corretta analisi dei risultati *long-term* solo alcuni anni dopo l'adozione di una determinata strategia[151].

Brevemente[152], tenuto conto di quanto oggi previsto dalla *SHRD II* in tema di remunerazioni vediamo come la "sostenibilità" sia un tema ricorrente, che ricopre un ruolo incisivo all'interno della disciplina appena esposta. Rispetto al passato questo concetto si caratterizza per una maggior completezza e complessità di contenuti. Mentre i provvedimenti anteriori si limitavano a sovrapporre l'idea di sostenibilità con quella di un perseguimento degli interessi a lungo termine, la Direttiva in esame adotta una visione più articolata che si estende verso la protezione di esigenze condivise dalla platea più vasta degli *stakeholder*[153]. Il legislatore comunitario si è occupato con molta attenzione del contenuto "sostenibile" della politica di remunerazione. A titolo di esempio, l'articolo 9-*bis*, paragrafo 6 definisce il concetto di remunerazione variabile e stabilisce che, al momento di individuare i criteri relativi alla determinazione della politica di remunerazione, venga tenuto conto anche di parametri che si riferiscono a risultati di tipo non finanziario. Questa novità apre la strada per un possibile collegamento, "*se del caso*"[154], a criteri relativi alla responsabilità sociale di impresa. L'attenzione del legislatore comunitario e nazionale riflette la sempre maggior considerazione che l'opinione pubblica sta riservando al tema delle remunerazioni degli esecutivi. Le questioni in materia sono molto spesso dibattute, anche in ragione dell'impatto e del condizionamento che operano sull'attività e sui risultati dell'impresa (i quali si riflettono, in parte, sulla società civile).

[151] V. Considerando (38), Direttiva e RIGANTI F., *La nuova direttiva sui diritti degli azionisti*, cit., pp. 772-794.
[152] L'argomento sarà approfondito nel paragrafo 2.4.
[153] CAPELLI I., *La sostenibilità ambientale*, cit., p. 561.
[154] V. Art. 6, par. 6, Direttiva.

2.1.1 *Allineamento degli interessi.*

La Direttiva in esame riconosce espressamente l'importanza del raggiungere un equilibrio tra i vari interessi della società, dei soci, degli amministratori e del mercato[155]. Questo è un tema su cui la remunerazione può avere effetti determinanti traducendosi in uno strumento di *governance* capace di migliorare la gestione della società. Il legislatore comunitario ha operato una scelta precisa in materia, sollecitando gli Stati membri a prevedere disposizioni di legge che permettano di rendere gli assetti organizzativi societari in linea con gli obiettivi di trasparenza prefissati dai provvedimenti comunitari. Come abbiamo già sottolineato, l'azione europea si muove nel senso di aumentare e affinare i meccanismi di controllo sulle decisioni in tema di compensi delle figure esecutive, incentivando gli azionisti a esprimere la loro opinione sulla *policy* adottata[156].

Un'efficace politica di remunerazione permette di far fronte alla mancanza di allineamento dei vari interessi in gioco (che caratterizza la maggior parte delle società) e si converte in un presidio per ridurre il conflitto di interessi e il c.d. *agency problem*. Quest'ultimo sorge in tutti quei casi dove il benessere di una parte, c.d. *principal*, dipende dalle azioni e dalle decisioni di un altro soggetto, c.d. *agent*. Per raggiungere il benessere è opportuno, quindi, che l'operato dell'*agent* persegua gli interessi del *principal*[157] e la relazione tra amministratori e azionisti della società si identifica con il paradigma appena descritto. Il problema che ne deriva in termine di *agency cost* non è infrequente ma, al contrario, rappresenta una situazione comune per molte società (in particolare nei casi di struttura proprietaria diffusa) generata dal mancato coinvolgimento degli azionisti[158]. Questi, infatti,

---

[155] V. Considerando (28), Direttiva.
[156] Cfr. RIGANTI F., *La nuova direttiva sui diritti degli azionisti*, cit., pp. 772-794.
[157] «*An 'agency problem'—in the most general sense of the term—arises whenever the welfare of one party, termed the 'principal', depends upon actions taken by another party, termed the 'agent.'*» in ARMOUR J., HANSMANN H., KRAAKMAN R., *Agency problems, Legal strategies and enforcement*, Harvard Law School Cambridge, Paper N. 664, Luglio 2009, pag. 2, in http://www.law.harvard.edu/
[158] Sul legame tra remunerazione ed *agency problem* V. BEBCHUK L.A., FRIED J.M., *Executive Compensation as an Agency Problem*, in "Journal of Economic Perspectives", Volume 17, No. 3, Estate 2003, pp. 71-92.

sono sovente sprovvisti delle informazioni in merito alla gestione della società da parte degli amministratori e non hanno gli strumenti per poter monitorare il loro operato[159]. In questi casi gli amministratori tendono a sfruttare a proprio vantaggio lo scarso impegno che gli azionisti pongono nell'esercizio dei loro diritti sociali, cercando di ottenere benefici nei propri interessi (spesso a danno degli *stakeholder*). L'istinto dei soggetti che svolgono funzioni gestorie è quello di massimizzare i profitti e di seguire tendenze economiche che possano aumentare i risultati finanziari della società nel breve periodo. Se gli obiettivi dei *manager* non si allineano con quelli degli azionisti (di lungo periodo) sarà particolarmente difficile che gli amministratori trovino incentivi nel seguire politiche sostenibili, le quali potrebbero impattare negativamente sul profitto[160].

Le nuove disposizioni comunitarie sono volte a scardinare questo paradigma, proponendo una nuova impostazione che preveda una politica remunerativa soggetta a "*intense forme di disclosure, volte a garantire una corretta informazione per gli investitori ed il mercato*"[161]. Una politica di remunerazione degli amministratori correttamente strutturata può prevedere anche una componente variabile del compenso (subordinata all'andamento della società). In tal senso, gli amministratori riceverebbero questa parte "non fissa" solo a fronte di un concreto raggiungimento di risultati nella creazione di valore per la società. È evidente che una tale impostazione del sistema remunerativo opererebbe come incentivo per gli amministratori ad allineare i propri interessi con quelli della società e degli azionisti. In questo modo l'interesse principale degli amministratori (ovvero la massimizzazione del proprio guadagno) diventerebbe possibile solo nei casi in cui la società operi concretamente in una direzione più sostenibile[162]. Dal momento in cui l'influenza determinante degli amministratori nei processi decisionali dei propri compensi è ancora una tendenza comune, si comprende perché il legislatore europeo e i singoli Stati abbiano avvertito la necessità di riformare l'impianto legislativo. I maggio-

[159] La riduzione delle asimmetrie informative per gli azionisti è sicuramente tra gli obiettivi principali della Direttiva.
[160] STRAMPELLI G., *Investitori istituzionali*, cit., pag. 15., pag. 53.
[161] Così GARILLI C., *Il coinvolgimento di soci e "stakeholders" nella determinazione delle remunerazioni degli amministratori. Prime riflessioni alla luce della proposta di direttiva modificativa della "Shareholder Rights Directive"*, in "Orizzonti del diritto commerciale", 2016, fasc. 1, pag. 5.
[162] VITALI M.L., MIRAMONDI M., *La remunerazione degli amministratori*, cit., pag. 3.

ri livelli di trasparenza introdotti nel sistema di determinazione e comunicazione della politica remunerativa sono volti, *in primis*, ad arginare gli interessi strettamente personali degli amministratori inerenti al profitto. In aggiunta, questi cambiamenti potrebbero incentivare gli azionisti a essere più partecipi rispetto alle dinamiche di gestione della società sfruttando consapevolmente i poteri di cui sono titolari e assumendo un ruolo più responsabile.

2.2 Il meccanismo del *say on pay*.

Tra i profili più interessanti trattati dalla Direttiva ricordiamo le novità previste in materia di diritto di voto riservato agli azionisti sulle politiche di remunerazione della società, il c.d. *say on pay*. La regola è stata introdotta per la prima volta in Gran Bretagna nel 2002 con il *Director's Remuneration Report Regulation*[163]. Il *say on pay*[164] è lo strumento che gli azionisti possono sfruttare per esercitare una forma di controllo rispetto alle scelte degli amministratori nella determinazione dei loro compensi. Per permettere un corretto funzionamento dei meccanismi di governo societario è opportuno introdurre regole volte a rendere trasparenti i sistemi con cui la società retribuisce i *manager*, facendo chiarezza sulla struttura e sulle varie componenti che concorrono a definire gli stipendi[165]. Attualmente l'opinione pubblica è cosciente del fatto che le retribuzioni degli amministratori sono ingenti e spesso ingiustificate, come nei casi più eclatanti di società in stato di crisi dove i *manager* continuano a vedersi riconosciute retribuzioni molto alte. Per questo motivo, già a partire dalla crisi del 2008, si è avvertita la necessità di agire attraverso delle revisioni del diritto societario europeo volte a rendere le retribuzioni più eque e sostenibili. Questo non senza che fossero opposte resistenze, *in primis* da parte degli amministratori stessi. In ogni caso, le proposte di cam-

[163] V. The Directors' Remuneration Report Regulations 2002; Section 439 Companies Act, UK, in www.legislation.gov.uk
[164] Tradotto letteralmente "dichiarare lo stipendio".
[165] Ad esempio, gli elementi di natura variabile e fissa e quelli finanziari e non finanziari.

biamento in tal senso generano animati dibattiti sia nel contesto europeo che oltreoceano[166].

Il meccanismo del *say on pay*, riconoscendo il diritto di voto degli azionisti sulle politiche di remunerazione, aumenta il valore del loro ruolo nelle dinamiche della società. Tale diritto è limitato solo alla pronuncia sulla politica di remunerazione già decisa dagli amministratori e i soci non possono esprimersi su politiche alternative. In concreto, il *say on pay* cerca di responsabilizzare le scelte degli azionisti, i quali possono approvare o respingere la politica che gli viene sottoposta esprimendo il loro assenso o dissenso in merito alle scelte operate in materia di remunerazione[167]. Un eventuale disaccordo è correlato all'impianto generale con cui viene definita la remunerazione e dipende da molte variabili che possono influenzare in senso negativo o positivo il pensiero dell'azionista (come, ad esempio, il livello di *disclosure* delle politiche sulla remunerazione, l'attivismo degli investitori istituzionali, le caratteristiche degli assetti proprietari)[168].

L'adozione del *say on pay* persegue un ulteriore obiettivo ambizioso (meno esplicito rispetto all'allineamento degli interessi) che risiede nel tentativo di offrire una possibile soluzione al problema dei compensi esorbitanti. Quest'ultimi possono certamente influire in maniera deterrente sul livello di dissenso degli azionisti, in quanto si tratta di uno dei parametri a cui viene prestata più attenzione nella valutazione della gestione dell'impresa. Sempre con maggior frequenza si registra, in corrispondenza di compensi ingenti e soprattutto ingiustificati, un aumento del malcontento dei soci e un atteggiamento critico di questi rispetto all'operato dei gestori. È opportuno sottolineare che un largo dissenso espresso dagli azionisti rappresenta il riflesso di un rapporto incrinato tra amministratori e maggioranza assembleare, che influisce negativamente sui meccanismi di governo societario. Il riallineamento dei compensi a *standard* più contenuti non rappresenta solo un modo di adeguare gli stipendi alle *performance* dell'impresa, ma anche di perse-

[166] V. *Say on Pay, uno strumento di controllo degli azionisti e degli stakeholder*, FTA Online News, Milano, 04 Novembre 2013, in www.borsaitaliana.it
[167] CAPELLI I., *La sostenibilità ambientale*, cit., p. 575.
[168] Per approfondire V. BELCREDI M., BOZZI S., CIAVARELLA A., *Say-on-pay in a context of concentrated ownership Evidence from Italy*, in "Quaderni di finanza", Consob, V. 76, Febbraio 2014.

guire obiettivi di sostenibilità nel lungo periodo[169]. Si stima che dal 1978 al 2018 la remunerazione dei *CEOs* sia aumentata del 940,3 %: un incremento sostanzialmente superiore rispetto alla lentissima crescita della retribuzione annuale dei dipendenti, i quali hanno visto crescere i loro stipendi solo dell'11,9 % (tenendo conto dello stesso arco temporale)[170]. Questa tendenza si è consolidata non soltanto in ragione delle particolari competenze delle figure chiamate a gestire la società, ma soprattutto per il vasto potere riconosciuto ai *manager* nello stabilire i propri compensi. La remunerazione dei *CEOs* ha toccato livelli molto alti soprattutto negli anni 2000 e, nonostante il fisiologico calo dovuto alla crisi, i compensi sono tornati nuovamente a crescere (nel 2018 il compenso medio per i *CEOs* delle 350 maggiori aziende statunitensi è stato di 17,2 milioni di dollari[171]). Queste cifre vengono riconosciute ai *manager* a prescindere dalle ingenti perdite registrate e dai mancati risultati finanziari della società[172]. Sia a livello europeo che statunitense la prassi di riconoscere retribuzioni così elevate è fonte di non pochi problemi e pericoli per le imprese stesse, nonché causa dell'aumento del divario sociale e delle disuguaglianze[173].

Per completare una breve introduzione sulle caratteristiche di questo meccanismo è opportuno rilevare che il comportamento e gli interessi degli azionisti risentono del tipo di struttura che caratterizza la società in cui hanno investito[174]. Da quello che è emerso analizzando l'applicazione delle prime forme di *say on pay* e dai risultati ottenuti nei vari Paesi[175], si è notato come una struttura proprietaria diffusa o concentrata possa avere effetti diversi sia sull'espressione del dissenso in tema di remunerazione sia sui c.d. problemi di *agency*, molto più profondi nelle società

---

[169] GARILLI C., *Il coinvolgimento di soci e "stakeholders"*, cit., pp 4-5.
[170] Per ulteriori dati: V. MISHEL L., WOLFE J., Rapporto del 14 agosto 2019, Economic Policy Institute, in www.epi.org
[171] Per dati USA: V. MISHEL L., WOLFE J., Rapporto del 14 agosto 2019, cit.
[172] Come nei casi di Jamie Dimon, amministratore delegati di JP Morgan e di Daniel Bouton, presidente di Société générale. V. *Say on Pay, Uno strumento di controllo degli azionisti e degli stakeholder*, FTA Online News, Milano, 04 Novembre 2013, in www.borsaitaliana.it
[173] GARILLI C., *Il coinvolgimento di soci e "stakeholders"*, cit., pag. 4.
[174] Per un'analisi approfondita V. BELCREDI M., BOZZI S., CIAVARELLA A., *Say-on-pay*, cit.
[175] V. BELCREDI M., BOZZI S., CIAVARELLA A., *Say-on-pay*, cit.

a proprietà diffusa[176]. In realtà come quelle italiana e tedesca dove si riscontra una forte tendenza ad avere società quotate a proprietà concentrata il livello di dissenso espresso attraverso lo strumento del voto consultivo risulta mediamente basso[177].

Questa inclinazione è comprensibile tenendo conto del fatto che una simile struttura, caratterizzata dalla presenza di un azionista di controllo, rende più agevole monitorare l'operato degli amministratori. Data la presenza di una figura di controllo particolarmente forte, gli azionisti sono disincentivati a esprimere il dissenso in merito alle remunerazioni. Per tali ragioni, in questi casi il meccanismo del *say on pay* vede in parte vanificata la sua efficacia come forma di manifestazione di un disaccordo[178]. Nell'ipotesi opposta e quindi con riferimento ai Paesi caratterizzati dalla presenza di società ad azionariato diffuso (come gli Stati Uniti d'America o la Gran Bretagna) l'atteggiamento degli azionisti subisce un'influenza diversa. Qui il dissenso espresso dai soci risulta particolarmente elevato[179], soprattutto rispetto alla determinazione della parte variabile della remunerazione. Questo perché quello che si avverte è una quasi totale mancanza di controllo sulle decisioni degli amministratori proprio in ragione della struttura diffusa dell'azionariato. In breve, possiamo concludere che il *say on pay* rappresenta un importante strumento attraverso cui gli azionisti sono in grado di manifestare il loro dissenso, soprattutto con riguardo ai casi di compensi eccessivi o che mancano di un buon livello di trasparenza.

---

[176] V. VITALI M.L., MIRAMONDI M., *La remunerazione degli amministratori*, cit., p. 13: *"Si può infine osservare che la differenza "strutturale" tra società a proprietà concentrata e società a proprietà diffusa, incide anche sulla configurazione dell'agency problem tra azionisti e manager."*

[177] I dati emersi dallo studio Consob mostrano le seguenti percentuali: il dissenso in Italia ruota, in media, intorno al 5,1 %, in linea con il 6,5 % emersi dai dati tedeschi; V. BELCREDI M., BOZZI S., CIAVARELLA A., *Say-on-pay*, cit.; VITALI M.L., MIRAMONDI M., *Il «say on pay» nel recente "Quaderno Consob"*, in "Diritto Bancario", Approfondimenti, Marzo 2014, in www.dirittobancario.it

[178] Questa sua efficacia permane anche, in parte, anche nei casi di società a proprietà concentrata: nonostante la minor diffusione dell'istituto, gli azionisti non perdono totalmente l'incentivo a sfruttare tale opportunità.

[179] Cfr. Negli ordinamenti inglesi e statunitensi le percentuali sono più alte, rispettivamente, 7,9 % (UK) e 8,9 % (USA); V. BELCREDI M., BOZZI S., CIAVARELLA A., *Say-on-pay*, cit.; VITALI M.L., MIRAMONDI M., *Il «say on pay»*, cit.

2.2.1 *Il contenuto del diritto di voto degli azionisti sulla remunerazione.*

Il diritto di voto riconosciuto ai soci riguarda due diversi aspetti del sistema remunerativo. Da un lato troviamo il voto dell'assemblea generale sulla politica di remunerazione che stabilisce le modalità, i criteri e le scelte di fondo adottate per la definizione delle future retribuzioni degli amministratori; dall'altro lato si riconosce la possibilità di votare la relazione sulla remunerazione, un documento che mostra i compensi degli amministratori già stabiliti (riferiti all'ultimo esercizio). In particolare, questa relazione contiene non solo un quadro chiaro degli stipendi già corrisposti, ma anche la descrizione di come si sia tenuto conto del voto passato sulla *policy* della società. Gli azionisti, infatti, sono chiamati a esprimersi sull'adeguatezza delle misure che vengono adottate dagli amministratori in base alla precedente delibera[180]. Rinviando al paragrafo successivo l'analisi dei profili tecnici di maggior rilievo possiamo soffermarci su come il voto degli azionisti sia rivolto sia al "passato" che al "futuro", permettendo loro di contribuire a orientare e monitorare le decisioni sulla politica di remunerazione (*binding vote*) e fornendo uno strumento per esprimere un eventuale dissenso in assemblea (*advisory vote*). Questa doppia valenza del voto realizza due diversi tipi di *shareholder engagement*: il maggior impegno dei componenti dell'assemblea generale nell'adozione della politica di remunerazione è certamente coerente con il più generale obiettivo di responsabilizzazione dei soci, ambito in cui la *SHRD II* svolge un ruolo cardine. Come abbiamo già accennato[181] lo *shareholder engagment* è un concetto ampio, che comprende molte sfumature e ha a oggetto diverse questioni (dagli interessi prettamente finanziari fino all'esame di temi sociali ed ambientali). Il dato comune di tutte le varie sfumature dell'*engagement* è sicuramente la volontà di dare ascolto e rilevanza alle istanze degli azionisti e, più in generale, degli *stake-*

[180] CAPELLI I., *La sostenibilità ambientale*, cit., pag. 578.
[181] V. Par 1.3.

holder, scardinando la prassi per cui nelle decisioni strategiche rileva solo il volere dei soggetti deputati alla gestione della società[182].

2.2.2 *L'introduzione del voto sulla remunerazione a livello europeo.*

Nel contesto della regolamentazione comunitaria il primo intervento significativo in tema di *say on pay* si ha con la Raccomandazione 2004/913 della Commissione[183], la quale stabilisce che "*la dichiarazione relativa alle remunerazioni dovrebbe essere sottoposta a votazione nell'assemblea generale annuale degli azionisti. Il voto può essere vincolante oppure consultivo*"[184]. Si riconoscono, quindi, due diverse modalità di adozione di tale regola. Nonostante esempi significativi, come quello olandese, di una versione "forte" dell'istituto (che si identifica con l'opzione del voto vincolante), in generale prevale la versione "debole", che prevede un voto di natura consultiva rispetto al sistema di remunerazione degli amministratori (come accade in Germania).

I primi Stati a prendere in considerazione le proposte della Commissione e quindi ad avviare il recepimento (a livello normativo e non più di *soft law*) dei principi in materia di remunerazione e *disclosure* sono stati Belgio, Portogallo, Spagna, Italia e Regno Unito[185]. La situazione antecedente alla proposta di Direttiva per la modifica della disciplina contenuta nella *Shareholder Rights Directive*[186] vedeva l'effettiva adozione del *say on pay* solo in 13 stati membri (in alcuni solo relativamente alla politica remunerativa, in altri rispetto al report annuale o a entrambi). I Paesi che prevedevano delle regole in ambito *disclosure* sui compensi percepiti

[182] CAPELLI I., *La sostenibilità ambientale*, cit., p. 579.
[183] Cfr. Art 4, Raccomandazione 2004/913, Commissione europea.
[184] V. Art 4.2, Raccomandazione 2004/913, Commissione europea.
[185] BARONTINI R., BOZZI S., FERRARINI G., UNGUREANU M.C., *Directors' Remuneration Before and After the Crisis: Measuring the Impact of Reforms in Europe*, January 2013, paper reperibile al link www.ssrn.com , pp. 6-7.
[186] Direttiva 2007/36/CE.

dai gestori erano 15 (di cui solo 11 richiedevano la pubblicazione dei compensi dei singoli amministratori)[187].

Nonostante l'impatto decisamente positivo di queste prime azioni a livello europeo, nel 2014 il quadro comunitario era ancora molto eterogeneo rispetto all'implementazione dei nuovi principi. Le norme sulle remunerazioni vigenti nei singoli Stati membri presentavano notevoli differenze e questo a discapito della trasparenza e della protezione degli investitori. Sulla base di una simile situazione si è reso necessario un intervento volto ad armonizzare le regole, nell'ottica di dare una linea direttrice uniforme al processo di trasparenza remunerativa vigente nelle società[188]. La conseguenza di una disciplina disomogenea e frammentata rappresenta, *in primis*, un ostacolo al monitoraggio delle imprese da parte dei soci, specialmente nei casi di investimenti transfrontalieri. Infatti, senza una comune disciplina europea ogni Stato membro è legittimato a adottare norme che possono riflettere diversi livelli di rigidità in materia di coinvolgimento degli azionisti sul tema delle remunerazioni. Il divario tra i vari gradi di risolutezza di queste regole porta a una situazione decisamente sbilanciata, dove si corre un alto rischio di non rispettare la parità di condizioni richieste per tutti gli Stati membri. È altamente probabile che gli Stati con un maggior livello di *disclosure* si trovino a dover necessariamente abbassare i loro *standard* come conseguenza fisiologica di una concorrenza tra regole nazionali che lasciano un più o meno ampio potere agli azionisti. È chiaro che una risposta efficace ai problemi e rischi derivanti da questa situazione frammentata non può essere fornita da iniziative unilaterali dei singoli Stati. L'intervento comunitario si è reso imprescindibile, soprattutto al fine di ga-

[187] I 13 Paesi che adottano il *say on pay* sono: Belgio, Bulgaria, Danimarca, Ungheria, Lettonia, Olanda Portogallo, Slovacchia, Svezia, UK (vincolante) e Italia, Repubblica Ceca e Spagna (consultivo). I 15 Paesi che prevedono sistemi di *disclosure* sono: Austria, Belgio, Bulgaria, Francia, Germania, Italia, Lettonia, Lituania, Olanda, Portogallo, Repubblica Ceca, Slovacchia, Spagna, Svezia, UK. Cfr. GARILLI C., *Il coinvolgimento di soci e "stakeholders"*, cit., pag. 6; Per i dati di diritto comparato Documento della Commissione di accompagnamento alla proposta di direttiva: *Commission Staff Working Document Impact Assessment*, (8847/14 ADD 2, DRS 53 CODEC 1090), pag. 27 ss.

[188] Alcuni studiosi hanno concluso diversamente, considerano già sufficiente il livello di armonizzazione raggiunto prima della proposta della *SHRD II*, V. BARONTINI R., BOZZI S., FERRARINI G., UNGUREANU M.C., *Directors' Remuneration*, cit., pag. 35.

rantire che gli stessi obblighi di trasparenza e gli stessi principi di corretta *corporate governance* fossero applicati in tutti gli Stati membri[189].

La strada scelta dall'Unione europea per l'armonizzazione del meccanismo del *say on pay* passa attraverso l'adozione della *SHRD II*, con cui viene perseguito l'obiettivo di creare un mercato interno ben funzionante. Ciò può avvenire non solo incrementando l'affidabilità delle imprese, ma soprattutto ponendo rimedio alle asimmetrie informative (condizione tipica della categoria degli azionisti) e agevolando il coinvolgimento e l'investimento da parte dei soci[190]. Scegliere una direttiva come atto normativo permette di creare una base comune di principi da seguire al momento della determinazione delle politiche di remunerazioni che saranno trasposti in tutti gli Stati membri. Al contempo, è una scelta che permette di rispettare la diversità dei meccanismi di *corporate governance* dei vari Paesi membri. Tale rispetto si riflette nella flessibilità di cui dispongono i legislatori nell'adattare la disciplina nazionale ai principi europei, in ossequio al ruolo che viene attribuito alle società[191].

Come abbiamo già visto, la proposta della Commissione europea di riforma della Direttiva sugli azionisti si concentra particolarmente sul ruolo di quest'ultimi nelle dinamiche societarie. Se in precedenza abbiamo sottolineato l'importanza di agevolare i soci nell'esercizio dei diritti sociali[192], con riferimento al diritto di voto in materia di remunerazione il legislatore europeo fa una riflessione ulteriore. In questo caso, ancora prima di facilitare il voto, è opportuno che questo diritto venga riconosciuto a livello europeo e rafforzato nei suoi contenuti al fine di giungere a una disciplina armonizzata in tutti gli Stati membri. La scelta della Commissione non prevede l'introduzione di un vincolo al tetto massimo della remunerazione

---

[189] Proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti e la direttiva 2013/34 /UE per quanto riguarda alcuni elementi della dichiarazione sul governo societario, Bruxelles, 9 aprile 2014, COM (2014) 213 final 2014/0121 (COD), pp. 6-7.
[190] GARILLI C., *Il coinvolgimento di soci e "stakeholders"*, cit., pag. 7.
[191] Considerando (28), Direttiva: *"È quindi importante rispettare la diversità dei sistemi di governo societario nell'Unione, che rispecchiano le opinioni dei vari Stati membri riguardo al ruolo delle società e degli organismi responsabili di definire la politica di remunerazione e le remunerazioni dei singoli amministratori."*
[192] V. Par. 1.2.

degli amministratori, rimettendo tale compito alla politica di remunerazione che dovrà essere il frutto di una collaborazione tra gli amministratori (in sede di redazione della politica) e degli azionisti (in assemblea generale)[193].

Il nuovo approccio rispetto al ruolo delle politiche di remunerazione ha richiesto l'introduzione degli articoli 9-*bis* e 9-*ter*, rubricati rispettivamente "*Diritto di voto sulla politica di remunerazione*" e "*Informazioni da fornire e diritto di voto sulla relazione sulla remunerazione*". La Direttiva riconosce il contributo fondamentale degli amministratori nel raggiungimento del successo dell'impresa. Per questa ragione, il legislatore ritiene necessario che la loro retribuzione debba essere oggetto di una politica determinata in modo appropriato, sia per riconoscere i meriti dei *manager* che per esortarli a perseguire obiettivi di lungo termine. Contemporaneamente gli azionisti devono potersi esprimere sulla determinazione dei compensi in sede di assemblea generale e ciò avviene, di solito, con cadenza quadriennale ed eccezionalmente ogni qual volta si proceda a modificare in modo rilevante il contenuto della politica adottata[194]. L'articolo 9-*bis* prevede che tale voto abbia natura vincolante[195]; tuttavia il paragrafo 3 dell'articolo in esame conferma la possibilità di poter attribuire al voto natura consultiva. Nel caso di approvazione da parte dei soci, la remunerazione deve avvenire conformemente a quanto stabilito nella politica adottata. Il legislatore europeo si occupa, inoltre, di delineare la disciplina che la società deve seguire in caso di mancata approvazione[196]. La politica remunerativa adottata deve essere oggetto di pubblicazione al pubblico congiuntamente ai risultati del voto[197]. Tuttavia, viene fatta salva la possibilità di derogare alle decisioni contenute nella politica, prevedendo limiti stringenti rispetto

---

[193] Commissione europea, "*La proposta della Commissione europea rafforza l'impegno degli azionisti e dà loro voce in capitolo sulle remunerazioni degli amministratori nelle maggiori società europee*", Comunicato stampa, Bruxelles, 9 aprile 2014, in www.ec.europa.eu

[194] Considerando (28), Direttiva: *"Poiché la remunerazione è uno degli strumenti principali a disposizione delle società per allineare i loro interessi e quelli dei loro amministratori e in considerazione del ruolo fondamentale degli amministratori nelle società, è importante che la politica di remunerazione delle società sia determinata in modo appropriato dagli organismi competenti in seno alla società e che gli azionisti abbiano la facoltà di esprimere i loro pareri circa la politica di remunerazione della società."*

[195] V. Art. 9-*bis*, par.2, Direttiva.

[196] La società, in questi casi, continuerà a pagare gli amministratori conformemente alle prassi vigenti anteriormente e sottoporrà all'assemblea generale una nuova proposta rivisitata; Art. 9-*bis*, par. 2, Direttiva.

[197] Cfr. Art. 9-bis, par. 7, Direttiva.

all'ambito di applicazione di questa eccezione. Infatti, le circostanze particolari che possono portare a una deroga (sempre di natura temporanea) possono essere considerate solo quelle necessarie per assicurare la presenza della società sul mercato, ma soprattutto quelle finalizzate al perseguimento degli interessi a lungo termine e del successo sostenibile[198]. Anche in presenza di tali condizioni resta imprescindibile che tale possibilità sia contenuta nella stessa politica approvata, la quale deve individuare sia gli elementi interessati che le condizioni in base alle quali procedere all'applicazione della stessa[199]. La seconda parte dell'articolo specifica i contenuti essenziali per la redazione di una politica di remunerazione che corrisponda a adeguati *standard* di trasparenza e quali obblighi di *disclosure* siano previsti in materia[200].

Il successivo articolo 9-*ter* disciplina la redazione e la successiva votazione da parte degli azionisti della Relazione in merito ai compensi ottenuti dagli amministratori (contenenti tutti i vari tipi di benefici riconosciuti ai soggetti che ricoprono tale ruolo). Anche questo documento viene redatto e pubblicato in osservanza degli obblighi di pubblicità previsti dalla Direttiva e deve corrispondere ai canoni di chiarezza e accessibilità richiesti, così da fornire un quadro completo e comprensibile relativo alla remunerazione dei gestori della società[201]. Il legislatore comunitario si è comunque assicurato che tali obblighi di *disclosure* fossero conformi alla disciplina europea in materia di dati personali, prevedendo l'esclusione di particolari categorie di dati sensibili riferite alle singole figure e alla situazione familiare degli stessi[202]. In ogni caso i dati personali in possesso della società sono

[198] Cfr. Considerando (30).
[199] Tale deroga potrebbe avere un notevole impatto sul rapporto di agenzia (principal – agent) e probabilmente è anche lo specchio di un carattere non così vincolante degli accordi sulle remunerazioni. Cfr. RIGANTI F., *La nuova direttiva sui diritti degli azionisti*, cit., pp. 772-794; Cfr. Art. 9-*bis*, par. 4.
[200] V. Par. 2.1.
[201] Per un quadro completo degli eventuali elementi ed informazioni ulteriori da inserire nella Relazione V. Art. 9-*ter*, par.1, Direttiva.
[202] Cfr. Art. 9, par. 1, Regolamento (UE) 2016/679 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 aprile 2016 relativo alla protezione delle persone fisiche con riguardo al trattamento dei dati personali, nonché alla libera circolazione di tali dati e che abroga la direttiva 95/46/CE (regolamento generale sulla protezione dei dati); Cfr. Considerando (36): *"Al fine di fornire un quadro completo circa la remunerazione degli amministratori, la relazione sulla remunerazione dovrebbe altresì rendere noto, se del caso, l'importo della remunerazione corrisposta in funzione della situazione familiare dei singoli amministratori. [...] Tuttavia, poiché i dati personali relativi alla situazione familiare dei singoli amministratori o categorie particolari di dati personali ai sensi del regola-*

trattati "*al fine di aumentare la trasparenza della società in merito alla remunerazione degli amministratori, con l'obiettivo di rafforzare la responsabilità degli amministratori e la sorveglianza degli azionisti sulla remunerazione degli amministratori*"[203]. Anche la Relazione appena esaminata è sottoposta al controllo degli azionisti che si esprimono attraverso l'esercizio del diritto di voto, in questo caso di natura consultiva[204]. In alternativa alla votazione gli Stati membri hanno la possibilità di esercitare l'opzione, con riferimento alle piccole e medie imprese, di sottoporre la Relazione a una discussione durante l'assemblea generale annuale, inserendo la questione in uno specifico punto all'ordine del giorno[205].

In ultima analisi, soffermandoci sulla natura del voto degli azionisti possiamo riscontrare tesi discordanti. La scelta di lasciare agli Stati membri in sede di recepimento la decisione in merito alla previsione di un voto vincolante (preferibile[206]) o consultivo ha suscitato opinioni contrastanti. Una parte della dottrina sottolinea l'efficacia di un voto con forza vincolante, sia come strumento per garantire la correttezza delle politiche di remunerazione sia per l'effetto positivo che questo eserciterebbe sul valore delle azioni, sostenendo fermamente che tale scelta sia preferibile al voto consultivo[207]. Coloro che muovono critiche rispetto alla libertà riconosciuta agli Stati membri nell'attribuzione di una diversa natura del voto, da un lato comprendono la praticità dell'opzione mentre dall'altro sottolineano

---

mento (UE) 2016/679 […] sono particolarmente sensibili e richiedono una protezione specifica, la relazione dovrebbe rendere noto solamente l'importo della remunerazione e non il motivo per cui è stato corrisposto."

[203] Così all'art. 9-*ter*, par. 3, Direttiva; Cfr. Considerando (37), Direttiva: *"A norma della presente direttiva, i dati personali inclusi nella relazione sulla remunerazione dovrebbero essere trattati al fine di aumentare la trasparenza della società in merito alla remunerazione degli amministratori con l'obiettivo di migliorare la responsabilità degli amministratori e la sorveglianza degli azionisti sulla remunerazione degli amministratori. È fatto salvo il diritto degli Stati membri che disciplina il trattamento dei dati personali degli amministratori per scopi diversi."*

[204] Tuttavia, nonostante la non vincolatività del voto, sussiste l'obbligo di dare conto delle votazioni nella Relazione relativa all'esercizio successivo.

[205] Opzione, ad esempio, non esercitata dall'Italia, V. Par. 2.3.1.

[206] Come auspicava Michel Barnier, commissario al mercato interno, nella sua proposta del 2014; Cfr. Commissione europea, *La proposta della Commissione europea rafforza l'impegno degli azionisti*, cit.

[207] V. CODAZZI E., *Il voto degli azionisti sulle politiche di remunerazione degli amministratori: la disciplina italiana e il modello comunitario di "say on pay"*, in "Rivista ODC", fasc. 2, 2016.

la possibilità di incorrere in rischi di notevole portata (come l'indebolimento generale del processo di armonizzazione)[208].

Accanto a queste posizioni[209] non manca chi sostiene la tesi contraria dove vengono evidenziati i limiti della natura vincolante del voto, come la scarsa propensione degli azionisti a manifestare il proprio dissenso anche davanti a remunerazioni eccessive, ingiustificate e sproporzionate rispetto ai risultati ottenuti dalla società[210]. L'opzione del voto consultivo conferirebbe forza legittimante al procedimento di formazione di volontà degli amministratori e rischierebbe di avere un effetto disincentivante rispetto al coinvolgimento degli azionisti in una materia così rilevante, confermando il ruolo subalterno dell'assemblea rispetto all'organo amministrativo al momento della decisione dei compensi[211]. In linea generale, si ritiene che l'introduzione del voto consultivo faciliterebbe la possibilità di negoziare la politica di remunerazione inducendo gli amministratori a rivedere le proprie scelte per evitare espressioni di dissenso che, anche se non vincolanti, avrebbero comunque effetti negativi a livello reputazionale. La previsione di un voto vincolante, invece, renderebbe più determinante il ruolo dei soci avvicinando concretamente la remunerazione degli amministratori alla *performance* della società[212].

In conclusione, il funzionamento del *say on pay* dipende principalmente dalla propensione degli investitori a partecipare in modo attivo all'assemblea generale esercitando i propri diritti sociali in modo consapevole[213]. Anche nel caso in cui questo presupposto non si verifichi, il *say on pay* non perde totalmente la sua utilità. L'istituto si presenta comunque capace di esortare gli amministratori a ricercare soluzioni di compromesso che possano incontrare il favore dei soci, disincentivando la tendenza dei *manager* ad assumere decisioni di convenienza rispetto ai loro interessi. La stessa esperienza inglese, che ha visto il passaggio dal voto *advisory* al voto *binding,* dimostra che non necessariamente un voto vincolante sia più

[208] Cfr. RIGANTI F., *La nuova direttiva sui diritti degli azionisti*, cit., pp. 772-794.
[209] V. BELCREDI M., BOZZI S., CIAVARELLA A., *Say-on-pay*, cit.
[210] V. CODAZZI E., *Il voto degli azionisti sulle politiche di remunerazione*, cit., pp. 11-13.
[211] V. GARILLI C., *Il coinvolgimento di soci e "stakeholders"*, cit., pag. 7.
[212] V. CODAZZI E., *Il voto degli azionisti sulle politiche di remunerazione*, cit., pp. 13-14.
[213] Obiettivo principale della Direttiva, V. Cap. 1.

efficace di uno consultivo. Inoltre, in alcuni Paesi che hanno optato per il voto consultivo si sono registrati risultati positivi dovuti all'inclinazione degli amministratori di ricercare comunque l'approvazione e il sostegno degli azionisti. Nonostante ciò, la stessa dottrina che si è espressa su tale punto continua ad essere contrastante e non giunge ad una soluzione univoca. Certo è che l'esercizio del diritto di voto sulle politiche di remunerazione ha stimolato un maggior scrutinio rispetto ai sistemi di incentivazione degli amministratori e del *management* da parte degli investitori. Con particolare riferimento agli istituzionali, i livelli di *engagement* sono aumentati e sempre più frequentemente questi investitori hanno cercato un dialogo con le società su questi temi.

2.3 Il recepimento del *say on pay* negli Stati membri.

La Direttiva del 17 maggio 2017, adottata dal Parlamento e Consiglio ed entrata in vigore il 9 giugno 2017, ha stabilito il termine per il recepimento dei contenuti da parte degli Stati membri fissato al 10 giugno 2019[214], allo scadere del quale sono entrate in vigore alcune delle modifiche previste. In seguito all'emanazione in data 3 settembre 2018 del Regolamento di esecuzione (CE) 2018/1212, il termine è stato prorogato al 3 settembre 2020 per le disposizioni di settore[215].

La già citata e dibattuta previsione relativa alla libertà di scelta tra voto vincolante e consultivo lascia spazio a varie soluzioni di recepimento del *say on pay*. Solo a titolo di esempio si possono avere sistemi che impongono un voto vincolante *ex ante* ed *ex post*[216], voti entrambi consultivi, oppure un voto vincolante e l'altro consultivo[217]. La propensione per una determinata scelta rileva principalmente dal

[214] Ai sensi dell'articolo 2, par. 1, Direttiva.
[215] Si veda, nel caso italiano, le Modifiche al provvedimento Consob/Banca d'Italia, cit., approvate nell'agosto 2020.
[216] Con riferimento alla politica (*ex ante*) e alla relazione (*ex post*) sulla remunerazione.
[217] V. GARILLI C., *Il coinvolgimento di soci e "stakeholders"*, cit., pag. 12.

punto di vista degli effetti che si hanno nei casi di mancata approvazione della politica remunerativa[218].

Accennando brevemente a un'analisi comparata[219] rispetto alle decisioni in materia di *say on pay*, possiamo notare come le scelte in materia non siano state del tutto coincidenti nei vari ordinamenti europei. La disciplina del voto degli azionisti sulle remunerazioni appare quindi ancora poco armonizzata nel contesto comunitario. Con riguardo alla possibilità di introdurre un voto di natura consultiva in sede di recepimento, tale opzione è stata esercitata in Germania[220]. Diversamente, molti Stati membri hanno stabilito la natura vincolante del voto espresso dall'assemblea dei soci sulla retribuzione degli esponenti aziendali delle società quotate e tra questi ricordiamo Spagna, Francia e Regno Unito.

Sempre sulla linea del voto vincolante, ma con discipline che differiscono parzialmente per quanto riguarda l'ambito applicativo dell'istituto[221], possiamo riferirci a Paesi quali Olanda, Danimarca, Svezia, Finlandia. È opportuno sottolineare che, talvolta, in questi Stati le modifiche legislative dettate dalla *SHRD II* non sono state particolarmente incisive, poiché era già in vigore un sistema che optava per la natura vincolante del voto. A titolo di esempio questo è accaduto

---

[218] *"In caso di mancata approvazione della politica in regime di voto consultivo la società può temporaneamente retribuire i propri managers in base alla nuova politica ancorché non approvata, ma deve comunque presentare una politica rivista all'assemblea successiva; nel caso di mancata approvazione della politica di remunerazione in un regime di voto vincolante, la società può retribuire solo in base all'ultima politica approvata, o, se non vi è alcuna politica approvata, solo in base alle prassi di mercato e deve in ogni caso sottoporre una politica rivista all'approvazione della successiva assemblea generale."* V. Audizione del Vicedirettore Generale della CONSOB Giuseppe D'Agostino Roma, Atto del Governo n. 071, 6 marzo 2019, pag. 14.

[219] Per evidenziare l'importanza del voto sulla remunerazioni a livello globale: *"Al di fuori dell'Unione Europea, forme vincolanti di coinvolgimento degli azionisti nell'approvazione delle remunerazioni dei managers (c.d. say-on-pay) sono state introdotte, con varie differenze tra loro, anche in Svizzera e Australia, mentre negli Stati Uniti è stata adottata una forma intermedia con il Dodd-Frank Act (il voto è consultivo ma vincolante nelle società che abbiano ricevuto sostegni finanziari pubblici)."* V. Audizione del Vicedirettore Generale della CONSOB Giuseppe D'Agostino Roma, Atto del Governo n. 071, 6 marzo 2019, pag. 14.

[220] Per approfondire, V. CODAZZI E., *Il voto degli azionisti sulle politiche di remunerazione*, cit., pp. 13-14.

[221] In Svezia il voto vincolante riguarda la remunerazione degli *executives* e per l'introduzione di piani *stock options*; in Danimarca è soggetta al voto vincolante la politica di remunerazione contente componenti variabili; in Olanda (con un sistema analogo a quello norvegese e finlandese) il voto vincolante riguarda solo la politica di remunerazione facente riferimento al *supervisory board*: il voto è espresso in occasione dell'adozione e di ogni modifica rilevante. V. Audizione del Vicedirettore Generale della CONSOB Giuseppe D'Agostino Roma, Atto del Governo n. 071, 6 marzo 2019, pag. 14.

nell'ordinamento spagnolo dove l'introduzione del *say on pay* era avvenuta nel 2014 sulla scia delle iniziative delle diverse giurisdizioni. La disciplina spagnola anteriore alla Direttiva in esame era leggermente più esigente e prevedeva già il voto vincolante degli azionisti, i quali dovevano pronunciarsi sulla remunerazione degli amministratori con cadenza triennale[222]. Tale disciplina ha registrato un effetto positivo generale sulle società quotate spagnole e per questo il provvedimento che recepisce la *SHRD II* ha lasciato inalterato tale regime nei suoi elementi principali[223].

2.3.1 *Le scelte del legislatore italiano.*

In questa sede occorre soffermarsi più attentamente sul recepimento delle disposizioni della *SHRD II* in Italia, avvenuto attraverso la modifica dell'articolo 123-*ter* TUF. La portata innovativa del provvedimento comunitario è sposata dal nuovo Codice di Autodisciplina adottato a gennaio 2020 e in vigore dal primo esercizio del 2021.

A livello di interventi legislativi l'articolo 3 del d.lgs. 49/2019 modifica le disposizioni del TUF[224] che disciplinano la politica di remunerazione e dei compensi corrisposti. In prima battuta viene integrato l'articolo 123-*ter* TUF[225], introdotto in attuazione delle Raccomandazioni della Commissione europea sulle remunerazio-

---

[222] TAPIA HERMIDA A.J., *Implicación a largo plazo de los accionistas: Anteproyecto de Ley para la transposición de la Directiva 2017/828*, www.ajtapia.com , 31 maggio 2019.
[223] Il legislatore spagnolo non si esime però da apportare alcune modifiche significative, che incidono soprattutto sugli elementi da inserire nella politica e nella relazione annuale sulla remunerazione, il cui contenuto diventa molto più dettagliato come conseguenza dei nuovi obblighi comunitari. In particolare, per quanto riguarda la relazione si prevede che le informazioni siano reperibili per almeno cinque anni, in modo da poter comparare l'evoluzione delle remunerazioni degli amministratori con l'evoluzione della remunerazione media degli impiegati e con il rendimento della società nello stesso arco temporale. Nello specifico si vanno a modificare gli articolo 529 *novodecies* ("*Aprobación de la política de remuneraciones de los consejeros*"), 538 ("*Inclusión del informe de gobierno corporativo en el informe de gestión*") e 541 ("*Informe anual sobre remuneraciones de los consejeros*") della Legge delle Società di Capitali.
[224] Le modifiche interessano la Parte IV, Titolo III, Capo II del TUF ed in particolare l'art. 123.
[225] Articolo introdotto per effetto delle modifiche comportate dal d.lgs. 30 dicembre 2010, n. 259.

ni delle società quotate[226]. Il nuovo comma 1 prevede che sia presentata all'assemblea, almeno 21 giorni prima della convocazione, una Relazione sulla remunerazione. Questo documento viene suddiviso in due sezioni: una prima parte che si occupa della politica di remunerazione per i prossimi esercizi[227], in merito alla quale si registra un ampliamento dei soggetti interessati che comprende tutti coloro che svolgono funzioni di controllo. La seconda sezione, invece, si occupa della descrizione puntuale degli elementi che compongono i compensi erogati ai singoli amministratori, fornendo così un quadro analitico delle remunerazioni corrisposte[228]. L'esatta individuazione del contenuto delle due sezioni e di regole ancor più dettagliate in materia è demandata alla regolamentazione secondaria e quindi affidata alla Consob, d'intesa con banca d'Italia e IVASS. L'obiettivo che il legislatore italiano intende perseguire è quello di rendere la normativa nazionale conforme ai principi espressi dall'Unione europea, perseguendo *standard* più alti di trasparenza. Nell'ordinamento italiano era già stato introdotto un voto per gli azionisti, per permettere a questi soggetti di esprimere un loro parere favorevole o non favorevole rispetto alla politica di remunerazione presentata in assemblea. In sede di recepimento della Direttiva è stato deciso di modificare la natura di tale voto che assume natura vincolante per la prima parte della relazione, allineando così la disciplina delle società quotate a quella già in vigore per le società sottoposte a vigilanza (come banche e assicurazioni). Al contrario resta di natura consultiva, e quindi non vincolante, il voto sulla seconda sezione della Relazione riferita ai compensi corrisposti.

Un'ulteriore novità del nuovo articolo 123-*ter* TUF riguarda la periodicità delle consultazioni degli azionisti. Dalla cadenza annuale, infatti, si passa a un termine triennale, salva la necessità di tornare a pronunciarsi in caso di modifiche rilevanti intervenute prima dello scadere del termine onde evitare il rischio di variazioni del

[226] Raccomandazione 2004/913/CE e 2009/385/CE.
[227] MAZZINI F., *Sulle remunerazioni degli amministratori si punta alla chiarezza*, in "Guida al Diritto", n. 28, giugno 2019, pp 26-31.
[228] MAZZINI F., *Sulle remunerazioni degli amministratori*, cit., pp. 26-31.

sistema remunerativo senza un adeguato coinvolgimento dei soci[229]. Questo nuovo termine incentiva le società a elaborare politiche di remunerazione che tengano conto di un orizzonte temporale più ampio e consente di allineare la periodicità del voto alla durata della politica stessa.

Per quando riguarda le altre opzioni che gli Stati membri avevano facoltà di esercitare, il legislatore nazionale ha previsto la possibilità di una deroga in circostanze eccezionali alla politica remunerativa in vigore, adottando i limiti stringenti previsti dalla Direttiva[230]. Al contrario nel Decreto che recepisce la nuova disciplina comunitaria non è stata contemplata la possibilità per le piccole e medie imprese di sostituire l'espressione di un voto consultivo sulla seconda parte della Relazione con una mera discussione in assemblea. Il regime per le c.d. PMI, in questo caso, si allinea a quello delle società quotate, invertendo quella tendenza del nostro legislatore a prevedere oneri meno gravosi per queste entità. La motivazione di tale scelta "contrastante" rispetto alla volontà di semplificazione delle regole risiede nella prassi dei soci (soprattutto investitori istituzionali) di fare un ampio uso del voto anticipato o mediante delega. L'evidenza pratica dimostra che in mancanza di una votazione in assemblea si precluderebbe ai soci la possibilità di esprimere un dissenso sulla politica di remunerazione[231].

---

[229] Schema di decreto legislativo recante attuazione della direttiva (UE) 2017/828 che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti, Atto del Governo n.71, 20 febbraio 2019, pp. 8-9.

[230] Cfr. Nuovo co. 3-*bis*, art. 123-*ter*, TUF: "*[…] In presenza di circostanze eccezionali le società possono derogare temporaneamente alla politica di remunerazione, purché la stessa preveda le condizioni procedurali in base alle quali la deroga può essere applicata e specifichi gli elementi della politica a cui si può derogare. Per circostanze eccezionali si intendono solamente situazioni in cui la deroga alla politica di remunerazione è necessaria ai fini del perseguimento degli interessi a lungo termine e della sostenibilità della società nel suo complesso o per assicurarne la capacità di stare sul mercato*."

[231] Schema di decreto legislativo recante attuazione della direttiva (UE) 2017/828, cit.
"*La pubblica consultazione che ha preceduto l'adozione dello schema di decreto non ha fatto emergere dati univoci circa l'opportunità di prevedere un regime semplificato per le PMI. Alcuni partecipanti alla consultazione si sono espressi a favore dell'esercizio di tale opzione, ritenuto coerente con il trend generale di semplificazione delle regole per le PMI. Secondo altri partecipanti è invece preferibile non esercitare l'opzione in ragione sia della delicatezza del tema delle remunerazioni - a prescindere dalle dimensioni della società - sia dell'impossibilità che si svolga una discussione qualificata poiché priva del contributo degli investitori istituzionali, che esprimono il proprio voto per delega anziché partecipare direttamente all'assemblea*." V. Audizione del Vicedirettore Generale della CONSOB Giuseppe D'Agostino Roma, Atto del Governo n. 071, 6 marzo 2019, pag. 16.

2.4 I nuovi criteri da tenere in considerazione in tema di compensi degli amministratori.

Alla luce di quanto fin qui esposto possiamo affermare che la remunerazione degli amministratori ricopre un ruolo fondamentale nella *corporate governance*. Le politiche adottate dalle società per determinare i compensi esprimono la strategia aziendale perseguita, nonché influenzano il processo decisionale, l'assunzione dei rischi e il perseguimento di ulteriori interessi rispetto a quelli delle figure gestorie. Sulla base di tali presupposti e tendendo in considerazione le nuove tendenze ed esigenze emerse in materia di remunerazione, possiamo fare una riflessione di più ampio respiro.

Con sempre maggior frequenza nei dibattiti sul ruolo dell'impresa emerge l'idea della necessità di una strategia aziendale che persegua obiettivi sostenibili e di lungo termine. Appare opportuno cercare di individuare, nel contesto attuale, quale sia il significato attribuito al concetto di "sostenibilità". Possiamo immaginare questo concetto come il punto di arrivo di un percorso molto articolato, dove l'ente societario, partendo dall'adozione di una strategia aziendale che persegue risultati finanziari, vi integra ulteriori obiettivi mirando a soddisfare interessi di lungo termine. Arrivare alla creazione di una dimensione sostenibile dell'impresa significa quindi riuscire a non far prevalere unicamente gli interessi degli amministratori, ma cercare di trovare un punto di equilibrio affinché tutte le posizioni siano prese in considerazione, dando al contempo valore all'ambiente e alla comunità di riferimento dell'impresa[232]. È chiaro il notevole cambio di rotta rispetto alle tendenze largamente accettate degli ultimi anni per cui la strategia aziendale aveva come scopo la creazione di guadagni immediati e l'attivazione di meccanismi premiali per gli amministratori, sacrificando spesso gli interessi dei soci e la gestione tradizionale delle risorse economiche. La crescente attenzione riservata alla possibilità di una svolta sostenibile delle società è frutto anche dei dibattiti e delle riflessioni che hanno portato a una maggior consapevolezza rispetto all'impatto

[232] V. CAPELLI I., *La sostenibilità ambientale*, cit., pag. 561.

che le imprese hanno a livello economico, sociale, ambientale e alla necessità che venga promossa una responsabilità sociale d'impresa. La nozione di *Corporate Social Responsability* è emersa in un momento storico caratterizzato da scandali finanziari, aumento di condizioni di lavoro poco decenti e realizzazione di impianti industriali che hanno creato condizioni malsane sia per l'ambiente che per la comunità circostante[233].

Il legislatore europeo, già in sede di redazione della *SHRD II*, ha sicuramente cercato di fare propri questi temi, soprattutto con riferimento ai meccanismi di remunerazione che rappresentano uno dei profili di *corporate governance* più dibattuti. Lo stesso articolo 9-*bis*[234] riconosce il contributo fondamentale della politica di remunerazione alla strategia aziendale, agli interessi di lungo termine e alla sostenibilità[235]. Inoltre, nello stesso articolo troviamo indicazioni puntuali rispetto ai parametri da adottare per la valutazione dei risultati dell'impresa (che devono essere indicati nella politica stessa). Sul tema, la Direttiva richiama espressamente l'adozione di criteri relativi alla responsabilità sociale di impresa (*CSR*). Nonostante la tendenza sia quella di prevedere un accoglimento su base volontaria di questi indici, la loro importanza cresce costantemente e sembra sempre più imprescindibile la loro adozione. Il ventinovesimo Considerando conferma questa tendenza enunciando che "*i risultati degli amministratori dovrebbero essere valutati utilizzando criteri sia finanziari sia non finanziari, inclusi, ove del caso, fattori ambientali, sociali e di governo*"[236]. Da queste previsioni normative si deduce la netta presa di posizione in merito alle varie opinioni sulle remunerazioni dei *CEOs*, che registrano un'ampia influenza a livello di mercato. Nel perseguire il raggiungimento di compensi più adeguati il legislatore comunitario tiene conto del fatto che la sostenibilità economica si intreccia con quella ambientale e sociale. Questa nuova disciplina promuove un nuovo modo di determinare i compensi, dove il generare guadagni per gli amministratori si sposa con l'attenzione all'ambiente (intesa come qualità delle risorse naturali, salvaguardia delle diversi-

[233] Per approfondire, V. FASCE F., *L'impresa irresponsabile. Scandali, potere economico e democrazia in prospettiva storica*, in "Contemporanea", Fascicolo 2, aprile 2006, pp. 371-380.
[234] Art. 9-*bis*, Direttiva.
[235] Cfr. Art. 9-*bis*, Direttiva.
[236] Cfr. Considerando (29), Direttiva.

tà biologiche e dell'ecosistema in generale) e del contesto sociale (riferito al benessere della comunità, al reperimento dei beni fondamentali e alle condizioni lavorative dei dipendenti)[237].

L'enfasi posta sul ruolo delle remunerazioni da ormai alcuni anni ha avuto un riflesso *in primis* a livello di *soft law*. A titolo di esempio, una delle novità di maggior rilievo nel panorama italiano rispetto al tema è rappresentata proprio dall'ultimo Codice di *Corporate Governance*[238]. Attraverso tale fonte di autoregolamentazione si persegue il rafforzamento delle *best practices* esistenti in materia e si apre la strada per il recepimento di quelle in evoluzione, ancor prima di un vero e proprio intervento legislativo strutturato in tema di doveri e obblighi per gli attori delle società. Tra i profili oggetto di interesse del Comitato è presente il tema della remunerazione, di cui si tratta all'articolo 5, il quale prevede che "*la politica per la remunerazione degli amministratori, dei componenti dell'organo di controllo e del top management è funzionale al perseguimento del successo sostenibile della società e tiene conto della necessità di disporre, trattenere e motivare persone dotate della competenza e della professionalità richieste dal ruolo ricoperto nella società*"[239]. Anche in questa sede si sottolinea come la remunerazione debba essere funzionale al "*successo sostenibile*" dell'impresa e non possa più rispondere unicamente a logiche finanziarie[240]. Coerentemente con le nuove esigenze di sostenibilità, il Codice riconosce la responsabilità dell'organo amministrativo nell'integrazione degli obiettivi sostenibili (*ESG*) all'interno delle strategie e

---

[237] V. CAPELLI I., *La sostenibilità ambientale*, cit., pag. 561; Un riferimento allo sviluppo sostenibile è rinvenibile nelle Linee Guida dell'OCSE del 2011, che sono destinate alle imprese multinazionali, che vengono sollecitate a "*tenere pienamente conto delle politiche in atto nei paesi in cui operano e prendere in considerazione i punti di vista degli altri stakeholder*" (intesi come i lavoratori, l'ambiente, i consumatori, i clienti, i fornitori, i concorrenti, la comunità).

[238] Il Codice di Autodisciplina è approvato dal Comitato per la Corporate Governance, di cui fanno parte associazioni d'impresa, investitori professionali e Borsa Italiana S.p.A. L'ultima versione, che recepisce le novità in materia di organizzazione societaria, è stata pubblicata a gennaio 2020; tuttavia le nuove previsioni saranno applicate dalle società a partire dal primo esercizio successivo al 31 dicembre 2020.

[239] V. Art. 5, Principio XV, Codice di Corporate Governance: la previsione si allinea a quanto previsto dall'*UK Corporate Governance Code* del 2018 e al *Belgian Code on Corporate Governance* del 2020.

[240] Per la nozione di successo sostenibile nel Codice di Corporate Governance, V. SPATARO G., *La Corporate Governance delle Società quotate: il nuovo codice,* reperibile al seguente indirizzo: https://www.iusinitinere.it/la-corporate-governance-delle-societa-quotate-il-nuovo-codice-25527 , 3 marzo 2020.

del piano industriale, nel sistema di controllo interno e rischi, ma soprattutto nella politica di remunerazione[241].

I richiami a vari livelli rispetto alla sostenibilità, ai fattori *ESG* e agli interessi a lungo termini aspirano a orientare le decisioni e i programmi degli amministratori, incidendo sul loro operato[242]. L'obiettivo è ambizioso, ma già alcuni successi sono stati raggiunti dimostrando almeno una certa efficacia dei nuovi indicatori e degli strumenti preposti[243]. Riportando i dati relativa al mercato italiano (Ftse-Mib), sul tema delle remunerazioni il rapporto Kpmg - Nedcommunity[244] del 2019 ha evidenziato come il sistema dei *bonus* abbia inglobato alcuni parametri riferiti all'ambiente e al sociale, rilevando che il 74% delle società Ftse-Mib persegue specifici obiettivi di sostenibilità. Gli indicatori che determinano, in parte, il compenso degli amministratori sono legati principalmente all'impatto ambientale (28%), mentre leggermente inferiore è il dato riferito alla gestione dei dipendenti (22%). In questo scenario, resta ancora marginale l'attenzione al tema sociale (6%). Tuttavia, tra le società che hanno adottato criteri *ESG* nel sistema di remunerazione si registra una tendenza ad ancorarli al breve periodo (84 % dei casi). In particolare, con riferimento al Report pubblicato da Assonime[245], emerge come la scelta di integrare criteri *ESG* sia più frequente tra le società di dimensione maggiore, che rispecchiano circa un terzo delle Ftse Mib e comunque in quelle società che per la loro fisionomia sono maggiormente legate ai settori di attività che risentono della situazione ambientale o sociale.

In conclusione, nell'ambito della disciplina delle remunerazioni si è assistito all'introduzione di non pochi elementi innovativi, nonché di un'attenzione rispetto a interessi diversi da quelli storicamente presi in considerazione. Il più articolato

---

[241] Per approfondire le novità apportate dal Codice, V. Principi e Raccomandazioni, art.5, Codice di *Corporate Governance*.
[242] Con riferimento all'Italia, si veda i riferimenti al successo sostenibile nel Codice di Corporate Governance 2020.
[243] D'ANGERIO V., *ESG, ecco gli indicatori utili per verificare se un'azienda è veramente sostenibile*, in "Il Sole 24 Ore", 8 ottobre 2020, in www.ilsole24ore.com
[244] Rapporto Kpmg – Nedcommunity: *"Informativa extra finanziaria: da compliance a governance strategica dei rischi e delle opportunità"*, II edizione, novembre 2019.
[245] Report di Assonime, La Corporate Governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain (anno 2019), Note e Studi 2/2020.

concetto di sostenibilità introduce a livello di remunerazione, ma più in generale nell'organizzazione societaria, un concetto conosciuto e affermato fuori dall'ambito giuridico, ma che era, fino a poco tempo fa, estraneo all'ambito societario. La sostenibilità è espressione di uno scopo collettivo, del quale generalmente si occupano enti sovranazionali[246].

[246] Ulteriori riferimenti allo sviluppo sostenibile sono presenti nei seguenti documenti: Trattato di Amsterdam del 1997 (Art. 2.2.); Trattato di Lisbona del 13 dicembre 2007; TFUE (art. 11).

CAPITOLO III
LA RESPONSABILIZZAZIONE DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI, GESTORI DI ATTIVI E *PROXY ADVISOR*.

Sezione I: Il principio di trasparenza nell'attività degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi.

3.1 La figura degli investitori istituzionali e la sua rilevanza nella *governance societaria*.

La *corporate governance* delle società, specialmente se quotate, suscita da sempre un grande interesse da parte degli studiosi della materia. Tuttavia, le questioni oggetto di discussione sono ancora molte nonostante il dibattito globale e i numerosi interventi legislativi e programmatici a livello internazionale, europeo e nazionale. Negli ultimi anni tra gli obiettivi più auspicabili è stato individuato un maggior coinvolgimento degli azionisti attraverso la previsione di meccanismi più trasparenti[247]. In questo contesto, la *Shareholder Rights Directive II*[248] riconosce certamente un ruolo di primaria importanza a quella particolare tipologia di azionisti rappresentata dagli investitori istituzionali. Quello che maggiormente desta interesse è la crescente influenza che queste figure esercitano a livello di *governance* e il loro potenziale ruolo nel miglioramento della stessa. Per questa ragione, il legislatore europeo ha ritenuto necessario intervenire per innovare le linee direttrici

[247] V. Par. 1.2.
[248] Direttiva 2017/828.

del loro operato nell'ottica di un allineamento con le più attuali esigenze di efficacia del governo societario.

Prima di procedere all'analisi delle nuove disposizioni è opportuno fare riferimento alla situazione anteriore all'adozione della Direttiva, così da contestualizzare l'intervento normativo comunitario. In questo capitolo ci concentreremo sulla figura degli "investitori istituzionali". Il termine si riferisce a quegli operatori economici che si occupano di investire un patrimonio per conto di uno o più soggetti che si trovano in un *surplus* finanziario[249]. La loro attività consiste nel gestire ingenti risorse finanziarie raccolte presso la comunità dei risparmiatori operando con modalità professionali, sistematiche e cumulative[250]. Questi investimenti, pur basandosi su regole, presupposti e obiettivi differenti, sono accomunati da alcune caratteristiche di portata più generale. Brevemente, tra i tratti comuni di questa tipologia di investimento ricordiamo l'orizzonte temporale di lungo periodo che orienta i professionisti (anche se la prassi di rendicontazione trimestrale o semestrale ha determinato una certa attenzione ai risultati di breve termine). Gli investitori istituzionali, inoltre, adottano metodi scientifici per operare una selezione degli investimenti, basandosi su analisi e strumenti di previsione. Infine, è opportuno sottolineare la stretta interconnessione tra questi soggetti, che spesso pecca di trasparenza.

Negli ultimi anni, queste figure sono state protagoniste della c.d. "*istituzionalizzazione degli assetti proprietari di società emittenti con azioni negoziate sui mercati regolamentari*"[251] da cui consegue un aumento esponenziale della loro presenza nella compagine sociale delle società quotate in qualità di azionisti[252].

---

[249] "*Alla categoria degli investitori istituzionali appartengono: gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR), i fondi comuni di investimento mobiliari, immobiliari, speculativi e le Sicav; i fondi pensione; le compagnie di assicurazione. L'attività svolta dall'investitore istituzionale può derivare da un mandato specifico, pertanto l'investimento avviene su base collettiva, come negli OICR e nei fondi pensione, oppure può derivare dall'intermediazione in senso stretto, come nel caso delle compagnie di assicurazione relativamente alle polizze vita*.", Borsa Italiana – Glossario Finanziario, in www.borsaitaliana.it

[250] CHIAPPETTA F., *Diritto del governo societario*, CEDAM, Milano 2020, pp. 426-427.

[251] Espressione utilizzata in ALVARO S., MAUGERI M., STRAMPELLI G., *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship. Problemi e prospettive*, in "Quaderno giuridico", Consob, n. 19, gennaio 2019., pag. 6.

[252] Cfr. ALVARO S., MAUGERI M., STRAMPELLI G., *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship*, cit., pag. 15.

Generalmente tipico dei sistemi ad azionariato diffuso, il fenomeno ha assunto una dimensione notevole anche in Europa[253]. Quello che si registra è un aumento del peso degli investitori istituzionali nelle società, che ha introdotto dei cambiamenti significativi negli equilibri della *governance* poiché questi soggetti si trovano in una posizione particolarmente influente per cui possono rivolgersi agli amministratori delle società come soggetti alla pari[254].

Con riferimento ai dati italiani, si evidenzia come la presenza degli investitori istituzionali abbia conosciuto il picco massimo nel 2014 (31,1%). Nonostante la riduzione della presenza di investitori italiani, si è invece registrato un aumento di investimenti provenienti da soggetti esteri. Dal 2015 gli istituzionali stranieri registrano una presenza costante (e con un numero crescente di azioni detenute) nelle assemblee delle 100 società italiane a più elevata capitalizzazione[255]. Dal Settimo Report sugli investitori istituzionali italiani[256] si evince come in Italia si stia affermando un mercato di un certo rilievo, che conta un patrimonio complessivo di 917 miliardi di euro totali. Il documento sottolinea che, nonostante le crisi finanziarie che hanno segnato gli ultimi anni, il patrimonio degli investitori istituzionali che operano nel *welfare* contrattuale, delle Casse privatizzate e delle Fondazioni di origine bancaria è aumentato dai 142,85 miliardi di euro del 2007 ai 260,68 del 2019, con un incremento dell'82,5%[257]. Da sottolineare come si evidenzi anche una crescente sensibilità degli investitori istituzionali nei confronti dei temi sociali e ambientali: la metà di questi già adottano politiche di investimento sostenibile e strategie *ESG*. In generale, la maggiore partecipazione degli investitori nella vita

[253] Esempio eclatante è il fondo norvegese Norges Bank, che nel 2017 era titolare dell'1,3% delle azioni globali, mentre alla fine del 2020 contava un patrimonio di 10,6 trilioni di corone, di cui il 70,7% rappresentato da azioni; "*Il fondo sovrano norvegese chiude il trimestre a +4,3%*", in "Il Sole 24 Ore", Rendimento, 16 ottobre 2020.
[254] CRISCIONE A., *Nelle società quotate aumenta il peso degli istituzionali*, in "Il Sole 24 ore – PLUS 24", giugno 2019, pag. 15.
[255] CIAVARELLA A., LINCIANO N., SIGNORETTI R., *Sostenibilità e diversità nelle società quotate italiane*, cit., pp. 91-92.
[256] "*Investitori istituzionali italiani: iscritti, risorse e gestori per l'anno 2019*", Settimo Report Annuale, a cura del Centro Studi e Ricerche Itinerari Previdenziali.
[257] AN. C., *Fondi pensione, patrimonio più solido ma investimenti in economia reale ancora modesti*, in "Il Sole 24 Ore", 9 settembre 2020.

sociale delle emittenti è un fenomeno che necessita di particolare attenzione poiché di importanza trasversale rispetto alle altre aree del governo societario[258].

3.1.1 *L'attivismo degli investitori istituzionali: i concetti di "stewardship" ed "engagement".*

Per comprendere il ruolo e il potenziale di queste figure all'interno del governo societario è necessario partire dall'individuazione della portata di alcuni fenomeni che si ricollegano alla loro attività. Con riferimento alle enunciazioni contenute nei vari codici di autodisciplina possiamo individuare due questioni preliminari che afferiscono entrambe alla nozione di attivismo degli investitori istituzionali. Le previsioni contenute nello *UK Stewardship Code* delineano un primo concetto fondamentale: "*Stewardship aims to promote the long-term success of companies in such a way that the ultimate providers of capital also prosper. Effective stewardship benefits companies, investors and the economy as a whole*"[259]. Quello che emerge è sicuramente un'idea di "responsabilità" di questi investitori, che viene declinata in tutta una serie di attività funzionali all'esercizio del controllo sull'operato di altri soggetti (che in questi casi si identificano con gli amministratori della società). All'interno di un sistema come quello dei mercati finanziari questa responsabilità si collega all'attuazione di una serie di iniziative, da parte degli investitori, volte al monitoraggio delle società emittenti che fanno parte del loro portafoglio[260]. Il fine ultimo della *stewardship* si riferisce alla tutela e al perseguimento degli interessi dei propri clienti (i c.d. *beneficial owners*), in modo tale da poter valorizzare il loro investimento nella società emittente. Questa platea di soggetti "finali" interessati si riferisce alla pluralità dei risparmiatori privati che

[258] CIAVARELLA A., LINCIANO N., SIGNORETTI R., *Sostenibilità e diversità nelle società quotate italiane*, cit., pp. 93-94.
[259] The UK Stewardship Code, Financial Reporting Council, July 2010, 1, disponibile online all'indirizzo www.frc.org.uk
[260] Cfr. ALVARO S., MAUGERI M., STRAMPELLI G., *Investitori istituzionali*, cit., pag. 15.

affidano le loro risorse economiche agli investitori istituzionali (come, ad esempio, nei casi dei fondi pensione)[261].

La seconda questione da analizzare riguarda il c.d. *engagement*, un tema di ampio respiro che può essere declinato a vari livelli. La responsabilità demandata agli investitori istituzionali si traduce non solo, come abbiamo già individuato, nelle attività di monitoraggio della società, ma anche in un più diretto coinvolgimento degli investitori nelle dinamiche societarie. Questo "impegno" demandato all'investitore implica, quindi, una sua maggior partecipazione nella gestione della società, realizzabile attraverso la creazione di occasioni di dialogo con il *board* e con gli altri azionisti dell'emittente. In particolare, è opportuno che questi confronti si instaurino soprattutto con riferimento ai profili più influenti sulla gestione come la strategia aziendale, la performance dell'impresa, gli interessi a lungo termine e la *corporate governance*[262]. I due concetti sono profondamente legati (tanto che alcuni codici hanno optato per una equiparazione degli stessi[263]), ma nonostante questo non possono essere completamente assimilati. L'opinione prevalente ritiene che l'*engagement* rientri nel concetto più ampio di *stewardship*, essendo funzionale all'esistenza stessa del secondo. Senza un coinvolgimento degli investitori, infatti, non sarebbe configurabile nemmeno una vera e propria responsabilità in capo a queste figure[264].

Quello che si definisce come "attivismo" degli investitori istituzionali è un fenomeno che comprende non solo occasioni di dialogo positivo e propositivo con il *board* delle società, ma un'ampia gamma di iniziative con finalità di monitoraggio e di collaborazione[265]. Da notare come la disponibilità di un azionista a controllare

---

[261] CHIAPPETTA F., *Diritto del governo societario*, CEDAM, Milano 2020, pag. 426.
[262] CHIAPPETTA F., op. cit., pag. 427.
[263] EFAMA Stewardship Code Principles for asset managers' monitoring of, voting in, engagement with investee companies, che definisce la stewardship come "*engagement, i.e. the monitoring of and interaction, with investee companies, as well as exercising voting rights attached to shares. […]*".
[264] Cfr. ALVARO S., MAUGERI M., STRAMPELLI G., *Investitori istituzionali*, cit., pag. 16.
[265] "*Nel dibattito europeo sulla corporate governance, è sempre più ricorrente l'idea che un maggior coinvolgimento degli azionisti, in particolare degli investitori istituzionali, in un dialogo informale e continuo con il consiglio di amministrazione costituisca una best practice da rafforzare*.", MOSCA C., *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, in Rivista delle società, 2018 fasc. 1, pp. 29 – 82.

gli amministratori dipenda da molteplici fattori quali tempo, risorse economiche e conoscenze specifiche[266]. Per questo, ancora oggi, è in corso un dibattito sull'effettivo attivismo di quella parte di investitori definiti istituzionali.

Ciò che li caratterizza è la professionalità della loro attività, che si riflette anche sulle dimensioni e quantità degli investimenti gestiti dagli stessi. Il carattere professionale e abituale dovrebbe fornire le ragioni e gli incentivi sufficienti a svolgere una concreta attività di vigilanza rispetto alle decisioni strategiche e alle azioni degli amministratori (attività che, al contrario, risulta troppo onerosa per chi investe a titolo individuale). Come conseguenza di un aumento della presenza degli investitori istituzionali nelle società quotate (che risale alla fine degli anni '80 negli Stati Uniti d'America e alcuni anni dopo in Europa, in particolar modo grazie alla presenza dei *mutual funds*), si era diffusa l'opinione comune che il proliferare di tale fenomeno si sarebbe identificato con un miglioramento dell'efficienza dei meccanismi di *governance*. L'adozione di forme di attivismo sembrava essere, in linea di principio, conveniente per l'investitore istituzionale. Nonostante ciò, fin da subito, parte della dottrina ha evidenziato come sussisterebbero diversi tipi di ostacoli rispetto a tale obiettivo[267]. I problemi di *agency*, il disallineamento degli interessi, i costi delle analisi di voto per le varie emittenti sono tutti elementi che rendono oneroso, e quindi disincentivano, l'attivismo degli investitori istituzionali[268]. Tali ragioni strutturali, che non possiamo approfondire in questa sede[269], rendono impossibile realizzare le aspettative in merito a un ruolo attivo di questi soggetti, che nella prassi tendono sempre di più a adottare un atteggiamento passivo (con risvolti potenzialmente negativi anche a livello di *governance*).

Sia oltreoceano che in Europa si registra la tendenza a disertare le adunanze assembleari dei soci, confermando così il generale disinteresse degli investitori istituzionali a esercitare i loro diritti in modo informato, vanificando la possibilità di

[266] EREDE M., SANDRELLI G., *Attivismo dei soci e investimento "short-term"*, pag. 936.
[267] COSSU M., *L'attivismo degli investitori non istituzionali in Italia*, in "Banca Borsa Titoli di Credito", fasc. 3, 1 giugno 2017, pag. 398 ss.
[268] Cfr. EREDE M., SANDRELLI G., *Attivismo dei soci e investimento "short-term"*, pp. 937-938.
[269] COSSU M., *L'attivismo degli investitori non istituzionali in Italia*, cit., pag. 398 ss.

esercitare una certa pressione sugli amministratori in merito al loro operato[270]. Le questioni appena affrontate si inseriscono, nuovamente, in quel dibattito più ampio che ha ad oggetto le caratteristiche e le implicazioni dello *shareholder activism*[271]. Questo tipo di attivismo si pone come obiettivo quello di stimolare i processi di cambiamento nell'assetto del governo di impresa. In altre parole, «*l'azionista attivista è quell'investitore che cerca di cambiare lo status quo facendo sentire la propria "voice" senza che ciò comporti un cambiamento nel controllo dell'impresa*»[272].

In questo quadro emerge, a livello internazionale, la necessità di un coinvolgimento di tutti gli azionisti[273] e più in particolare di un cambiamento nel paradigma dell'investimento istituzionale. Le esigenze primarie riguardano l'adozione, da parte degli investitori, di effettive strategie *long-term* nei loro piani, ma anche l'incoraggiamento ad avere un rapporto più diretto con il *board* delle società partecipate. In aggiunta, si ravvisa anche la necessità di una disciplina dell'attività dei *proxy advisor,* in qualità di consulenti di voto. Alcuni sono convinti che i tempi siano maturi per ripensare il ruolo delle minoranze azionarie e soprattutto di dar loro una nuova dimensione nelle dinamiche societarie[274].

3.1.2 *La diversa vocazione degli hedge funds.*

Da quanto finora emerso, possiamo affermare che il dibattito sull'opportunità e sull'effettiva attitudine degli investitori istituzionali a adottare forme di attivismo

[270] Il tema è particolarmente delicato, per approfondire: EREDE M., SANDRELLI G., *Attivismo dei soci e investimento "short-term"*, pp. 942 ss.; GUACCERO A., *L'attivismo azionario: verso una riscoperta del ruolo dell'assemblea?*, in Rivista delle società, 2016 fasc. 2-3, pp. 409 – 426.
[271] V. CACIOLLI T., *L'attivismo societario: minaccia o opportunità?*, in "Il Nuovo Diritto delle Società", 2019, fasc. 5, pp. 699 – 726.
[272] CHIAPPETTA F., *Diritto del governo societario*, op. cit., pag. 427. L'espressione intende parafrasare la definizione di "*shareholder activism*" di GILLAN S., STARKS L., *The Evolution of Shareholder Activism in the United States*, in 19 *Journal of Applied Corporate Financee*, 55 73 (2007).
[273] V. Cap. 1.
[274] MONTALENTI P., *Mercati finanziari, investitori istituzionali e società quotate*, in "Rivista delle società", 2015, fasc. 5, pag. 957.

sia ancora aperto: molte sono le ragioni che possono influenzare una simile scelta e non sono ancora reperibili analisi complete sul tema[275].

Al contempo, esiste una tipologia di investitori istituzionali caratterizzata proprio dall'adozione di condotte fortemente attive. Sono i c.d. *hedge funds*, ossia quella parte di fondi "*alternativi"* che basa la sua strategia di investimento sull'acquisto di porzioni di capitale di determinate società considerate sane, ma dove pecca la gestione e l'amministrazione[276]. Attraverso gli investimenti in queste imprese è possibile per gli investitori influenzare la gestione delle stesse, nell'ottica di migliorarne i meccanismi societari e i rendimenti, aumentando il valore di mercato e realizzando così un significativo guadagno (che dipende esclusivamente dalla qualità della scelta dei titoli attraverso il meccanismo di *stock picking*)[277]. Questa tipologia di fondo di investimento nasce a metà del XX secolo a opera di Alfred Winslow Jones[278]. La tecnica su cui si basano gli *hedge funds* prevede investimenti mirati e si pone come obiettivo la realizzazione di rendimenti elevati, insieme ad una sensibile riduzione del rischio connesso all'andamento del mercato. La logica perseguita da questi fondi, infatti, è potenzialmente in grado di generare rendimenti non correlati con l'andamento del mercato dove la gestione risulti particolarmente efficiente. Un'impostazione completamente opposta è invece adottata dagli investitori istituzionali tradizionali, che cercano di diversificare quanto più possibile i loro investimenti riproducendo la composizione del mercato.

Da questi primi cenni emerge già una profonda differenza tra le due tipologie di investimento rispetto alle forme di attivismo adottate. Gli *hedge funds* sono caratterizzati da un alto grado di *activism* che li vede investire basandosi su strategie definite in precedenza e attività di analisi altamente accurate e costose. Il fine ul-

[275] COSSU M., *L'attivismo degli investitori non istituzionali in Italia*, cit., pag. 398 ss.
[276] EREDE M., SANDRELLI G., *Attivismo dei soci e investimento "short-term"*, pag. 940.
[277] "*Hedge Fund: cos'è e come funziona un fondo speculativo*", FTA Online News, Milano, 1 Febbraio 2019, in www.borsaitaliana.it
[278] Jones per raggiungere il suo scopo si avvalse di modalità che non erano concesse ai fondi ordinari. Questo fu possibile sfruttando una lacuna nella normativa americana del tempo: nello specifico le regole stabilite dall'Investment Company Act (1940) si applicavano ai fondi con un numero minimo di 101 investitori. Per questo il fondo di Jones non avrebbe avuto più di 99 investitori. In Italia, gli hedge funds sono stati introdotti nel 1999, sulla scia dei limiti americani: il numero massimo di partecipanti era fissato a 200 partecipanti (abrogato nel 2008), ognuno con un investimento di almeno 500 mila euro; "*Hedge Fund: cos'è e come funziona un fondo speculativo*", cit.

timo è quello di esercitare i loro diritti nei confronti degli amministratori per fare pressione e influenzare l'attività gestoria.

Gli altri investitori, invece, sono titolari di un vastissimo numero di diritti di "*voice*" come azionisti della società, poiché i loro investimenti sono altamente diversificati e detengono portafogli decisamente ampi. La tendenza è quella di partecipare raramente alle assemblee, esercitando i loro diritti soprattutto per contrastare scelte di gestione discutibili senza però stabilire una strategia di azione a monte. In breve, grazie anche ad altri profili di carattere strutturale e disciplinare[279], in un contesto dove i legislatori tendono sempre più ad aumentare i poteri di monitoraggio delle minoranze azionarie, si sono ormai create le condizioni ideali per far sì che gli *hedge funds* perseguano le loro strategie di attivismo, sia nei contesti americani (a proprietà diffusa) che in quelli europei (a proprietà concentrata)[280].

La categoria degli *hedge funds*, sebbene si distingua per la sua vocazione attivista, non è però esente da critiche. Questi fondi, conosciuti anche come fondi speculativi[281], orientano spesso i loro obiettivi di profitto nel breve periodo. Capiamo bene che questo atteggiamento si pone in contrasto con la volontà di creare una crescita sostenibile e di lungo periodo delle società. La nuova disciplina prevista dalla Direttiva, valorizzando proprio il ruolo degli investitori di lungo periodo, implicitamente cerca di marginalizzare gli *hedge funds*, considerati appunto investitori *short term oriented*[282]. Il legislatore europeo, come già accennato, cerca di esortare gli investitori a rendere trasparente la loro politica di voto nelle emittenti partecipate, anche in considerazione del ruolo centrale che gli investitori istituzionali possono esercitare sul governo societario a livello globale[283]. Questo ci dimostra ancora una volta che l'attivismo come fenomeno isolato non è sufficiente a mi-

[279] V. EREDE M., SANDRELLI G., *Attivismo dei soci e investimento "short-term"*, pp. 941.
[280] V. EREDE M., SANDRELLI G., *Attivismo dei soci e investimento "short-term"*, pp. 942-943.
[281] La tendenza degli ultimi anni rispetto all'approccio degli investitori degli *hedge funds* prevede che questi si basino su *trend* macroeconomici: molto spesso gli investimenti di questi fondi sono associati ad eventi che hanno una forte rilevanza mediatica (ad esempio il caso Soros contro lira e sterlina). Molti casi che hanno fatto scalpore hanno contribuito a incentivare una percezione negativa degli hedge funds, soprattutto tra i soggetti che non hanno competenze specifiche in questo campo; "*Hedge Fund: cos'è e come funziona un fondo speculativo*", cit.
[282] COSSU M., *L'attivismo degli investitori non istituzionali in Italia*, cit., pag. 398 ss.
[283] STRAMPELLI G., *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo?*, cit., pag. 51-71.

gliorare la *governance* delle società, poiché è necessario accostare anche una pianificazione strategica nel lungo periodo[284].

3.1.3 *I principi e le raccomandazioni dei Codici di Stewardship.*

Le prime forme di regolamentazione che hanno recepito le nuove esigenze rispetto al coinvolgimento degli azionisti (e in particolare degli investitori istituzionali) sono stati i codici di *Stewardship*. Già dal 2010 queste fonti hanno enucleato le *best practices* più significative in materia, promuovendo l'impegno di tali soggetti e una comunicazione efficace tra azionisti e *management*.

Tra questi, un primo tentativo è rappresentato dallo *UK Stewardship Code*, adottato nel 2010 dal *Financial Reporting Council* britannico[285]. Lo scopo principale risiede nella volontà di migliorare "*the quality of engagement between institutional investors and companies to help improve long-term returns to shareholders and the efficient exercise of governance responsibilities*"[286]. Il codice si rivolge agli investitori istituzionali e ai soggetti che ne gestiscono le attività (i c.d. *asset manager*), attribuendo ai destinatari il compito di monitorare e guidare l'azione degli amministratori. L'*engagement* suggerito non si esaurisce solo nell'esercizio dell'imminente voto assembleare, ma attiene anche alla creazione di un dialogo diretto con il *board*, al fine di essere coinvolti nelle discussioni sui temi più delicati (come gestione dei rischi, strategia aziendale, *corporate governance*, remunerazioni)[287]. Brevemente, le principali raccomandazioni contenute nello *UK Stewardship Code* si concentrano su tre profili decisivi. Una volta aderito al codice, questo richiede agli investitori di pubblicare una politica che descriva le modalità attraverso cui vengono adempiuti gli impegni assunti; inoltre, è opportuno sta-

---

[284] CHIAPPETTA F., *Diritto del governo societario*, op. cit., pp. 427 e 429.
[285] Financial Reporting Council (FRC), The UK Stewardship Code, July 2010, 1, disponibile online all'indirizzo www.frc.org.uk
[286] Cit. FRC, UK Stewardship Code, ibid.
[287] "*Engagement includes pursuing purposeful dialogue on strategy, performance and the management of risk, as well as on issues that are the immediate subject of votes at general meetings*", FRC, UK Stewardship Code, ibid.

bilire un'adeguata *policy* di gestione dei conflitti di interesse (data la frequenza dell'insorgere di problematiche di questo tipo). In ultima battuta, vengono descritte le attività ritenute necessarie al fine di svolgere un monitoraggio efficace sull'operato degli altri attori dell'impresa.

Dalle previsioni codicistiche emerge non solo la volontà di delineare le circostanze in cui si ritiene opportuno l'intervento degli investitori istituzionali, ma anche una metodica individuazione delle attività volte a fronteggiare le varie situazioni, che possono presentare un diverso grado di gravità. Gli investitori devono dotarsi di linee guida attraverso cui orientare il proprio intervento nelle dinamiche della società con il fine di proteggere lo *shareholder value*[288]. Il codice britannico offre dunque una nuova visione di *engagement* degli investitori istituzionali. L'obiettivo è dotare la categoria di linee guida capaci di incentivare condotte più attive, affiancate da una visione *long term*[289].

La portata innovativa di questo codice di *Stewardship* è ben nota agli studiosi di *corporate governance*[290] e la sua pubblicazione ha ispirato una serie di altre iniziative. Nel 2011 l'*European Fund and Asset Management Association* ha approvato il *Code for external governance*[291] con lo scopo di migliorare, attraverso principi e raccomandazioni, la trasparenza e l'interazione tra le principali i*nvestment management companies* e le emittenti in cui investono[292]. In Italia, nel 2013, Assogestioni ha approvato una propria codificazione delle *best practices* in materia denominata *"Principi italiani di stewardship"*[293] e indirizzata alle società che svolgono attività di gestione collettiva del risparmio, le cui previsioni si ispirano ai principi enunciati nel codice EFAMA[294].

---

[288] "*a method of protecting and enhancing shareholder value*", Cfr. FRC, The UK Stewardship Code, ibid., Principle 4, 7.
[289] Cfr. EREDE M., SANDRELLI G., *Attivismo dei soci e investimento "short-term"*, pp. 945 ss.
[290] E non solo, dato che la stessa Commissione europea ha più volte fatto riferimento al suddetto Codice nel Green Paper; Cfr. Green Paper.
[291] EFAMA Stewardship Code Principles for asset managers' monitoring of, voting in, engagement with investee companies, di seguito "EFAMA". Disponibile al link: https://www.efama.org/Publications/Public/Corporate_Governance/EFAMA%20Stewardship%20Code.pdf#search=code%20external%20governance
[292] Per i singoli principi del codice V. MONTALENTI P., *Mercati finanziari*, cit., pag. 960.
[293] Aggiornato nel 2016 e reperibile in www.assogestioni.it/articolo/principi-italiani-di-stewardship
[294] V. MONTALENTI P., *Mercati finanziari*, cit., pag. 961.

Le *best practices* e le linee guida enucleate da tutte queste fonti autoregolamentari forniscono delle indicazioni per gli investitori istituzionali, a cui prescrivono di orientare la propria strategia sulla base di una valutazione delle emittenti in cui investono.

Quello che si auspica è un investimento da cui scaturisca un esercizio consapevole dei diritti (specialmente con riguardo al voto) e l'adozione di una strategia di lungo termine che possa contribuire a una gestione più sostenibile dell'emittente. Da notare che questi principi sono emanati dalle società di investimento e rivolti agli investitori stessi e per tale ragione non possono influire direttamente sulle società quotate. Un'influenza si avrà, eventualmente, solo a livello indiretto, nel caso in cui gli investitori aderiscano al codice rispettando le *policy* ivi contenute. In questa prospettiva un apporto significativo alla causa potrebbe pervenire da un'altra fonte autoregolamentare, i codici di autodisciplina delle società quotate[295]. La pratica di individuare e codificare le *best practices* in materia di governo societario nasce nel Regno Unito per poi diffondersi in Europea. Ad oggi, queste fonti costituiscono un vero punto di riferimento nel quadro delle regole applicabili alle società quotate, nonché un elemento che spinge verso la (lenta) armonizzazione del diritto societario applicabile al mercato europeo. I codici, pur essendo adottati a livello nazionale, si mostrano decisamente allineati sulle corrette pratiche di governo societario da perseguire e risultano ben comprensibili anche agli investitori stranieri. I principi e le raccomandazioni sono la risposta agli stimoli e alle esigenze emerse dai mercati e puntano verso un obiettivo comune, il successo sostenibile. Se nel 2016 le fonti di autodisciplina mostravano ancora una scarsa attenzione al tema degli investitori istituzionali, il mercato già ne aveva individuato l'importanza. Questa è stata recepita a livello codicistico nel biennio 2018/2019, momento in cui si è assistito a una fase di aggiornamento dei codici in diversi Paesi[296]. Per la prima volta si assiste a una vera e propria uniformità nella scelta delle linee direttrici lungo cui orientare i meccanismi di governo societario. Le principali novità riguardano la composizione dei *board* nel perseguimento di una

[295] V. MONTALENTI P., *Mercati finanziari*, cit., pag. 961.
[296] Da ultimo, il Codice di Corporate Governance di Borsa Italiana, la cui versione aggiornata risale a gennaio 2020 e che si applicherà dal primo esercizio del 2021.

corretta *corporate governance*, la presa in considerazione dell'impatto delle attività sull'ambiente e sulla società civile, una maggior trasparenza a livello di remunerazioni e un miglior rapporto tra impresa e mercato e, in particolare, il dialogo con gli investitori istituzionali[297].

Contemporaneamente e parallelamente all'evoluzione delle *practices* delle società quotate, anche i codici di *stewardship* sono stati modificati ed aggiornati, incidendo in particolar modo sulla struttura, sui contenuti e sui destinatari[298]. L'interesse principale a livello contenutistico si concentra sicuramente sugli obblighi informativi, nonché sull'incorporazione e il perseguimento della sostenibilità e sull'aumento delle attività di investimento coperte dal codice. Viene richiesto espressamente agli investitori di tenere conto dei fattori ambientali, sociali e di *governance*, ma si prevede anche il rispetto delle esigenze dei clienti finali. I firmatari devono spiegare le proprie scelte, i principi che ispirano la loro strategia e devono dar conto di come questi fattori siano adeguati all'adempimento dei loro doveri fiduciari[299], spiegandone l'esercizio correlato alle varie categorie del loro portafoglio di investimenti. I nuovi codici individuano come destinatari non solo i c.d. *service provider*, ma anche i fondi pensione e le società di assicurazione. Questa scelta viene giustificata tenendo conto che estendendo l'ambito soggettivo è possibile creare un quadro normativo più armonizzato e idoneo a permette a tutti gli attori dell'investimento di allinearsi, perseguendo gli stessi fini e seguendo gli stessi principi.

È quindi opportuno segnalare l'importanza che l'adesione ai codici di *stewardship* svolge non solo per gli investitori istituzionali, ma anche nei confronti del mercato e delle società emittenti stesse, come indice rispetto all'assunzione di un impegno serio degli investitori nell'adottare una prospettiva di creazione di valore sosteni-

[297] Per comprendere meglio l'importanza e il lavoro di aggiornamento nei singoli Paesi: V. Relazione 2019 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate, 7° Rapporto sull'applicazione del codice di autodisciplina, Comitato per la Corporate Governance, Ottobre 2019, pp. 5-25.
[298] V. Relazione 2019 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate, cit., pp. 29-32. In particolare, sono stati aggiornati il Codice EFAMA, il Codice di Assogestioni in Italia e lo UK Stewardship Code.
[299] Cfr. The UK (2020) Stewardship Code, Principio 7.

bile e orientata al lungo termine[300]. In altre parole, l'adesione di un investitore a un codice di *stewardship* può essere un segnale che esprime la volontà dello stesso di impegnarsi nel coinvolgimento nelle dinamiche delle società e di un'attenzione a incrementare il valore del portafoglio azionario rispetto ai clienti. Un'adeguata pubblicità rispetto a tale adesione può destare l'attenzione di diversi soggetti tra cui, *in primis*, i beneficiari finali degli investimenti, diretti interessati degli effetti economici. Ai risparmiatori viene così fornito un parametro per valutare i risultati dell'investitore. Inoltre, anche gli altri azionisti di una società emittente possono essere interessati a conoscere questa informazione, soprattutto in occasione di proposte provenienti dagli investitori istituzionali. In questi casi, infatti, risulta per loro difficile valutare se l'impatto sia positivo o negativo, principalmente a causa delle asimmetrie informative tipiche del settore. Infine, possono essere colpiti da questa scelta anche gli amministratori delle società partecipate, poiché verrebbero a contatto con investitori già orientati a perseguire una politica di impegno di lungo termine. Questa consapevolezza potrebbe giovare a un dialogo costruttivo di questi due soggetti rispetto alla strategia aziendale, aprendo una possibilità di confronto sugli obiettivi da perseguire. Dalla parte degli investitori, l'adesione a un codice di *stewardship*, pur comportando dei costi, rappresenta sicuramente un'opportunità poiché ne derivano incentivi economici, giuridici, ma soprattutto reputazionali[301].

3.2 La portata innovativa della *Shareholder Rights Directive II*.

3.2.1 *Il contesto europeo.*

I concetti finora esposti hanno ricevuto particolare attenzione fin da subito dopo la crisi finanziaria del 2008, destando l'interesse di molti soggetti a livello interna-

[300] ALVARO S., MAUGERI M., STRAMPELLI G., *Investitori istituzionali,* cit., pp. 58-62.
[301] Per approfondire V. ALVARO S., MAUGERI M., STRAMPELLI G., *Investitori istituzionali,* cit., pp. 58-62.

zionale. La mancanza di un *engagement* da parte degli investitori istituzionali e, in generale, l'adozione di *policy* non rispondenti alle logiche di trasparenza e valorizzazione nel lungo periodo hanno sicuramente contribuito a indebolire la *corporate governance* delle società quotate, suscitando un dibattito su quale possa essere un rinnovato ruolo di questi soggetti rispetto alle esigenze più attuali.

I c.d. *market failures* emersi dalla crisi finanziaria hanno indotto le istituzioni europee ad accelerare il processo di innovamento del diritto societario, che ormai da tempo si ravvisava come necessario[302]. Le carenze a cui la Direttiva ha cercato di fornire una possibile soluzione in tema di investimento, sono frutto della presenza di elementi (tipicamente finanziari) che disincentivavano l'impegno degli azionisti nelle società partecipate. A titolo esemplificativo, possiamo riferirci al grado di liquidità dei mercati finanziari[303] poiché un mercato liquido agevola il disinvestimento, che si pone come un'alternativa all'*engagement* e ai diritti di *voice* per esprimere il dissenso. In aggiunta possiamo richiamare i rischi di *free rider*[304], le frequenti occasioni di conflitti di interesse, ma anche l'orizzonte temporale adottato nelle strategie di investimento[305]. Il mancato impegno degli investitori e dei gestori e, contemporaneamente, la pressione dei mercati finanziari verso l'ottenimento di risultati di breve termine hanno come conseguenza la messa a repentaglio dei benefici non finanziari. Tra i vari rischi ricordiamo che una tale impostazione può determinare livelli troppo esigui di investimenti, soprattutto in settori di rilievo come la ricerca e sviluppo con conseguenze negative per tutta la società civile[306].

In linea generale, i problemi principali in materia di investimento istituzionale toccati dalla *Shareholder Rights Directive II* riguardano l'insufficiente impegno e

---

[302] Cfr. Considerando (2), Direttiva: "*La crisi finanziaria ha messo in evidenza che, in molti casi, gli azionisti hanno sostenuto l'assunzione di rischi eccessivi a breve termine da parte dei dirigenti. Inoltre, vi sono prove evidenti della frequente inadeguatezza e dell'attenzione troppo incentrata sui rendimenti a breve termine dell'attuale livello di «controllo» delle società partecipate e di impegno degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi, che possono condurre a un governo societario e a risultati non ottimali*."

[303] COSSU M., *L'attivismo degli investitori non istituzionali in Italia*, cit., pag. 398 ss.

[304] Si fa riferimento alle situazioni dove un soggetto beneficia di determinati beni e servizi senza sopportane il costo, il cui pagamento viene sostenuto dalla società.

[305] CHIAPPETTA F., *Diritto del governo societario*, op. cit., pag. 428.

[306] Cfr. Considerando (15), Direttiva.

trasparenza delle politiche degli investitori, dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto. L'obiettivo principale della nuova disciplina comunitaria è rappresentato dal contributo che l'Unione può dare alla sostenibilità delle imprese, attraverso la creazione di condizioni propizie per un intervento degli azionisti nelle dinamiche societarie e un miglioramento delle modalità di esercizio transfrontaliero del diritto di voto delle minoranze societarie.

Tramite una catena di investimento più efficiente sarà possibile aumentare la competitività delle società europee, raggiungendo risultati di natura finanziaria e non (come la creazione di posti di lavoro e/o benefici di natura sociale). La caratteristica principale del nuovo approccio consiste nella consapevolezza che un miglior esercizio dei diritti degli azionisti rappresenta il primo passo verso un sistema di governo societario più efficiente, ma non può essere l'unico fattore a dover essere incentivato e tenuto in considerazione. Queste misure, infatti, devono essere accompagnate da altre supplementari che garantiscano un coinvolgimento anche dei portatori di interesse non rientranti nella categoria degli azionisti[307]. Dopo molto tempo l'attenzione, che era precedentemente focalizzata solo su aspetti tecnici di *corporate governance*, si sposta dunque sugli interessi degli *stakeholder* e, in particolare, dei lavoratori dipendenti delle società[308]. Sul tema, gli investitori istituzionali possono svolgere un ruolo fondamentale.

Con riguardo a questa particolare categoria di investitori, l'orientamento generale della Direttiva persegue la finalità di aumentare il livello e la qualità dell'attività

[307] Cfr. Considerando (2 *bis*), Relazione sulla proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti e la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda taluni elementi della relazione sul governo societario, Relatore Sergio Cofferati: "*Un maggiore coinvolgimento degli azionisti nel governo delle imprese è una delle leve che può contribuire a un miglioramento dei risultati, finanziari e non finanziari, di queste ultime. Ciononostante, dal momento che i diritti degli azionisti non sono l'unico fattore a lungo termine di cui si deve tenere conto nel governo delle imprese, è opportuno che siano accompagnati da misure supplementari tese a garantire un maggiore coinvolgimento di tutti i portatori di interesse, in particolare i dipendenti, le autorità locali e la società civile.*".

[308] V. MONTALENTI P., *Investitori istituzionali e amministratori nelle società quotate: problemi e proposte*, in "Orizzonti del diritto commerciale", 2016, fasc. 1. pag. 4. Con riferimento alle considerazioni sugli *stakeholder* si veda anche: Relazione sulla proposta di direttiva del Parlamento europeo, cit., Considerando n. 2 *bis*, n.15, n. 17.

degli stessi e dei gestori di attivi verso le società emittenti e di garantire affidabilità e qualità delle consulenze in materia di voto[309].

Prima di analizzare gli obblighi di trasparenza informativa, si rende opportuno segnalare che la *SHRD II* è particolarmente attenta a incentivare il coinvolgimento degli investitori istituzionali, proprio perché riconosce la loro funzione di *stewardship* come un elemento di rilievo centrale per garantire un efficace sistema di governo societario[310].

Non è sufficiente solo un loro maggiore impegno, bensì si richiede che le informazioni che questi forniscono in merito alla strategia di investimento e all'attuazione della medesima siano chiare, comprensibili e reperibili. La trasparenza può influenzare positivamente i beneficiari finali, rendendoli più consapevoli e consentendo loro di ottimizzare il loro investimento. Una comunicazione al pubblico efficace può avere molti riflessi, tra cui il rafforzamento dell'obbligo per gli investitori di rendere conto ai risparmiatori e all'intera società civile rispetto al loro operato[311]. L'allineamento tra gli interessi di tutti i soggetti coinvolti (quali beneficiari finali, investitori, gestori e società partecipate) è il primo passo per muoversi verso un'assunzione fisiologica di strategie di investimento orientate nel lungo periodo[312].

3.2.2 *La politica di impegno degli investitori istituzionali: regole per una "engagement policy" sostenibile.*

Passando a un'analisi più tecnica dei profili di rilievo della nuova disciplina, la prima previsione che desta interesse riguarda la politica di impegno degli investitori istituzionali[313] e dei gestori di attivi, disciplinata dall'articolo 3-*octies*[314].

[309] MONTALENTI P., *Mercati finanziari*, cit., pag. 959.
[310] Considerando (15), Direttiva.
[311] Cfr. Considerando (16), Direttiva.
[312] CHIAPPETTA F., *Diritto del governo societario*, op. cit., pag. 438.
[313] Definizione all'art. 1, par. 2, lett. e): " «*investitore istituzionale*»: *i) un'impresa che svolge attività di assicurazione nel ramo vita ai sensi dell'articolo 2, paragrafo 3, lettere a), b) e c), della di-*

La Direttiva, rivolgendosi agli Stati membri, garantisce che gli investitori e i gestori di attivi rispettino precisi obblighi nello svolgimento delle loro attività. Una prima tipologia di oneri riguarda lo sviluppo e la comunicazione di una politica di impegno, volta a contrastare l'atteggiamento tendenzialmente apatico e passivo di tali soggetti. Le nuove regole in materia sono volte a garantire un regime di trasparenza rispetto all'*engagement* dichiarato e a quello effettivamente realizzato nell'esercizio dei loro diritti in quanto azionisti delle società in cui investono[315]. Grazie a queste informazioni sarà possibile valutare e misurare l'effettiva serietà degli investitori. Il contenuto di questa politica deve illustrare le modalità con cui viene integrato l'impegno in qualità di azionisti nella strategia di investimento; la stessa deve essere comunicata insieme agli accordi con i gestori di attivi[316]. L'articolo 3-*octies* stabilisce che "[…] *La politica descrive le modalità con cui monitorano le società partecipate su questioni rilevanti, compresi la strategia, i risultati finanziari e non finanziari nonché i rischi, la struttura del capitale, l'impatto sociale e ambientale e il governo societario, dialogano con le società partecipate, esercitano i diritti di voto e altri diritti connessi alle azioni, collaborano con altri azionisti, comunicano con i pertinenti portatori di interesse delle società partecipate e gestiscono gli attuali e potenziali conflitti di interesse in relazione al loro impegno*"[317].

---

rettiva 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e di riassicurazione quale definita all'articolo 13, punto 7, di tale direttiva, purché tali attività coprano gli obblighi di assicurazione nel ramo vita, e che non sia esclusa ai sensi di tale direttiva; ii) un ente pensionistico aziendale o professionale che rientra nell'ambito di applicazione della direttiva (UE) 2016/2341 del Parlamento europeo e del Consiglio, in conformità dell'articolo 2, a meno che uno Stato membro abbia deciso di non applicare tale direttiva in tutto o in parte a detto ente pensionistico a norma dell'articolo 5 della medesima direttiva."

[314] Cfr. Art. 3-*octies*, Direttiva.

[315] BONOMO F., *Per gli investitori istituzionali sfida dell'"engagement policy"*, in "Norme e Tributi", 5 agosto 2019, pag. 18.

[316] La definizione dei singoli elementi risente fortemente delle fonti di *soft law*, come i codici di *stewardship*.

[317] Cit. Art. 3-*octies*, par. 1, lett. a), Direttiva; con riferimento ai conflitti di interesse, Cfr. Considerando (17), Direttiva; Art. 3-*octies*, par. 3, Direttiva: "*In merito alle attività di impegno si applicano altresì le norme relative ai conflitti di interesse applicabili agli investitori istituzionali e ai gestori di attivi, compresi l'articolo 14 della direttiva 2011/61/UE, l'articolo 12, paragrafo 1, lettera b), e l'articolo 14, paragrafo 1, lettera d), della direttiva 2009/65/CE e le relative norme di esecuzione, nonché l'articolo 23 della direttiva 2014/65/UE*."

Il secondo obbligo prescritto dalla Direttiva si riferisce al livello di comunicazione che deve essere garantito tramite la pubblicazione, con cadenza annuale, di una relazione avente ad oggetto modalità di attuazione dell'*engagement policy*.

Gli investitori e i gestori di attivi devono, infatti, rendere note al pubblico le principali scelte e i comportamenti adottati nell'esercizio dei diritti di *voice*, illustrando i voti espressi più significativi e, se del caso, spiegando il ricorso alla consulenza dei *proxy advisor*[318]. La decisione di riconoscere all'investitore la facoltà di non rendere noto ogni singolo voto esercitato risponde a esigenze di riduzione degli oneri amministrativi. Per questo gli investitori possono stabilire i criteri per valutare i voti non ritenuti significativi (tenendo in considerazione l'oggetto della votazione o l'entità della partecipazione nella società). Una volta applicati tali parametri, però, gli stessi non possono esimersi dalla comunicazione dei voti ritenuti invece rilevanti. L'alternativa tra procedere alla pubblicazione o meno può essere esercitata solo in relazione a quelli identificati come non significativi (che possono includere voti su questioni procedurali o nei casi di partecipazione nella società minima)[319]. Queste forme puntuali di *disclosure* in tema di votazioni suggeriscono il riconoscimento di questo diritto come strumento centrale per permettere alle minoranze azionarie di intervenire sulle decisioni strategiche delle imprese.

Il resoconto di tutte le attività sopra descritte deve essere reso disponibile al pubblico in modo che sia reperibile gratuitamente ed attraverso mezzi facilmente accessibili (come il sito internet dell'investitore). Nel caso in cui il gestore o l'investitore decidano di non adempiere agli obblighi e quindi di non comunicare la propria politica di impegno o le modalità della sua attuazione, questi devono fornire una comunicazione chiara e motivata delle ragioni alla base di questa decisione nel rispetto del principio del *comply or explain*[320]. Grazie alle nuove previsioni, che dovrebbero aumentare l'attenzione verso l'*engagement policy* degli investitori e dei gestori, è ragionevole sperare che gli stessi trovino uno strumento

---

[318] BONOMO F., *Per gli investitori istituzionali,* cit., pag. 18.
[319] Cfr. Considerando (18), Direttiva: "*Gli investitori istituzionali e i gestori di attivi dovrebbero comunicare al pubblico le informazioni sull'attuazione della loro politica di impegno, soprattutto in che modo hanno esercitato i loro diritti di voto*."
[320] V. Par. 3.3.

efficace per dimostrare il loro approccio all'impegno come azionisti delle società partecipate. L'elaborazione della politica non deve fermarsi a un mero adempimento formale, poiché può rappresentare una concreta occasione per dar voce a questi soggetti e per responsabilizzare la loro attività.

L'obiettivo ultimo è quello di poter spiegare con quali modalità gli investitori intendono impegnarsi e quale sia la loro strategia di investimento[321]. È sensato pensare che, in ragione di questa nuova disciplina e delle esigenze ravvisate dalla società civile, l'impegno degli investitori verso le emittenti partecipate sarà costante e più attento alla dimensione sostenibile dell'impresa (intesa nella sua declinazione dei fattori *ESG*)[322].

3.2.3 *Gli accordi con i gestori di attivi e gli obblighi di disclosure: "investment strategy".*

La Direttiva prosegue analizzando il ruolo dei gestori di attivi[323], disciplinandone i profili più delicati. Il diciannovesimo Considerando riconosce la centralità di un approccio improntato sul medio e lungo termine anche con riferimento alla gestione di attivi[324]. Infatti, il legislatore ha ravvisato la necessità di estendere gli

[321] Cfr. Considerando (17), Direttiva: "*Gli investitori istituzionali e i gestori di attivi dovrebbero pertanto dimostrare maggiore trasparenza per quanto concerne il loro approccio nei confronti dell'impegno degli azionisti. Essi dovrebbero elaborare e comunicare al pubblico una politica di impegno degli azionisti o spiegare per quale motivo hanno deciso di non procedere in tal senso. La politica di impegno degli azionisti dovrebbe illustrare le modalità attraverso le quali gli investitori istituzionali e i gestori di attivi integrano tale impegno nella loro strategia di investimento e quali diverse attività di impegno scelgono di condurre e in che modo*."

[322] Un atteggiamento in senso contrario non gioverebbe alla loro reputazione, Cfr. BONOMO F., *Per gli investitori istituzionali,* cit., pag. 18.

[323] Definizione all'art. 1, par. 2, lett. f): " *«gestore di attivi»: un'impresa di investimento quale definita all'articolo 4, paragrafo 1, punto 1, della direttiva 2014/65/UE che presta servizi di gestione del portafoglio agli investitori, un GEFIA (gestore di fondi di investimento alternativi) quale definito all'articolo 4, paragrafo 1, lettera b), della direttiva 2011/61/UE che non soddisfa le condizioni per una deroga ai sensi dell'articolo 3 della stessa direttiva o una società di gestione quale definita all'articolo 2, paragrafo 1, lettera b), della direttiva 2009/65/CE oppure una società di investimento autorizzata a norma della direttiva 2009/65/CE, purché non abbia designato per la sua gestione una società di gestione autorizzata ai sensi della stessa direttiva*."

[324] Considerando (19), Direttiva: "*Un approccio a medio e lungo termine è un fattore chiave della gestione responsabile degli attivi. Di conseguenza gli investitori istituzionali dovrebbero comunicare al pubblico, […] le informazioni che illustrano in che modo gli elementi principali della loro*

obblighi di comunicazione anche a questi soggetti, nel quadro del più generale perseguimento dell'implementazione del principio di trasparenza nel governo societario come obiettivo primario dell'Unione europea.

Il rapporto tra i gestori di attivi e gli investitori è generalmente regolato da accordi bilaterali, volti a disciplinare i casi in cui l'investimento sia operato dal gestore per conto dell'investitore. L'articolo 3-*nonies*[325] stabilisce una serie di informazioni che l'investitore istituzionale deve comunicare al pubblico in relazione al verificarsi di tale circostanza. La decisione del legislatore di stabilire un elenco di "*requisiti minimi*"[326] in tema di informazione giova sicuramente a tutti gli investitori di minori dimensioni, poiché l'obiettivo dell'articolo in esame è la creazione di un certo livello di trasparenza sull'operato dei gestori tale per cui sia consentito agli investitori operare una valutazione sulle decisioni degli stessi.

Il successivo articolo 3-*decies* contiene, invece, un riferimento mirato rispetto alle nuove previsioni in tema di trasparenza dei gestori di attivi. La legislazione nazionale deve assicurare, tramite il recepimento della Direttiva, che questi soggetti comunichino all'investitore istituzionale (con riferimento agli accordi di cui all'articolo 3-*nonies*) come la strategia di investimento e la sua attuazione siano in linea con l'accordo e come questa contribuisca al rendimento nel medio lungo termine degli attivi dell'investitore istituzionale. Gli elementi principali di tali obblighi informativi possono essere suddivisi in tre categorie: in primo luogo viene richiesta una relazione che illustri i principali rischi (di medio e lungo termine) associati agli investimenti, il ricorso ai consulenti in materia di voto, tutte le informazioni necessarie a conoscere il portafoglio (composizione, rotazione, costi) e la

---

strategia di investimento azionario sono coerenti con il profilo e la durata delle loro passività e in che modo tali elementi contribuiscono al rendimento a medio e lungo termine dei loro attivi. In caso di ricorso a gestori di attivi, [...] gli investitori istituzionali dovrebbero comunicare taluni elementi chiave dell'accordo con il gestore di attivi […]. Ciò contribuirebbe a un corretto allineamento degli interessi tra i beneficiari finali degli investitori istituzionali, i gestori degli attivi e le società partecipate e potenzialmente allo sviluppo di strategie di investimento di lungo periodo e di rapporti più a lungo termine con le società partecipate che comportano l'impegno degli azionisti."

[325] Art. 3-*nonies*, par. 2, Direttiva.

[326] Per i singoli elementi dell'informativa da parte dell'investitori: V. Art. 3-*nonies*, par. 2, lett. a), b), c), d), e), Direttiva.

politica di concessione di titoli in prestito[327]. In secondo luogo, è necessario comunicare le informazioni relative alle decisioni adottate (e come vengono attuate) con riguardo agli investimenti basati su valutazioni di medio e lungo termine e illustrarne i risultati finanziari[328]. Infine, si ravvisa la necessità di una adeguata *disclosure* sui conflitti di interesse (e sulle modalità di gestione), da cui l'attività del gestore non è esente[329].

Le informazioni che il gestore fornisce all'investitore istituzionali sono funzionali alla valutazione da parte del secondo sulla modalità di gestione e se queste ultime siano in linea con gli interessi superiori di lungo termine, nonché se il gestore attui una strategia che permette un *engagement* efficiente. La possibilità per l'investitore di poter analizzare l'attività del gestore e la sua adeguatezza rispetto agli obiettivi concretamene perseguiti è un elemento centrale per ottenere un maggior impegno degli azionisti.

3.3 Il principio del *comply or explain*.

La nuova disciplina in materia di doveri di trasparenza prevista dalla *SHRD II*, così come i provvedimenti di recepimento[330] e le raccomandazioni dei Codici di

[327] Per un approfondimento, Cfr. Considerando (21), Direttiva: *"[…] Il livello di rotazione del portafoglio è un indicatore significativo per valutare se i processi del gestore di attivi siano pienamente allineati alla strategia identificata e agli interessi dell'investitore istituzionale, e determina se il gestore di attivi detiene azioni per un periodo di tempo tale da consentirne l'impegno con la società in modo efficace. L'alta rotazione del portafoglio può essere un indicatore di una mancanza di convinzione nelle decisioni di investimento e di un comportamento congiunturale, […] D'altro canto, una rotazione inaspettatamente bassa può essere sintomatica di una mancanza di attenzione nei confronti della gestione dei rischi o di un passaggio a un approccio di investimento più passivo. […]*"

[328] Per un approfondimento, Cfr. Considerando (22), Direttiva: "*[…] Dette informazioni sono particolarmente utili per stabilire se il gestore di attivi adotta un approccio alla gestione degli attivi attivo e orientato al lungo periodo e tiene conto delle questioni sociali, ambientali e di governance."*

[329] Per un approfondimento, Cfr. Considerando (23), Direttiva: "*Il gestore di attivi dovrebbe fornire all'investitore istituzionale adeguate informazioni se, e in caso affermativo quali, conflitti di interesse siano sorti in relazione alle attività di impegno e in che modo sono stati affrontati. Ad esempio, i conflitti di interesse possono impedire al gestore di attivi di votare oppure di impegnarsi del tutto. Tutte queste situazioni di conflitto dovrebbero essere comunicate all'investitore istituzionale.*"

[330] Cfr. Art. 124, TUF.

Stewardship, rispondono al principio del *comply or explain*. Tutti i soggetti a cui sono rivolte tali disposizioni (investitori istituzionali, gestori di attivi e consulenti in materia di voto) godono di un'apprezzabile flessibilità rispetto alla comunicazione del loro *engagement*.

Infatti, la peculiarità di tale principio risiede nella possibilità per questi soggetti di scegliere tra adeguarsi alle disposizioni normative in materia o fornire una comunicazione al pubblico rispetto alla scelta di non adempiere. Entrambe le scelte sono ritenute legittime, ma, in caso di discostamento dagli obblighi, il soggetto che decide di non comunicare in tutto o in parte le informazioni prescritte deve spiegare in maniera "*chiara e motivata*"[331] le ragioni di tali scelte. Quello che il legislatore comunitario auspica è un uso appropriato di tale libertà, al fine di strutturare un'informazione al pubblico adeguata e una comunicazione efficiente sul mercato rispetto ai criteri che orientano la *stewardship* degli investitori.

L'obiettivo di tale principio (condiviso anche dalle disposizioni normative) non è rappresentato dall'adozione di un *comply* "assoluto" da parte degli investitori. La principale novità della disciplina risiede proprio nella legittimità dell'adempimento tanto quanto del non adempimento. La scelta deve essere frutto di una decisione adottata con un percorso logico e argomentato e deve corrispondere alle caratteristiche strutturali e alle dimensioni dell'investitore, nonché al contesto in cui opera. La Direttiva stessa, tramite il riferimento esplicito al rispetto del principio in questione, vuole evitare che gli investitori, gestori e consulenti adottino una soluzione univoca che gli permetterebbe di adeguarsi alle norme legislativa ma che non rispecchierebbe le loro esigenze. Per una corretta valutazione dell'investimento è necessaria la divulgazione di informazioni chiare, precise e accessibili (sia con riferimento al *comply* che all'*explain*)[332].

---

[331] Così all'art. 3-*octies*, par. 1 e all'art. 3-*undecies*, par.1, Direttiva.

[332] Quando un investitore decide, rispetto ad una determinata disposizione o elemento della stessa, di adeguarsi, lo deve fare se è capace di poter fornire delle informazioni affidabili e congrue alla scelta operata. Gli argomenti che portano a tali decisioni devono essere forti, poiché un adeguamento fittizio potrebbe avere risvolti critici. Stiamo comunque parlando di adeguarsi ad una disposizione e quindi ad assumersi l'impegno di adempiere a questa: il *comply* può essere riferito ad una visione di più ampio respiro, dato che comporta non solo l'adempimento alla singola disposizione ma anche alla natura intrinseca della stessa, che deve riscontarsi nell'attività generale dell'investitore. Quando il percorso ragionato non porta all'adempimento delle disposizioni, diven-

Possiamo quindi concludere che gli investitori istituzionali nella comunicazione rispetto alla politica di impegno e alle informazioni sull'accordo con i gestori godono di ampi margini di discrezionalità con cui possono procedere a derogare le previsioni legislative. Il principio del *comply or explain* e la legittimazione delle scelte adottate è un tema già emerso e trattato da vari organi, come comitati di *corporate governance*[333] e la Commissione europea. Con riferimento alla comunicazione al pubblico rispetto alla politica di *engagement* degli investitori e all'attuazione della stessa vige un'unica aspettativa fondamentale: le informazioni fornite devono rispondere ad alti *standard* qualitativi, che garantiscano un buon livello di trasparenza rispetto agli investimenti. Una volta terminato il procedimento di trasposizione della *SHRD II* ed entrate in vigore le modifiche legislative nazionali del caso, gli investitori dovranno prendere una decisione in merito alle nuove previsioni sulle politiche di impegno. Sia in caso di *comply* che di *explain*, i soggetti interessati dovranno comunicare i cambiamenti e le decisioni prese in materia di *engagement* e di esercizio del diritto di voto. I dati raccolti successivamente permetteranno di valutare la sensibilità degli investitori rispetto ai nuovi principi di trasparenza e al loro ruolo nelle società partecipate.

3.4 La preparazione degli investitori istituzionali al recepimento della Direttiva.

La *Shareholder Rights Directive II*, di cui conosciamo gli ambiziosi obiettivi in tema di coinvolgimento degli azionisti nel lungo periodo, rappresenta un'opportunità storica per tentare di migliorare sensibilmente la *corporate gover-*

ta necessario procedere all'*explain*, che deve essere ugualmente motivato e comunicato in modo chiaro ed esaustivo. Molto spesso un non adempimento accompagnato da una spiegazione strutturata, motivata e coerente con le caratteristiche dell'investitore ha un effetto molto più positivo rispetto ad un mero adempimento. La soluzione più auspicabile sarebbe un combinato tra *comply* ed *explain*; V. Considerazioni sul principio del *comply or explain*, Mefob e Assofondipensione, novembre 2020.

[333] Lo stesso principio si trova anche alla base dei codici di *corporate governance*, per i quali sono stati individuati dei puntuali criteri utili alla stesura della motivazione delle deroghe, i quali pur riferendosi alle società emittenti possono essere usati anche per gli investitori; BALP G., *Regulating Proxy Advisors through transparency: Pros and Cons of the EU Approach*, paper in "European Company and Financial Law Review", Marzo 2016, Vol. 14, N. 1., pp. 18-19.

nance delle quotate. Questo permetterebbe, inoltre, un'evoluzione del mercato verso un capitalismo più sostenibile, basato su meccanismi più giusti, trasparenti e orientati al rispetto degli interessi di tutti gli *stakeholder*.

Il percorso che porta gli investitori istituzionali a orientarsi verso una strategia di investimento più responsabile e che integri i fattori sociali e medio ambientali, necessita di un intervento sia a livello legislativo (quale la *SHDR II*) che a livello di autodisciplina[334]. Il raggiungimento di tale obiettivo dipende inevitabilmente dal grado di conoscenza che i soggetti interessati hanno delle nuove regole, poiché quest'ulteriore consapevolezza comporta lo sviluppo di una nuova sensibilità rispetto a un modello societario che sia più sostenibile[335]. Sulla base di tali convinzioni, la società di gestione *Hermes Investment Management*[336] si è sempre impegnata per la promozione di un cambiamento dei sistemi di investimento nelle società di capitali, perseguendo l'intento di rendere più consapevoli gli investitori rispetto a queste nuove esigenze. Nel 2019, *Hermes* ha pubblicato uno studio, condotto insieme a *Citigate Dewe Rogerson*, che mostra il livello di conoscenza della Direttiva tra gli investitori istituzionali di alcuni Paesi europei[337]. In linea generale, il primo dato che emerge evidenzia come gli investitori (il 58% degli intervistati) siano poco informati e mal preparati per questo cambio di paradigma richiesto dal legislatore comunitario. Tuttavia, il segnale che desta maggior preoccupazione riguarda la percezione degli investitori in merito al livello di adeguamento delle proprie organizzazioni rispetto ai nuovi requisiti (infatti, solo il 3% ha affermato di essere già in linea con i nuovi *standard*). Il contenuto delle nuove misure previste dal legislatore comunitario è di notevole portata e questi cambiamenti richiedono soprattutto un'azione celere, che potrebbe mettere in difficoltà gli investitori. La capacità di colmare i vuoti di consapevolezza potrebbe essere

---

[334] Come, ad esempio, lo UK Stewardship Code (FRC) o Code for External Governance (EFAMA).
[335] GALLEGO CÓRCOLES A., *Estudio sobre la Directiva relativa al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas (nivel de conocimiento y de preparación en Alemania, los Países Bajos, Italia, España y Reino Unido)*, in "Revista de Derecho de Sociedades", 56, 2019, pag. 463.
[336] Di seguito "Hermes".
[337] HIRT H-C., JONES A., *The Shareholder Rights Directive II*, in Harvard Law School Forum on Corporate Governance, Aprile 2019, in https://corpgov.law.harvard.edu/2019/04/04/the-shareholder-rights-directive-ii/

uno dei fattori determinanti per il successo o il fallimento della nuova disciplina comunitaria, in particolare con riferimento alla transizione verso investimenti più responsabili nelle emittenti[338].

Riportando brevemente i dati emersi nei diversi Paesi (sia rispetto alla conoscenza della Direttiva sia al livello di conformità delle organizzazioni), si registrano tendenze positive (66%) rispetto al miglioramento della qualità della partecipazione degli azionisti e all'aumento dei livelli di trasparenza, come conseguenza del recepimento e dell'attuazione della *SHDR II*. Anche con riferimento all'integrazione dei fattori *ESG* nelle strategie d'investimento, un consistente numero di intervistati (68%) considera che questi contribuiscano favorevolmente al successo delle società partecipate[339]. Partendo da queste basi, è opportuno che gli investitori comprendano e adempiano nel miglior modo possibile alle loro responsabilità rispetto alle società e ai beneficiari[340]. L'analisi delle reazioni degli investitori rispetto alla nuova disciplina è particolarmente interessante sia per capire la situazione antecedente alla Direttiva che per individuare le strade da percorre per lo sviluppo delle nuove regole in materia.

In Germania, gli investitori hanno espresso il più alto grado di conoscenza della Direttiva (88% di emendamenti). In relazione al livello di *compliance* delle loro organizzazioni rispetto a questi nuovi *standard*, il 26% non sa dare una risposta e il 70% ammette di non essere conforme. Il 79% degli investitori dei Paesi Bassi conosce la nuova Direttiva e il 46% considera di compiere già con i nuovi canoni. In entrambi i Paesi si registra un marcato interesse rispetto a un sistema di investimento più trasparente e una grande sensibilità per i fattori ambientali e sociali, tanto da considerare la loro integrazione nelle scelte strategiche come un vero e proprio dovere fiduciario (73% in Germania e 58% nei Paesi Bassi)[341].

---

[338] GALLEGO CÓRCOLES A., *Estudio sobre la Directiva*, cit., pag. 464.

[339] Una notevole crescita rispetto al 2017, quando si registrava una percentuale del 48%. Gli altri dati emersi riguardano la frustrazione rispetto alla richiesta del mercato di performance short-term (37%) e alle carenze in tema di compliance rispetto a corruzione, frodi e riciclaggio (23%); Cfr. HIRT H-C., JONES A., *The Shareholder Rights Directive II*, cit., pag. 3.

[340] GALLEGO CÓRCOLES A., *Estudio sobre la Directiva*, cit., pag. 464.

[341] L'alto livello di consapevolezza in Germania è supportato dal fatto che, al momento delle interviste, era già stata stilata una bozza di testo legislativo. Il progetto di legge potrebbe, comunque, dover fronteggiare problemi di attuazione, che renderebbero il coinvolgimento degli investitori

Uno scenario parzialmente differente emerge rispetto ad altri Paesi. Tra questi, l'Italia detiene il dato più basso rispetto alla considerazione di fattori medio ambientali e sociali come parte integrante dei doveri fiduciari (solo il 19% degli intervistati)[342]. Il livello di conoscenza della Direttiva si ferma al 36% e la mancata presa di posizione rispetto all'attuale adesione ai nuovi *standard* resta alta (68%). Il maggior interesse degli investitori italiani si indirizza verso l'aumento dei livelli di trasparenza adottati dall'emittente rispetto all'esercizio del voto degli azionisti e da parte degli investitori riguardo i comportamenti di voto (76% e 80%). In una situazione simile si trova la Spagna, il cui livello di conoscenza del provvedimento comunitario si ferma al 42% circa degli intervistati. Gli investitori spagnoli registrano il dato più basso di comprensione della Direttiva, poiché il 93% di questi non conosce i rimedi che la sua organizzazione deve adottare per compiere con i nuovi requisiti richiesti. In ogni caso, la maggior parte degli intervistati riconosce l'importanza dei fattori *ESG* e la metà di questi annovera l'integrazione dei suddetti come doveri fiduciari (52%)[343], comprendendo come un loro contributo possa essere funzionale alla sostenibilità dell'impresa. Un ruolo centrale in materia è quello ricoperto dal Regno Unito, dove comunque non si è ottenuto un livello di conoscenza alto (45%). Inoltre, quasi la metà degli intervistati afferma di non sapere se la sua organizzazione compia già con i requisiti. Sicuramente i dati britannici sono dovuti al fatto che solo nel 2018 il Regno Unito ha revisionato e chiarito l'ambito di applicazione dello *Stewardship Code*, individuando le aggiunte necessarie al recepimento della Direttiva. Questo Paese è sicuramente un *leader* negli investimenti *ESG*, promuovendoli già da alcuni anni come doveri fiduciari.

---

meno efficace e impattante del previsto. Per questo è auspicabile l'adozione di un codice di autodisciplina che specifichi i requisiti di implementazione del loro ruolo. Nei Paesi Bassi il codice adottato è uno dei più longevi ed è stato recentemente aggiornato (2019): qui la strategia sostenibile è ormai ben radicata nella cultura degli investimenti responsabili. Cfr. HIRT H-C., JONES A., *The Shareholder Rights Directive II*, cit., pp. 3-4.

[342] Per gli investitori italiani si prospetta un lungo cammino per allinearsi ai contenuti della Direttiva: il primo passo da compiere riguarda proprio un processo di educazione del mercato all'integrazione dei fattori ESG e alla cultura dell'investimento sostenibile e responsabile. Nonostante l'adozione di un codice di autodisciplina, questa fatica ancora ad imporsi sugli investitori e il breve termine è ancora la prospettiva maggiormente adottata da questi soggetti. Cfr. HIRT H-C., JONES A., *The Shareholder Rights Directive II*, cit., pp. 4-5.

[343] La scarsa conoscenza dei nuovi requisiti e l'arretratezza del diritto societario spagnolo rendono il recepimento della Direttiva un'occasione unica per la Spagna, motivo per cui è richiesta una particolare attenzione da parte delle autorità domestiche. Il rischio di perdere questa opportunità è alto nel caso in cui il governo non presti la giusta attenzione all'implementazione delle nuove regole.

Gli investitori britannici considerano tali fattori come una questione etica, ma non sono pienamente in linea con l'idea che le società che si concentrano su questi elementi raggiungano risultati finanziari migliori (47%). Nonostante questo, la platea degli investitori in UK è sempre più impegnata nella lotta al *climate change* e nella promozione della *green finance*[344].

Da queste brevi considerazioni possiamo affermare che sussiste una correlazione tra un buon livello di conoscenza della Direttiva e la consapevolezza di non essere in linea con i requisiti richiesti. Comprendere quello che le nuove disposizioni chiedono agli investitori istituzionali permette loro di essere coscienti della profondità e repentinità dei cambiamenti da mettere in atto. Per queste ragioni in molti sono convinti di non riuscire a raggiungere l'obiettivo in un arco temporale relativamente breve. Contrariamente, chi ha una minor conoscenza delle disposizioni, spesso non riesce a rendersi conto della mole di lavoro necessaria per adeguarsi alle nuove esigenze. La libertà riconosciuta agli investitori, in virtù del principio del *comply or explain*, rispetto alla gestione dei confini del loro *engagement* e quindi la possibilità di determinare la loro strategia di investimento e dei conseguenti livelli di trasparenza rende il loro impegno centrale. Per questa ragione, è imprescindibile per il successo della Direttiva e il miglioramento degli investimenti che gli *asset owners* e *asset managers* comprendano la portata dei loro doveri fiduciari e compiano con i nuovi requisiti richiesti dal legislatore comunitario.

[344] Cfr. HIRT H-C., JONES A., *The Shareholder Rights Directive II*, cit., pag. 6.

Sezione II: L'impatto della *Shareholder Rights Directive II* sui consulenti di voto (o "*proxy advisor*").

3.5 Evoluzione storica del ruolo dei *proxy advisor*.

In tema di esercizio del diritto di voto in assemblea da parte degli azionisti, trova sempre più spazio la figura dei consulenti di voto o *proxy advisor*. Il termine individua quelle entità specializzate nell'erogazione di una serie di servizi riguardanti la gestione dell'*iter* per procedere alla votazione in assemblea, anche raccogliendo o incentivando le deleghe di voto. I principali clienti di questi soggetti sono gli investitori istituzionali che, come abbiamo già visto, sono titolari di questo diritto in quanto azionisti delle società in cui investono. Il ricorso alla consulenza dei *proxy advisor* si ha soprattutto nei casi di investimenti transnazionali. Questa prassi registra una crescita costante e spesso fa emergere criticità correlate alla mancanza di trasparenza nei meccanismi di *governance* e alla difficoltà che questi soggetti incontrano nel reperire le informazioni necessarie.

Il fenomeno della consulenza in materia di voto nasce negli Stati Uniti d'America intorno al 1980, per approdare solo più tardi nel panorama europeo. Il sistema dei *proxy advisor* si sviluppa più favorevolmente in un contesto come quello americano, dove gli investitori sono soggetti a doveri fiduciari puntuali rispetto a ogni voto emesso (come nel caso dei *mutual funds*). Il fenomeno, però, si è diffuso e consolidato rapidamente anche in Europa, dove l'obbligo di voto non è né richiesto dalle regolamentazioni né avvertito come dovere da parte dei vari investitori[345]. Per rendere più agevole e meno costosa la votazione, questi soggetti sempre più spesso ricorrono alle raccomandazioni stilate dai consulenti. Tale prassi si spiega in ragione di diversi fattori come, ad esempio, l'aumento di investitori stranieri e la presenza di codici di autodisciplina che, seppur non vincolanti, incenti-

[345] BALP G., *Regulating Proxy Advisors*, cit., pp. 1-2.

vano la *stewardship* incoraggiandoli non solo a esercitare il diritto di voto, ma anche a comunicare in modo trasparenze le loro politiche e strategie[346].

I *proxy advisor* hanno assunto un ruolo sempre più significativo nel panorama dei mercati finanziari e della *governance* societaria. La loro funzione è rappresentata dall'offerta di una soluzione, fornita in tempi brevi, alla necessità di esercitare diritti di voto su larga scala. Questo avviene soprattutto con riferimento a quegli investitori istituzionali che si trovano a gestire portafogli con un alto numero di società e per cui non sono in grado di ottenere da soli tutte le informazioni necessarie a una decisione consapevole in merito alla votazione. Non sono molti gli investitori che procedono a informarsi adeguatamente o ad analizzare le proposte in prima persona, a causa di vari fattori, come i costi in termini di tempo e risorse che derivano da queste attività. Più in generale, la strategia di investimento adottata e la dimensione spesso esigua della partecipazione detenuta non favoriscono la partecipazione degli investitori all'assemblea. In un simile contesto i *proxy advisor* si presentano come quell'entità che individua e processa le informazioni necessarie per conoscere le questioni oggetto di votazione, permettendo all'investitore di risparmiare tempo e di colmare le proprie lacune attraverso le raccomandazioni. La scelta di "delegare" l'analisi delle proposte ai consulenti di voto non è completamente errata in quanto potrebbe rivelarsi una buona *practice* anche a livello di *corporate governance*, influendo sulla qualità dei voti espressi. La possibilità di far affidamento su soggetti capaci e competenti, che siano in grado di illustrate agli azionisti gli aspetti favorevoli e quelli controversi di una determinata proposta influisce in senso positivo. Individuare le questioni che più o meno si allineano con gli interessi dei soci permette agli investitori di esercitare ed esprimere il loro voto in maniera più consapevole, arginando il fenomeno dell'*empty voting*[347]. Le raccomandazioni fornite dai consulenti riducono i costi relativi al monitoraggio ed enfatizzano il valore del voto rispetto alle alternative rappresentate dal disinvestimento o da forme di apatia. Inoltre, la possibilità di un'indagine da parte di soggetti indipendenti può operare una certa pressione sugli

[346] BALP G., *Regulating Proxy Advisors*, cit., pp. 9-13.
[347] BALP G., *Regulating Proxy Advisors*, cit., pp. 9-13.

amministratori delle società. È ragionevole ritenere che gli stessi saranno incentivati a migliorare l'esercizio dei loro doveri e a prestare più attenzione nella formulazione delle proposte, che dovranno perseguire i migliori *standard* di governo societario ed essere in linea con gli interessi della società[348].

Tutte queste riflessioni hanno portato, negli ultimi decenni, a un crescente interesse rispetto al ruolo dei *proxy advisor*. Lo sviluppo di diversi spunti legislativi e autoregolamentari ha sicuramente influito sul crescente attivismo degli azionisti, che si registra in molti ordinamenti. In Europa sono ormai significativi i tentativi di rafforzare i diritti dei soci, cercando di rimuovere quanti più ostacoli giuridici all'esercizio del voto (soprattutto a livello transnazionale). Seguendo la stessa linea si interviene anche sui doveri degli investitori istituzionali, incoraggiandone l'*engagement* e la *stewardship*. Per ottenere risultati in tal senso è opportuno guardare anche a una disciplina dei servizi resi dai consulenti di voto. Il loro intervento può dispiegare effetti positivi soprattutto con riferimento allo *shareholder activism* e alla *corporate governance*, ma questo solo se i legislatori procederanno a trovare una soluzione ai maggiori problemi legati alla loro attività.

3.5.1 *I problemi relativi ai proxy advisor.*

I profili critici legati all'attività svolta dai consulenti di voto sono molteplici, anche in ragione del fatto che in Europa non si era mai giunti a una regolamentazione strutturata del fenomeno. In questo vuoto legislativo, la *SHRD II* rappresenta un primo passo nella previsione di regole direttamente volte a disciplinare l'attività di questi soggetti, in risposta alla crescente attenzione mostrata dalle autorità nazionali e internazionali.

---

[348] GALLEGO CÓRCOLES A., *Los asesores de voto (proxy advisors) en la Directiva (UE) 2017/828, sobre el fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas y en la propuesta de Corporate Governance Reform and Transparency Act of 2017 en Estados Unidos*, in "Revista de Derecho de Sociedades", 52, 2018, pp. 415-444.

L'obiettivo delle nuove regole previste in materia è la mitigazione delle criticità e dei conseguenti rischi che si sono consolidati nel corso degli anni in un contesto di libera espansione dei *proxy advisor*. Inoltre, dal punto di vista degli investitori sono ancora pochi gli incentivi e gli strumenti per monitorare il livello di qualità delle analisi di voto svolte dai *proxy advisor*, considerando che tale attività comporta ulteriori costi. Considerati questi aspetti, quello che preoccupa gli studiosi è l'influenza effettiva che i consulenti possono esercitare nelle decisioni fondamentali in tema di *governance* e di strategia aziendale, a cui non corrisponde un dovere fiduciario vincolante in capo agli stessi. Questi possibili effetti hanno una portata globale poiché le raccomandazioni dei *proxy advisor*, per quanto non vincolanti, sono seguite da molti di investitori che a loro volta partecipano alle assemblee di un ingente numero di società aventi sedi in diversi Paesi del mondo. Se da un lato la funzione dei *proxy advisor* può essere d'aiuto nell'attenuare le criticità tra investitori e *manager* o azionisti, dall'altra questo rapporto commerciale tra investitori e consulenti può far emergere ulteriori profili problematici.

In prima battuta, è opportuno sottolineare che il settore della consulenza in materia di voto è altamente concentrato nelle mani di un gruppo esiguo di operatori, tra cui ricopre un ruolo centrale la *Institutional Shareholder Services* (ISS): un aumento della concorrenza in questo mercato è sicuramente auspicabile e conveniente. Un altro problema rilevante in materia, largamente dibattuto, riguarda sicuramente le potenziali situazioni di conflitto di interesse nelle quali i *proxy advisors* possono ritrovarsi[349]. Le ipotesi sono numerose e si estendono a diversi tipi di situazioni, dai casi dove sussistono interessi o rapporti di dipendenza tra il consulente e la società emittente fino al rischio di sfruttamento da parte del consulente della propria posizione (nel suo interesse o in quello di un terzo), portando lo stesso a perseguire fini ulteriori rispetto a quelli del cliente. Conseguentemente, in questi casi, le raccomandazioni fornite risulterebbero contaminate. Nella letteratura giuridica si è posta l'attenzione anche sui casi di conflitti di interesse scaturiti dalla simultaneità dei servizi forniti agli investitori e alle emittenti (generalmente riferiti al voto).

[349] GALLEGO CÓRCOLES A., *Los asesores de voto*, cit., pag. 435 ss.

In questo contesto si comprende bene come l'alta concentrazione del mercato della consulenza sia un fattore decisamente svantaggioso, poiché risulta molto probabile che il consulente proceda a stilare una raccomandazione per l'investitore avente ad oggetto l'espressione del voto relativo a una proposta alla cui elaborazione ha contribuito egli stesso, questa volta per conto dell'emittente (come consulente su questioni di *corporate governance*). Un altro profilo da considerare in relazione all'attività dei *proxy advisor* riguarda la qualità delle raccomandazioni emesse per conto degli investitori. Molto spesso, infatti, sia la fase di analisi che di redazione seguono un approccio, conosciuto come *one-size-fits-all*, tale per cui non vengono prese in considerazioni molte variabili che influiscono nei contesti e nei processi di votazione. Si preferisce adottare criteri *standard* e non trasparenti, anziché prestare attenzione a elementi come la presenza o meno di un codice di autodisciplina, la disciplina legislativa nazionale, gli interessi e le caratteristiche del cliente[350]. Quello che ne consegue è un procedimento di analisi delle informazioni automatizzato che elabora le stesse raccomandazioni rispetto a una proposta per tutti i clienti. Il risultato è un documento inadeguato o insufficiente rispetto a quelle che sono le esigenze del cliente (*box-ticking*[351]). Questo tipo di approccio risulta quasi essere fisiologico e non è necessariamente conveniente. Il fattore tempo incide particolarmente sull'elaborazione delle raccomandazioni poiché molto spesso il lavoro si concentra in determinati periodi (come nel caso di operazioni straordinarie). Le società di consulenza assumono in questi casi personale a tempo determinato e non sempre correttamente formato e competente per riuscire a soddisfare tutte le richieste. Insieme a questo, spesso si riscontra anche l'esistenza di errori o mancanze di informazioni nella stesura[352]. Una delle critiche più forti mosse rispetto all'attività dei consulenti riguarda la mancanza di trasparenza sul processo di elaborazione delle raccomandazioni di voto e ciò ha fatto emergere molti dubbi sull'adeguatezza di tali metodi al fine di garantire un documento *ad hoc* per i singoli clienti. In linea generale si riscontra poca chiarezza in quest'ambito poiché tradizionalmente solo alcuni consulenti comunicavano le li-

[350] BALP G., *Regulating Proxy Advisors*, cit., pag. 5.
[351] Si riferisce alla prassi di fare qualcosa solo perché c'è una regola che lo impone.
[352] GALLEGO CÓRCOLES A., *Los asesores de voto*, cit., pag. 435 ss.

nee guida adottate per svolgere la loro attività. Questo è uno degli aspetti maggiormente toccati dai *Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research & Analysis* e dalla *SHRD II* [353]: per cercare di trarre i potenziali benefici per le emittenti e per il mercato si era resa necessaria l'adozione di regole armonizzate che intervenissero sulla materia per limare gli aspetti critici dell'attività dei *proxy advisor*.

3.6 La prima regolamentazione europea dei *proxy advisor*.

La crescita dell'importanza del ruolo dei *proxy advisor* ha portato non poche preoccupazioni, data l'enorme influenza che questi possono esercitare sulle società quotate e nei mercati. Come già sottolineato, il ricorso alle consulenze viene fatto più assiduamente rispetto agli investimenti in società con sede all'estero[354]. Questa tendenza interessa particolarmente il mercato europeo, caratterizzato dalla massiccia presenza di investitori stranieri. Gli approcci adottati dalle società di investimento statunitensi ed europee tendono a non coincidere, privilegiando le prime l'adozione di una politica propria per le consulenze, mentre le seconde prediligono l'adeguamento alle *policy* dei clienti. Al contempo, gli investitori sembrano preferire *proxy advisor* che offrano una visione più globale, in considerazione dei portafogli altamente diversificati (con ricadute significative sull'espressione dei voti in assemblea)[355].

[353] Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research & Analysis (BPP), Best Practices Principles Group (BPPG), 2015 (ultima revisione nel 2019 in https://bppgrp.info/).
[354] Questo anche in conseguenza delle maggiori difficoltà nel comprendere l'impianto legislativo e i modelli di *business* di un altro Paese; Cfr. Libro Verde, Il quadro dell'Unione Europea in materia di governo societario, Bruxelles, 5 aprile 2011, pag. 16.
[355] ESMA, An overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options, Discussion Paper, 22 March 2012, ESMA/2012/212, No. 66; Soprattutto con riferimento ai voti sul *say on pay*, si registra in Italia una forte influenza dei *proxy advisors* sugli investitori istituzionali, anche se quest'ultimi non sono vincolati a seguire la raccomandazione di voto, V. BELCREDI M., BOZZI S., CIAVARELLA A., *Say-on-pay*, cit.

Oltre a questa prassi, i profili critici rilevati nel paragrafo precedente[356] hanno portato la Commissione europea, consapevole della suddetta situazione, a iniziare un percorso volto alla regolamentazione di questo settore. Le criticità e le carenze in tema di investimento istituzionale rappresentano un tassello di un problema di più ampio respiro, che si sostanzia nella mancanza di un adeguato impegno degli azionisti sia in termini qualitativi che quantitativi[357]. Una disciplina europea vincolante è ormai necessaria per questi soggetti, ma è importante che questa sia preceduta da un attento studio relativo al contesto e allo sviluppo di questa industria, per comprenderne ogni aspetto e rendere le nuove regole appropriate ed efficaci.

Il primo passo mosso dalla Commissione europea risale alla pubblicazione del Libro Verde nel 2011, dove per la prima volta viene espressamente menzionata una certa preoccupazione "*sull'insufficiente trasparenza dei consulenti in merito ai metodi utilizzati per la preparazione delle consulenze*"[358]. L'anno successivo il Piano di azione[359] esprime l'inadeguatezza del quadro regolatorio europeo e auspica l'introduzione di una disciplina idonea a rispondere alle necessità del settore. In quest'ultimo documento vengono inserite le prime indicazioni per il miglioramento delle norme sulla trasparenza e sui conflitti di interessi in relazione alle attività dei *proxy advisor*. Nel 2014 la Commissione europea è nuovamente tornata a esprimersi sul tema più generale stilando un pacchetto di misure volte al potenziamento dei meccanismi di *corporate governance* delle quotate europee, che vengono cristallizzate con l'approvazione della *SHRD II* nel maggio del 2017.

---

[356] Il riferimento è alla mancanza di concorrenza tra investitori e gli insufficienti livelli di *disclosure* sui conflitti di interesse. In particolare, la supremazia di pochi *proxy advisors*, soprattutto statunitensi, nei mercati europei non può essere fronteggiata dall'inserimento di nuovi soggetti, anche di piccole dimensioni, data la presenza di notevoli barriere: European Commission, Action Plan 2012, No. 3.3; ESMA, An overview of the Proxy Advisory Industry, cit.

[357] BALP G., *Regulating Proxy Advisors*, cit., pag. 2.

[358] Paragrafo 2.5, Libro Verde, Il quadro dell'Unione Europea in materia di governo societario, Bruxelles, 5 aprile 2011, pp. 16-17: "*L'influenza esercitata dai consulenti in materia di voto è motivo di preoccupazione. In preparazione del presente Libro verde, gli investitori e le società partecipate hanno entrambi espresso preoccupazione sull'insufficiente trasparenza dei consulenti in merito ai metodi utilizzati per la preparazione delle consulenze*."

[359] Action Plan 2012: Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni. Piano d'azione: diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili, COM/2012/0740/.

Nonostante la Direttiva tocchi diversi punti cruciali del diritto societario, con riferimento ai *proxy advisor* è stato introdotto un articolo che riflette le istanze ormai avvertite da molto tempo (articolo 3-*undecies*)[360]. Contemporaneamente a questa evoluzione legislativa, sono stati pubblicati numerosi studi nel corso di questo arco temporale (2011-2017), che hanno decisamente aiutato il legislatore comunitario a monitorare l'evoluzione delle *practices* di queste figure e a recepire i *feedback* del mercato, permettendo una conoscenza più approfondita del settore[361]. In ogni caso, alla base della disciplina introdotta dalla *SHRD II* troviamo sicuramente i principi, ormai largamente condivisi a livello europeo, enucleati nei codici di *stewardship*[362]. Tali fonti di autoregolamentazione, negli anni antecedenti alla Direttiva, hanno dotato la categoria dei *proxy advisor* di una regolamentazione non vincolante, aprendo la strada alla creazione di una base comune di *practices* accettate e condivise. Queste rappresentano il punto di partenza per l'adozione di regole legislative vincolanti, nell'ottica di ridurre quanto più possibile le potenziali asimmetrie al momento del recepimento della Direttiva nei singoli Stati.

Il ventiseiesimo Considerando della *SHRD II* ravvisa la necessità di assoggettare i consulenti in materia di voto a requisiti di trasparenza, in coerenza con la crescente importanza registrata negli ultimi anni[363]. Tra le carenze dei sistemi di governo societario a cui il legislatore comunitario cerca di dare una soluzione, non poteva esimersi dal considerare i dubbi emersi circa l'affidabilità delle raccomandazioni

---

[360] Cfr. Art. 3-*undecies*, Direttiva.

[361] Tra questi, V. ESMA, An overview of the Proxy Advisory Industry, cit.; Best Practice Principles for Providers (BPP), cit.; ESMA, Feedback Statement on the consultation regarding the role of the proxy advisory industry, 2013, No. 84; ESMA, Follow-up on the development of the Best Practice Principles for Providers of Shareholder Voting Research and Analysis, 2015.

[362] Tra i più significativi ricordiamo: FRC, The UK Stewardship Code; EFAMA, Code for External Governance; Assogestioni, Principi Italiani di Stewardship. Altri Codici di Stewardship sono stati adottati in Giappone, Australia, Paesi Bassi, Germania, Francia, Lussemburgo, Svizzera, Canada.

[363] Considerando (26), Direttiva: "*[…] Gli Stati membri dovrebbero assicurare che i consulenti in materia di voto che sono soggetti a un codice di condotta riferiscano efficacemente in merito all'applicazione di tale codice. I consulenti in materia di voto dovrebbero altresì comunicare determinate informazioni essenziali relative all'elaborazione delle loro ricerche, consulenze e raccomandazioni di voto e informare su eventuali conflitti di interesse reali o potenziali o relazioni commerciali che possono influenzare tale elaborazione. Tali informazioni dovrebbero essere a disposizione del pubblico per un periodo di almeno tre anni, in modo da consentire agli investitori istituzionali di scegliere i servizi di consulenza in materia di voto tenendo conto dei risultati da essi conseguiti in passato*."

dei consulenti frutto della scarsa trasparenza rispetto ai metodi di analisi utilizzati e della possibilità di situazioni di conflitto di interesse[364]. Per questo le misure introdotte dall'articolo 3-*undecies* integrano particolari esigenze di trasparenza. Rispettivamente, andremo ad analizzare le nuove previsioni in materia di adozione dei codici di condotta, doveri informativi e conflitti di interesse.

3.6.1 *Codici di condotta.*

Il primo paragrafo dell'articolo 3-*undecies* della Direttiva individua immediatamente un primo elemento fondamentale nell'implementazione di un sistema di consulenza più trasparente. Infatti, gli Stati membri devono garantire che i consulenti riferiscano al pubblico in merito all'adesione o meno a un codice di condotta[365]. In alcuni casi troveremo *proxy advisor* che hanno deciso di non aderire a nessun codice: una scelta assolutamente legittima, che deve però essere adeguatamente motiva illustrando in maniera chiara le ragioni alla base di tale decisione. Nelle restanti ipotesi la semplice adesione non è sufficiente. Infatti, per il consulente sussiste comunque un obbligo di motivazione, soprattutto quando questi abbiano aderito a un codice discostandosi da determinate parti. Non solo è opportuno che vengano dichiarate le specifiche previsioni a cui non si aderisce, ma tale scelta deve essere frutto di fondate motivazioni, dovendo inoltre i consulenti indicare le misure alternativamente adottate. Chi aderisce interamente a un codice deve, in ogni caso, dare informazione riguardo alle modalità di applicazione.

Ciò che colpisce particolarmente è l'introduzione del principio del *comply or explain*[366], accompagnato da puntuali doveri informativi con riferimento a qualsiasi scelta operata rispetto all'adesione o meno al codice. Il risultato è molto vicino ad un paradosso, considerando che da un lato il legislatore comunitario sembra elevare il ruolo dei codici di condotta (richiedendo una spiegazione ben motivata nei

[364] GALLEGO CÓRCOLES A., *Estudio sobre la Directiva*, cit., pag. 435 ss.
[365] Questi fanno parte di quelle forme di autoregolamentazione che hanno acquisito un'importanza fondamentale nel settore dell'investimento, V. Par. 3.1.3.
[366] BALP G., *Regulating Proxy Advisors*, cit., pag. 21.

casi di non adempimento totale o parziale), mentre dall'altro richiede comunque di adempiere a obblighi di informazione in relazione all'adozione del codice, come se permanesse una certa diffidenza rispetto all'effettività delle previsioni degli stessi[367].

3.6.2 *Doveri di trasparenza.*

Il secondo paragrafo dell'articolo 3-*undecies* prende in considerazione i contenuti delle informazioni che annualmente devono essere rese pubbliche sui siti internet dei consulenti. Il fine delle nuove disposizioni è rendere le comunicazioni relative all'attività di questi soggetti più trasparenti e facilmente reperibili. Molti degli elementi elencati in questo articolo fanno già parte dei doveri informativi per chi aderisce ai codici di condotta. La scelta legislativa non risulta comunque inopportuna, considerando la possibile presenza di *proxy advisor* che non sono soggetti ai codici e che, in questo modo, risultano coperti dalle nuove previsioni della Direttiva[368]. La decisione è in linea con la necessità di avere una disciplina uniforme che permetta un'armonizzazione del settore. Gli Stati membri devono garantire che i clienti dei consulenti in materia di voto siano adeguatamente informati rispetto all'affidabilità delle attività realizzate e dei servizi erogati, tra i quali rientrano non solo le raccomandazioni, ma anche l'elaborazione di ricerche, analisi e consigli[369]. Il legislatore comunitario, riferendosi ai metodi e alle politiche adottate dai consulenti, ha individuato gli elementi da comunicare in linea generale ed essenziale[370]. Tale scelta, per quanto possa peccare di concretezza ed effettività

[367] BALP G., *Regulating Proxy Advisors*, cit., pag. 21.
[368] Cfr. Art. 3-undecies, par. 2, Direttiva: "*Non è necessario comunicare separatamente tali informazioni se esse sono a disposizione nel quadro della comunicazione di cui al paragrafo 1*."
[369] Art. 3-undecies, par. 2, Direttiva.
[370] I singoli elementi sono: "*a) le caratteristiche essenziali delle metodologie e dei modelli applicati; b) le principali fonti di informazione utilizzate; c) le procedure messe in atto per garantire la qualità delle ricerche, dei consigli e delle raccomandazioni di voto nonché le qualifiche del personale coinvolto; d) se e in che modo tengono conto delle condizioni giuridiche, regolamentari e del mercato nazionale nonché delle condizioni specifiche delle società; e) le caratteristiche essenziali delle politiche di voto applicate per ciascun mercato; f) se intrattengono un dialogo con le società oggetto delle loro ricerche, dei loro consigli o delle loro raccomandazioni di voto e con i portatori di interesse della società e, in caso affermativo, la portata e la natura del dialogo; g) la politica*

nella comunicazione, è frutto della presenza di alcuni ostacoli che rendono particolarmente difficile trovare un punto di equilibrio tra trasparenza e segreto commerciale (al quale sono soggetti i rapporti tra investitori e consulenti)[371]. Particolare attenzione, invece, viene invece riconosciuta al dialogo con le società emittenti, che forma sempre oggetto di informazione al pubblico (lettera f[372]). I contatti tra consulenti e società possono indubbiamente giovare alla qualità dei servizi prestati da quest'ultimi. Una maggiore interazione tra questi soggetti permettere ai consulenti di poter acquisire ulteriori informazioni ed elementi che arricchiranno le analisi su cui si basano le raccomandazioni. In linea più generale, queste pratiche dispiegherebbero un effetto positivo di più ampio respiro, permettendo ai consulenti di reperire informazioni su aspetti più puntuali che riguardano le singole emittenti, ma anche particolari giurisdizioni o rispetto ad alcuni mercati, aiutando i *proxy advisor* ad aggiornare i criteri di voto.

3.6.3 *Conflitti di interesse.*

L'ultimo degli aspetti più rilevanti della nuova disciplina europea dei *proxy advisor* è individuato dal paragrafo 3 dell'articolo 3-*undecies*, che si occupa del conflitto di interessi.

La disposizione in esame ha previsto che sia attuata un'adeguata informazione relativamente alla politica di prevenzione e gestione dei potenziali conflitti di interessi, che rappresentano uno dei profili più critici e potenzialmente dannosi dell'attività di consulenza. Con la formula "*gli Stati membri assicurano che i consulenti in materia di voto individuino e comunichino senza indugio ai loro clienti*

---

relativa alla prevenzione e alla gestione dei potenziali conflitti di interesse", Art. 3-undecies, par. 2, Direttiva.

[371] Come si evince dal Considerando (45): "*[…] Tali requisiti di trasparenza non intendono imporre alle società, agli investitori istituzionali, ai gestori di attivi o ai consulenti in materia di voto di comunicare al pubblico determinate parti di informazioni la cui comunicazione potrebbe recare gravi pregiudizi alla loro posizione commerciale o, qualora non si tratti di imprese con uno scopo commerciale, agli interessi dei loro membri o beneficiari. Tale mancata comunicazione non dovrebbe pregiudicare gli obiettivi degli obblighi in materia di comunicazione stabiliti dalla presente direttiva*."

[372] Cfr. Art. 3-*undecies*, par. 2, lett. f., Direttiva.

qualsiasi conflitto di interesse reale o potenziale o relazione commerciale che possa influenzare"[373] la loro attività, il legislatore comunitario non ha inteso solo una mera elencazione di questi dati, bensì un'informazione che si dispiega a un livello più profondo. Per adempiere a tale dovere occorre che i consulenti illustrino gli esistenti o potenziali conflitti di interesse, declinando i termini delle relazioni contrattuali con l'emittente (o con terzi) capaci di influire sulla consulenza prestata ai clienti. Inoltre, è previsto anche che vengano predisposte e adeguatamente comunicate le azioni idonee a eliminare, mitigare o gestire i conflitti di interesse[374]. In questo modo è possibile generare un accettabile grado di consapevolezza del cliente rispetto alla potenziale imparzialità del consulente, rimettendo ai clienti la valutazione sull'opportunità di ingaggiare quel determinato *proxy advisor*.

3.6.4 *Ambito soggettivo e territoriale.*

Per concludere questa breve introduzione sulla nuova disciplina dei *proxy advisor* è opportuno accennare all'ambito applicativo della stessa per comprendere la portata e l'impatto effettivo sul settore della consulenza in materia di voto. La Direttiva individua le figure soggette agli obblighi di cui all'articolo 3-*undecies*, definendo il consulente in materia di voto (*proxy advisor*) come "*una persona giuridica che analizza, a titolo professionale e commerciale, le informative societarie e, se del caso, altre informazioni di società quotate nell'ottica di informare gli investitori in relazione alle decisioni di voto fornendo ricerche, consigli o raccomandazioni di voto connessi all'esercizio dei diritti di voto*"[375]. Con questa definizione viene determinato il nucleo centrale delle attività che caratterizzano questa categoria di soggetti. Generalmente i *proxy advisor* sono strutturati in forma societaria e offrono servizi retribuiti aventi ad oggetto raccomandazioni di voto relative ai

[373] Art. 3-*undecies*, par. 3, Direttiva.
[374] Art. 3-*undecies*, par. 3, Direttiva. Si noti come quest'ultimo inciso è stato introdotto nel testo finale della Direttiva, ma non ero previsto nell'originaria proposta.
[375] Art. 1, n. 2, lett. g), Direttiva.

punti all'ordine del giorno delle assemblee generali delle emittenti che fanno parte del portafoglio dell'investitore. Le attività di questi consulenti hanno sia natura intellettuale (con riferimento alle analisi delle diverse proposte pervenute in assemblea e alle raccomandazioni sul significato del voto) che logistica (un pacchetto di servizi aggiuntivi relativi alla compilazione e trasmissione delle informazioni che supportano il processo di voto)[376]. La definizione adottata dal legislatore comunitario sembra enfatizzare la funzione ausiliaria dei *proxy advisor* rispetto agli investitori, facilitando una decisione rispetto al voto che comunque resta nel raggio della responsabilità degli investitori.

Già dall'analisi preliminare del tema abbiamo sottolineato come nel settore della consulenza in materia di voto la nazionalità (degli investitori e dei consulenti) rappresenti un elemento particolarmente rilevante. La posizione dominante in questo settore è riservata agli Stati Uniti d'America, in ragione del grande numero di investitori statunitensi presenti nei mercati europei che limita fortemente l'applicazione della disciplina europea[377]. Tale situazione spiega l'attenzione che il legislatore comunitario ha riservato alla delimitazione dell'ambito di applicazione della Direttiva a livello territoriale, enunciando già al ventisettesimo Considerando che "*I consulenti in materia di voto di paesi terzi che non possiedono né una sede legale né una sede principale nell'Unione possono fornire analisi relative a società dell'Unione. Per garantire parità di condizioni tra i consulenti in materia di voto dell'Unione e quelli di paesi terzi, la presente direttiva dovrebbe applicarsi anche ai consulenti in materia di voto di paesi terzi che svolgono le loro attività attraverso una sede nell'Unione, a prescindere dalla forma di tale sede*"[378].

L'intento è stato realizzato nel paragrafo 4 dell'articolo 3-*undecies* della Direttiva, dove si stabilisce l'applicazione della nuova disciplina anche ai consulenti senza una sede legale o principale nell'Unione, ma che svolgono le loro attività tramite

[376] GALLEGO CÓRCOLES A., *Estudio sobre la Directiva*, cit., pag. 416 ss.
[377] Solo una maggior presenza di investitori europei, o americani con filiali in Europa, potrebbe arginare un minimo il fenomeno.
[378] Considerando (27), Direttiva.

una sede ubicata nell'Unione[379]. Inoltre, l'articolo 1 della *SHRD II* ha modificato la Direttiva 2007/36/CE, sostituendo il paragrafo 2[380] ai fini dell'applicazione del capo I *ter*[381]. La competenza per i consulenti in materia di voto è stata affidata allo Stato membro in cui il consulente ha sede legale, sede principale o, in via residuale, ha una sede[382]. Sempre per quando riguarda l'applicazione dello stesso capo, l'introduzione del paragrafo 6[383] ha individuato come soggetti tutti quei consulenti di voto, nella misura in cui forniscono servizi agli azionisti in relazione ad azioni di società aventi sede legale nell'Unione ed ammesse alla negoziazione su un mercato regolamentato situato o operante in uno Stato membro. Posto che la nuova disciplina adotta come principio base quello della trasparenza, è auspicabile che i nuovi obblighi siano applicati nel maggior numero di mercati, non solo quelli di origine delle società, ma anche quelli dove queste siano ammesse alla negoziazione.

3.7 Il controllo della Consob sui consulenti di voto.

Il d.lgs. 49/2019[384], recependo la Direttiva, ha introdotto nel TUF la nuova sezione I-*ter* rubricata "*Trasparenza degli investitori istituzionali, dei gestori di attivi e dei consulenti di voto*"[385].

Gli obblighi di trasparenza previsti dagli articoli 3-*octies*, 3-*decies* e 3-*undecies* della *SHRD II* sono stati collocati nella disciplina degli emittenti con azioni quotate, ponendo l'attenzione sulla finalità perseguita rispetto ai soggetti a cui sono indirizzati: specifici rinvii al TUF sono previsti anche dalle discipline settoriali assi-

[379] Art. 3-*undecies*, par.4, Direttiva.
[380] Paragrafo 2 dell'articolo 1 della Direttiva 2007/36/CE.
[381] Il Capo I *ter* è rubricato: "*Trasparenza degli investitori istituzionali, dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto*".
[382] Art. 1, n. 1, par. 2, lett. b), Direttiva.
[383] Art. 1, n. 1, par. 2, lett. d), par. 6, Direttiva.
[384] Ci stiamo riferendo all'art. 3, c. 2. del Decreto.
[385] Parte IV, Titolo III, Capo II, TUF.

curative e dalle forme pensionistiche complementari[386]. La trasposizione è mirata ad assicurare un buon livello di trasparenza circa l'accuratezza e l'affidabilità dei consulenti in materia di voto, in risposta alle preoccupazioni emerse negli ultimi anni rispetto alle carenze della regolamentazione dell'attività di questi soggetti. La Direttiva ha così lasciato agli Stati membri la possibilità di operare scelte di dettaglio non irrilevanti, alcune delle quali comportano mutamenti significati della disciplina rispetto al passato[387].

I "*consulenti in materia di voto*" (traduzione adottata nel testo del Decreto per i "*proxy advisor"*)[388] sono quei soggetti che si occupano di offrire servizi agli investitori istituzionali rispetto ai temi all'ordine del giorno nelle assemblee generali di un numero elevatissimo di società quotate. Come abbiamo già evidenziato, il loro compito è quello di fornire approfondimenti e consigli rispetto al voto che gli investitori sono chiamati a esprimere in assemblea.

Dato il loro ruolo e la decisiva influenza esercitata da questi soggetti sul comportamento degli investitori, è opportuno procedere a regolare i potenziali conflitti di interesse (articolo 124-*octies*[389]) e prevedere la pubblicazione di una relazione che

---

[386] Schema di decreto legislativo recante attuazione della direttiva (UE) 2017/828 che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti, Atto del Governo n.71, 20 febbraio 2019, pag. 10.

[387] Come ricorda, sottolineando l'importanza della Relazione di accompagnamento, CRISCIONE A., *I proxy advisor finiscono sotto il controllo Consob*, in "Il Sole 24 ore – PLUS 24", novembre 2018, pag. 17.

[388] Art. 124-*quater*, par 1, lett. c, TUF: " *[...] "consulente in materia di voto": un soggetto che analizza, a titolo professionale e commerciale, le informazioni diffuse dalle società e, se del caso, altre informazioni riguardanti società europee con azioni quotate nei mercati regolamentati di uno Stato membro dell'Unione europea nell'ottica di informare gli investitori in relazione alle decisioni di voto fornendo ricerche, consigli o raccomandazioni di voto connessi all'esercizio dei diritti di voto*."

[389] Art. 124-*octies*, par 1, TUF: " *I consulenti in materia di voto, anche al fine di informare adeguatamente i clienti sull'accuratezza e affidabilità delle loro attività, pubblicano annualmente una relazione che contenga almeno le seguenti informazioni in relazione all'elaborazione delle loro ricerche, dei loro consigli e delle loro raccomandazioni di voto: a) le caratteristiche essenziali delle metodologie e dei modelli applicati; b) le principali fonti di informazione utilizzate; c) le procedure messe in atto per garantire la qualità delle ricerche, dei consigli e delle raccomandazioni di voto nonché le qualifiche del personale coinvolto; d) le modalità con cui, eventualmente, tengono conto delle condizioni normative e del mercato nazionale nonché delle condizioni specifiche delle società; e) le caratteristiche essenziali delle politiche di voto applicate per ciascun mercato; f) la portata e la natura del dialogo, se del caso, intrattenuto con le società oggetto delle loro ricerche, dei loro consigli o delle loro raccomandazioni di voto e con i portatori di interesse della società; g) la politica relativa alla prevenzione e alla gestione dei potenziali conflitti di interesse; h) l'eventuale adesione ad un codice di comportamento ovvero l'illustrazione in maniera chiara e motivata delle ragioni della mancata adesione […].*"

spieghi le fonti di informazione a cui si attinge e le metodologie adottate per elaborare queste raccomandazioni, nonché le procedure atte a garantire la qualità degli elaborati (articolo 124-*octies*[390])[391].

Tra le maggiori novità previste dal Decreto una scelta netta in tema di regolamentazione si ha a favore della Consob, i cui poteri informativi[392] vengono estesi ai consulenti in materia di voto soggetti alla disciplina italiana. Tali poteri sono previsti sia in favore di un'adeguata informativa al pubblico sulla loro attività sia riguardo all'acquisizione di notizie, documenti e ogni informazione utile per la stessa Autorità ai fini istruttori[393]. Vengono così assicurati corretti strumenti di dialogo tra la Consob e i soggetti vigilati che garantiscono un controllo preventivo sulla qualità dell'informativa rivolta al mercato. I principali poteri si sostanziano nella possibilità di richiedere la comunicazione al pubblico di determinate informazioni (con possibilità di opporre reclamo), di acquisire notizie e di procedere ad audizioni e ispezioni, non rientrando in questa attribuzione i pervasivi poteri di indagine[394]. Inoltre, con riguardo alla definizione dei termini e delle modalità di pubblicazione degli assetti informativi è deputata alla regolamentazione secondaria delle singole autorità di vigilanza (Consob, Banca d'Italia, Ivass e Covip), in base alle proprie competenze e, se necessario, coordinandosi tra loro. Nello specifico, i consulenti di voto sono soggetti ai poteri regolamentari della Consob[395]. Il nuovo *set* di obblighi di trasparenza previsti dal Decreto, insieme ai poteri di *enforcement* della Consob e della previsione di sanzioni, contribuiscono a rendere la disciplina dei consulenti in materia di voto idonea a garantire un certo livello di

[390] Art. 124-*octies*, par. 4, TUF: "*I consulenti in materia di voto, nell'ambito dello svolgimento del servizio richiesto, individuano e comunicano senza indugio ai loro clienti qualsiasi conflitto di interesse reale o potenziale o relazione commerciale che possa influenzare l'elaborazione delle loro ricerche, dei loro consigli o delle loro raccomandazioni di voto e le azioni intraprese per eliminare, attenuare o gestire gli eventuali conflitti di interesse reali o potenziali.*"
[391] CRISCIONE A., *I proxy advisor*, cit.
[392] Attribuiti ex art. 114, c. 5 e 6 e art. 115, c.1, lett. a), b), c) del TUF.
[393] BONOMO F., *Consulenze di voto più trasparenti per le quotate*, in "Norme e Tributi", 16 settembre 2019, pag. 20.
[394] Schema di decreto legislativo recante attuazione della direttiva (UE) 2017/828, cit., pag. 11.
[395] Art. 124-*novies*, par. 4, TUF: 4. "*La Consob detta con regolamento termini e modalità di pubblicazione da parte dei consulenti in materia di voto della relazione indicata all'articolo 124-octies*."

responsabilizzazione rispetto ai compiti che devono svolgere per conto degli investitori[396].

Resta ora da considerare un profilo decisamente critico rispetto alla concreta applicazione di tale disciplina. L'articolo 124-*quater* individua l'ambito applicativo delle successive disposizioni, che si indirizzano a quei soggetti aventi sede legale o sede secondaria in Italia. In quest'ultimo caso, l'applicazione delle disposizioni del TUF si ha solo in assenza di sede legale o principale in un altro Paese dell'Unione e nella misura in cui i consulenti forniscano i loro servizi con riguardo a società europee quotate in mercato regolamentati di uno Stato membro[397]. Come già più volte richiamato, la conformazione del settore dei *proxy advisor* si caratterizza per la presenza di pochi operatori, molti dei quali internazionali e prevalentemente statunitensi. Ne consegue una disciplina (potenzialmente idonea a rispondere ad alcune delle criticità emerse rispetto all'attività dei *proxy advisors*) che resta invece scarsamente attuata a causa della mancanza di concorrenza nel settore.

3.8 Il nuovo capitolo X della *Ley de Mercado de Valores*.

La trasposizione della Direttiva nell'ordinamento spagnolo ha visto l'introduzione di un nuovo capitolo X, rubricato "*Asesores de voto*", al Titolo V della *Ley de Mercado de Valores*, dove si trovano gli articoli da 137-*bis* a 137-*quinquies*[398]. L'importanza crescente dei *proxy advisor* ha spinto l'Unione europea a disciplinare, per la prima volta, la loro attività a livello comunitario. In Spagna, le modifiche legislative necessarie ad allinearsi con le nuove regole del legislatore europeo

---

[396] BONOMO F., *Consulenze di voto*, cit., pag. 20.
[397] Così all'art. 124-*quater*, par. 3, TUF: "*[...] Le disposizioni previste nella presente sezione per i consulenti in materia di voto si applicano ai soggetti: a) aventi la sede legale in Italia; b) aventi una sede, anche secondaria, in Italia, qualora non abbiano la sede legale o la sede principale in un altro Stato membro dell'Unione europea*."
[398] PALÁ LAGUNA R., *Anteproyecto de Ley de 24 de mayo del 2019 por el que se adapta el Derecho español a la Directiva (UE) 2017/828 respecto al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas de la sociedad cotizada*, cit.

potevano realizzarsi attraverso diverse ipotesi di riforma. Tra le opzioni di modifica alle leggi concernenti la normativa societaria, l'investimento collettivo e i mercati azionari si è optato per quest'ultima strada in quanto le nuove disposizioni non vanno a modificare il contratto di società, incentrandosi invece sul tema della trasparenza richiesta dai mercati[399]. Il ruolo dei consulenti in materia di voto e la crescente influenza che questi esercitano sulle società e sui mercati è lo specchio di un aumento di responsabilità degli investitori istituzionali rispetto all'esercizio dei loro doveri e diritti economici e politici. Questa necessità era già emersa in Spagna nel 1998, quando l'*informe Olivencia*[400] già auspicava che gli investitori istituzionali esercitassero i loro diritti attivamente e informassero il pubblico delle modalità adottate. Tuttavia, significativi cambiamenti in materia sono stati raggiunti solo in tempi recenti grazie alla trasposizione della Direttiva.

Le nuove regole dell'ordinamento spagnolo ripropongono fedelmente, in linea generale, il testo della Direttiva europea. Delimitando l'ambito applicativo con riferimento a quei consulenti che prestano servizi in merito a società quotate con domicilio in uno degli Stati membri, il progetto di legge specifica ulteriori requisiti. Il consulente deve avere il domicilio in Spagna o, in alternativa, se il domicilio non è situato né in Spagna né in altro Stato membro, il suo stabilimento principale (o secondario) deve essere in Spagna[401]. Tuttavia, il problema relativo alla scarsa attuazione delle regole comunitarie non può essere risolto dalle iniziative dei singoli Stati. Per quanto questi si sforzino di aumentare le ipotesi di applicazione, una possibile soluzione è necessariamente correlata a un aumento della concorrenza del settore.

Le ulteriori regole applicabili ai consulenti in materia di voto sono disciplinate dagli articoli 137-*ter*[402], 137-*quater*[403], 137-*quinquies*[404], rispettivamente occu-

---

[399] Progetto preliminare per la modifica del testo della Legge di Società di Capitali: "*Anteproyecto de Ley 24 de mayo 2019"*, pag. 5.
[400] Codice del governo societario spagnolo: "El gobierno de las sociedades cotizadas", Código Etico de los Consejos de Administración de las Sociedades a petición del Gobierno Español, 26 febbraio 1998, Madrid.
[401] Art. 137-*bis*, Ley de Mercado de Valores, da ora "LMV".
[402] Cfr. Art. 137-*ter*, LMV.
[403] Cfr. Art. 137-*quater*, LMV.
[404] Cfr. Art 137-*quinquies*, LMV.

pandosi di codici di condotta, relazione annuale e conflitti di interesse. Il legislatore spagnolo ha dato molta rilevanza all'adozione dei Codici di condotta, rimettendo all'autoregolamentazione l'implementazione di ulteriori regole per il settore. Così come è avvenuto in Italia, l'ambito della vigilanza di tali soggetti è stata ridefinita a favore della *Comisión Nacional del Mercado de Valores* (*CNMV*)[405]. In particolare, la trasposizione delle regole comunitarie ha modificato gli articoli 282[406] e 295[407] della *Ley de Mercado de Valores*, con riferimento alle infrazioni degli obblighi di trasparenza ed integrità del mercato.

I contenuti della Proposta di legge sui *proxy advisor* sono da ritenere, nel complesso, molto postivi per l'ordinamento spagnolo, poiché procedono a definire le linee direttrici di un quadro normativo base fino ad oggi inesistente. In particolare, la previsione di una pubblicazione annuale permetterebbe non solo di conoscere in dettaglio la loro attività, ma fornirebbe uno strumento agli investitori istituzionali, che potrebbero compiere una scelta più oculata rispetto al consulente che si allinea maggiormente con i loro interessi e con le loro politiche.

In questo senso il grande spazio riservato all'autoregolamentazione, in ossequio alle raccomandazioni dell'*ESMA*[408], può avere effetti positivi, ma non necessariamente sufficienti. Nonostante la stessa *CNMV* abbia proceduto all'aggiornamento del *Código de buen gobierno* nel giugno 2020[409], ancora non è possibile essere certi di una sua esaustiva copertura rispetto alle criticità e alle mancanze di questa prima regolamentazione. È evidente la necessità di procedere a un monitoraggio sia da parte della *CNMV* che da parte del legislatore e non resta escluso un possibile intervento di quest'ultimo, finalizzato all'adozione di norme imperative in ca-

[405] Organismo incaricato di supervisionare ed ispezionare i mercati azionari spagnoli e l'attività che interviene su questi.
[406] V. Nuovo paragrafo 22, art. 282, LMV.
[407] V. Nuovo paragrafo 23, art. 295, LMV.
[408] Documento CNMV preparato da un Gruppo di Esperti per valutare l'attività dei Proxy Advisors in relazione agli emittenti spagnoli. Risposta a DP-ESMA. 16 aprile 2012, pp. 34-35: "*Del análisis de las cuatro alternativas estudiadas se puede concluir que, por un lado, no deben ignorarse los problemas derivados de la actividad de los proxy advisors por su importancia y los riesgos que plantan y, por otro, que la adopción de medidas legislativas de regulación y supervisión no parece ser actualmente la opción más recomendada para ocuparse de un mercado tan incipiente y embrionario como este*".
[409] Código de buen gobierno de las sociedades cotizadas (revisado en junio 2020), Comisión Nacional del Mercado de Valores.

so di risultati insufficienti. Il tema è ancora aperto e questo progetto di legge costituisce solo il primo passo verso una regolamentazione esaustiva ed efficace. L'ordinamento spagnolo, in linea generale, deve ancora lavorare molto per raggiungere un aggiornamento completo del diritto societario, un percorso dove la *SHRD II* ha sicuramente ricoperto un ruolo decisivo nel rendere questo mercato più competitivo.

CONCLUSIONI

"*What are companies for?*"[410], così esordiva la prima pagina del *The Economist* nell'agosto 2019, aprendosi a una delle domande che più avevano acceso i dibattiti tra studiosi, *CEOs*, investitori e politici. Un sottotitolo, "*Big business, shareholders and society*" che dice molto sulla trasformazione di cui l'ente societario è attualmente protagonista. Il paradigma sotto attacco è quello della *shareholder primacy*, di cui conosciamo le caratteristiche e le conseguenze che hanno dominato il mercato fino a poco tempo fa: la massimizzazione dei profitti e il perseguimento dei risultati finanziari nel breve termine si legano a un disinteresse rispetto all'ambiente, allo sfruttamento dei dipendenti e agli investimenti irresponsabili. Questo tipo di capitalismo non può più essere un modello funzionante in Occidente. Un sistema economico sicuramente capace di generare ingenti profitti e numerosi posti di lavoro, ma che si lascia dietro una società colpita da profonde disuguaglianze sociali e un'emergenza ambientale mai conosciuta finora. In un contesto di grandi preoccupazioni, che emergono specialmente dalle classi più giovani, con sempre più forza si è affermata "*the idea that companies with a sense of purpose could help deal with social injustice, climate change and inequality is sweeping through parts of the business world*"[411]. L'idea trova sostegno anche in ragione della forte mancanza di stabilità a livello politico (tipica ormai di molti ordinamenti) e questo contribuisce a una incapacità di adottare politiche a sostegno del benessere dei cittadini. Molti governi non sono più solidi e questo con inevitabili ripercussioni a livello economico poiché una tale mancanza di stabilità non favorisce il mantenimento di un'economia sana e concorrente. Questa situazione dà sicuramente potere alle imprese che sono ormai da molti individuate come quei

[410] "*What are companies for?*", The Economist, 24th August 2019, pag. 7.
[411] "*Corporate Purpose*", Briefing, The Economist, 24th August 2019, pp. 14-16.

soggetti deputati a portare nell'economia un cambiamento radicale, che assorba le esigenze della società civile.

Il ruolo di protezione rispetto a tutti i soggetti che gravitano a vario titolo nell'orbita delle imprese è ormai ampiamente confermato anche dai 181 *CEOs* più importanti degli Stati Uniti, che hanno individuato come scopo dei loro *business*, non solo la tutela degli *shareholder* (i proprietari), ma anche degli *stakeholder*[412] (intesi come un'ampia platea di soggetti, tra cui fornitori, dipendenti e, più in generale, la comunità di riferimento). Emblema di questa nuova visione è lo *Statement* della *Business Roundtable*[413]. Dal primo documento del 1997 che dichiarava come unico obiettivo quello di generare un ritorno economico per i proprietari delle società, l'ultima versione, risalente al 2019, afferma che "*Businesses play a vital role in the economy by creating jobs, fostering innovation and providing essential goods and services. […] While each of our individual companies serves its own corporate purpose, we share a fundamental commitment to all of our stakeholders*"[414]. Questa presa di posizione non è un *unicum*, ma si inserisce in un panorama più ampio di interventi. Stiamo assistendo allo sviluppo di una vera e propria corrente innovativa, in cui si inseriscono molte altre voci di rilievo internazionale[415]. Quello che accomuna tutte queste dichiarazioni di intenti è sicuramente la necessità di creare valore per tutti coloro che, direttamente o indirettamente, vengono a contatto con le imprese, ricoprendo le società un ruolo più complesso e articolato rispetto al passato (soprattutto in tema di *welfare*). Questo nuovo obiettivo delle società è correlato alla nozione conosciuta negli USA come *stakeholder governance*, che si caratterizza per la rilevanza riconosciuta a soggetti diversi rispetto ai soci e per finalizzare l'impegno a lungo termine di quest'ultimi alla crea-

---

[412] Riferimento alla Business Roundtable, *Statement on the Purpose of a Corporation* (2019).
[413] La Business Roundtable è un'associazione composta dai CEOs delle più importanti società degli USA. Nel 1978 venne pubblicato il primo "Statement on the Purpose of a Corporation", un documento che mira a definire quale sia lo scopo di un'impresa. Da quel momento il documento viene periodicamente aggiornato: l'ultima versione, risalente al 19 agosto 2019, ha introdotto novità dirompenti. Per approfondire la rilevanza dei contenuti dell'ultimo Statement V. PERRONE A. (a cura di), *Lo statement della Business Roundtable sugli scopi della società. Un dialogo a più voci*, in Rivista ODC, fasc. 3, 2019.
[414] Cit. in Statement on the Purpose of a Corporation, Business Roundtable, agosto 2019.
[415] V. Manifesto di Davos "*The Universal Purpose of a Company in the Fourth Industrial Revolution*", in www.weforum.org ; Lettera annuale di Larry Fink ai CEOs, in www.blackrock.com

zione di un beneficio che sia comune a tutti gli *stakeholder*. Tuttavia, il perseguimento degli interessi ulteriori rispetto a quelli dei soci non trova ancora un generalizzato riconoscimento in uno specifico obbligo per gli amministratori[416]. Ciò che si richiede agli enti societari è una vera e propria trasformazione, che prevede il passaggio dalla ricerca della soddisfazione degli interessi personali a quella degli interessi (anche) collettivi e sociali. La risposta alla domanda di apertura può essere sintetizzata attraverso la locuzione "*successo sostenibile*", la cui declinazione tocca principalmente i fattori conosciuti con la sigla *ESG* (E*nvironmental – Social – Governance*). L'impresa deve muoversi concretamente nel senso di creare valore attraverso il supporto ai propri dipendenti, promuovendo la parità di genere e di trattamento tra i lavoratori come tra i fornitori e fare propri valori etici eliminando le discriminazioni e proteggendo l'ambiente[417].

La *Business Roundtable* rappresenta certamente un punto di partenza di fondamentale importanza, ma non deve essere sovrastimata poiché si tratta in ogni caso di un *commitment* dei soggetti aderenti a migliorare le proprie politiche aziendali. Anche in caso di un comportamento virtuoso dei *manager* delle società non è appurato che questo sia sufficiente. Infatti, i nuovi principi richiedono una convergenza di interessi dei vari attori della compagine sociale per esplicare un certo grado di efficacia[418]. Tra questi, la presenza sempre maggiore degli investitori istituzionali nelle emittenti ha suggerito un loro possibile ruolo decisivo nell'incoraggiare questa svolta sostenibile delle società. In questi anni si è diffusa la convinzione che la visione tradizionale dell'economia dominata dalle logiche di profitto sia in grado di convivere con il concetto di investimento socialmente responsabile (*Sustainable and Responsible Investment*). L'acronimo *SRI* si riferisce

[416] V. TOMBARI U., *"Poteri" e "interessi" nella grande impresa azionaria*, Milano, Giuffrè, 2019, pp. 74 e ss., dove si osserva che gli amministratori delle società possono perseguire il beneficio comune solo in via residuale e strumentale rispetto allo scopo di lucro. In Italia, un apporto significativo alla causa è reso possibile grazie all'introduzione delle società *benefit:* una società caratterizzate dal potere-dovere dell'organo amministrativo di conciliare lo scopo lucrativo e il beneficio comune. Questa tipologia di società è stata introdotta in Italia grazie alla Legge di stabilità del 2016, Legge 28 dicembre 2015, n. 208.

[417] In particolare, i giovani sono sempre più sensibili e coscienti rispetto a certe tematiche e quello che desiderano è lavorare in un'impresa che rispecchi i loro valori e contribuisca a migliorare il loro futuro.

[418] STRAMPELLI G., *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell'ultima lettera annuale di BlackRock*, in "Rivista delle Società", 2020, pp. 52-54.

alle attività degli investitori che, perseguendo comunque obiettivi tipici della gestione finanziaria, pongono la loro attenzione anche ai fattori *ESG*. Progressivamente, in economia, i concetti di "etica" e di "risorse disponibili" sono andati avvicinandosi fino a raggiungere la consapevolezza che il valore di un investimento riguarda sempre di più variabili non solo economiche, ma anche sociali[419]. È opportuno sottolineare l'importanza attuale di avere società capaci di agire responsabilmente nei confronti dei consumatori e dell'ambiente, sia per i clienti finali degli investitori che per la società civile[420].

La necessità di un nuovo paradigma di investimento e di una trasformazione globale del settore finanziario sono stati largamente confermati a livello internazionale da molteplici interventi e documenti. Tra i più celebri ricordiamo quello di Larry Fink, *CEO* di BlackRock, che a inizio gennaio 2020 ha pubblicato la sua annuale lettera rivolta alle società in cui investe[421], dettando precise linee direttrici in tema di investimenti e *purpose* delle imprese. La lettera di gennaio 2021, sulla scia di quanto affermato l'anno precedente, introduce ulteriori valutazioni a seguito dell'impatto della pandemia da Covid-19 sul settore finanziario[422]. L'enorme importanza di questo documento risiede nel fatto che BlackRock è il più grande *asset manager* a livello globale che investe in un numero vastissimo di società, motivo per cui le sue scelte influenzano notevolmente i mercati finanziari. La prima richiesta fatta ai *CEO*s delle partecipate è quella di ripensare i modelli di *business* adottati, orientandosi verso il raggiungimento di obiettivi sostenibili resi possibili dall'integrazione dei fattori *ESG* nella loro attività. Adottare una strategia sostenibile comporta costi ma anche benefici e permette *in primis* di conquistare la fiducia di un'ampia gamma di soggetti (tra cui *stakeholder* come dipen-

[419] Cfr. SANTORSOLA G., *Fattori ESG e investimenti socialmente responsabili*, in "Diritto Bancario", Approfondimenti (Finanza), 28 agosto 2019.
[420] Già dai primi anni 2000 abbiamo assistito alla nascita di attività imprenditoriali sempre più attente agli aspetti sociali e ambientali che, investendo e usando tecnologie diverse, riuscivano a produrre prodotti simili e competitivi poiché destinati spesso agli stessi mercati dove sono allocate le aziende che seguono schemi produttivi "tradizionali"; SANTORSOLA G., *Fattori ESG e investimenti socialmente responsabili*, in "Diritto Bancario", Approfondimenti (Finanza), 28 agosto 2019.
[421] Lettera annuale di Larry Fink ai CEOs 2020, V. FINK L., *A Fundamental Reshaping of Finance*, in https://www.blackrock.com/us/individual/larry-fink-ceo-letter
[422] Lettera annuale di Larry Fink ai CEOs 2021, in https://www.blackrock.com/us/individual/2021-larry-fink-ceo-letter

denti, clienti, fornitori, consumatori, partner economici, comunità locali, ma anche nuovi investitori e politici)[423]. In questo modo l'impresa può dimostrare di essere un "*buon cittadino*"[424], essere accreditata nella società civile e beneficiare dell'affidabilità riconosciuta nelle relazioni commerciali. Rispetto agli anni passati, la particolare importanza della Lettera del 2020 non risiede solo nelle nuove linee dettate, ma anche nell'indicazione di precise iniziative che la stessa BlackRock perseguirà nell'esercizio della funzione di *stewardship* rispetto alle società in cui ricopre il ruolo di socio[425]. BlackRock intende porsi come esempio virtuoso sui mercati enunciando che aumenterà gli incontri con le partecipate, intensificherà le iniziative *ESG*, incrementando la trasparenza sulle sue attività ed eserciterà il proprio voto come strumento di pressione nelle società oggetto di investimento. In particolare, Fink ha dato avviso che BlackRock esprimerà voti contrari in assemblea quando gli amministratori non si atterrano agli *standard* di sostenibilità (sia a livello di politiche che di adeguata informazione), sostenendo che la *disclosure* deve essere un mezzo per creare un capitalismo inclusivo e non per una sostenibilità di facciata[426]. Le crisi che stiamo vivendo in questi anni, tra cui la principale è quella riferibile al *climate changing*[427], devono essere prese in considerazione dagli investitori. Il settore finanziario influisce inevitabilmente sulla vita delle persone ed è per questo che è forte l'esigenza di un maggior grado di responsabilità.

Un modello di finanza *green* applica il concetto di sviluppo sostenibile per creare valore a livello sociale e ambientale. Tuttavia, la strada per raggiungere questi obiettivi necessita di un apporto in termini più ampi e deve coinvolgere sia gli attori dei mercati finanziari che le istituzioni. Una svolta etica delle imprese e una finanza sostenibile rappresentano anche l'ambizioso obiettivo che si è data l'Unione europea, il cui raggiungimento costituirebbe il punto di arrivo di un lun-

---

[423] Basti pensare che gli asset sostenibili hanno visto un incremento del 96% rispetto al 2019, per un valore di 288 miliardi. Cfr. Simfund, Broadridge, GBI. Dati a novembre 2020. Fondi chiusi, esclusi fondi di fondi; inclusi fondi del Mercato Monetario.
[424] Cit. SANTORSOLA G., *Fattori ESG e investimenti socialmente responsabili*, cit.
[425] Le misure in tema di stewardship adottate da BlackRock sono puntualmente spiegate nella lettera ai clienti, V. BLACKROCK, *Sustainability as BlackRock's New Standard for Investing*, in www.blackrock.com/corporate/investor-relations/2020-blackrock-client-letter
[426] STRAMPELLI G., *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo?*, cit., pag. 57.
[427] Per osservazioni più dettagliate sui contenuti della Lettera, V. STRAMPELLI G., *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo?*, cit., pp. 56-62.

go percorso volto a modificare numerosi profili sia a livello economico che politico. Dal 2015 gli interventi europei e internazionali in materia si sono decisamente intensificati, definendo obiettivi progressivamente più considerevoli. I tre documenti di maggior rilievo adottati nel 2015 sono l'Agenda 2030 delle Nazioni Unite[428], l'Accordo di Parigi[429] (incentrato sulla lotta al cambiamento climatico[430]) e l'aggiornamento delle Linee guida dell'OCSE[431] (sulla diligenza delle imprese multinazionali). L'anno successivo la Commissione europea ha istituito un gruppo di esperti sulla finanza sostenibile (*High-Level Expert Group on Sustainable Finance*[432]), che nel 2018 ha pubblicato una relazione[433] volta a indagare le modalità con cui procedere all'elaborazione di una strategia finanziaria *green* per l'Unione europea. Tra gli aspetti principali emersi, si evidenzia la necessità di integrare i fattori *ESG* nel processo decisionale degli investitori[434]. Sempre nel 2018 la Commissione europea ha pubblicato l'*Action Plan Financing Sustainable Growth*[435] in cui vengono individuate dieci azioni per riorientare i flussi di capitale verso un'economia più sostenibile. Tra tutte, la decima azione è quella che cattura la nostra attenzione, riferendosi all'intenzione delle istituzioni europee di promuovere un governo societario sostenibile e attenuare la visione *short-term* nei mercati[436].

[428] Il documento elenca i diciassette *Sustainable Development Goals*. Questi sono già stati integrati in alcune delle imprese più grandi e rilevanti. In particolare, tra i vari obiettivi, si è registrata una forte sensibilità verso il fattore climatico e la riduzione di emissioni di CO2.
[429] Cfr. Accordo di Parigi, dicembre 2015: è stato firmato da 195 Paesi, con l'obiettivo di fronteggiare l'emergenza climatica per ridurre il riscaldamento climatico.
[430] Sul piano strettamente climatico, giocano un ruolo fondamentale il Green Deal europeo (Commissione europea, Il Green Deal europeo, COM(2019) 640 final, 11 dicembre 2019) e il Piano di Investimenti per una Europa sostenibile (Commissione europea, Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni. COM(2020) 21 final, 14 gennaio 2020). Due atti che rinnovano l'impegno comunitario verso una finanza *green* e il raggiungimento della neutralità climatica (stimata al 2050). Il 2020 è stato segnato dalla pandemia da Covid-19, il cui impatto devastante ha portato all'adozione di un pacchetto di misure, tra cui l'iniziativa Next Generation EU (conosciuto come Recovery Fund) finalizzate al ripensamento di un'Europa che sia ecologica, digitale e resiliente.
[431] Cfr. Guida dell'OCSE sui doveri di diligenza delle imprese multinazionali
[432] Da qui "Hleg".
[433] Cfr. Final report of the High-Level Expert Group on Sustainable Finance, 2018.
[434] TEG Final Report on Climate Benchmarks' ESG Disclosures, September 2019.
[435] Commissione europea, Piano d'Azione per finanziare la crescita sostenibile, 2018.
[436] Per approfondire V. GLIOZZI E., *Lo short-terminismo e la direttiva n. 828 Ue del 2017*, in "Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Civile", fasc. 3, 1 settembre 2020, pag. 841.

Ancora prima dell'*Action Plan*, è stata la *Shareholder Rights Directive II* a compiere il primo passo verso la promozione di una *corporate governance* più sostenibile[437]. Il principio di trasparenza è il filo conduttore delle modifiche apportate da questo provvedimento alla Direttiva sugli azionisti 2007/36/CE, nell'ottica di incoraggiare un impegno a lungo termine degli stessi. Brevemente la *SHRD II* affina la disciplina degli emittenti, introducendo nuovi doveri e diritti in capo agli azionisti e chiedendo agli Stati membri di sostenere l'adozione e il potenziamento delle *best practices* che si erano in parte sviluppate sul mercato. Concretamente, il provvedimento si muove nel senso di enfatizzare il ruolo di ogni figura nel processo decisionale delle società. Attraverso meccanismi più trasparenti e inserendo obblighi di *disclosure* sui voti espressi e sulle politiche adottate, il legislatore europeo cerca di creare le condizioni per responsabilizzare gli investimenti degli azionisti, soprattutto rispetto a profili di particolare rilievo come le remunerazioni degli amministratori. La linea direttrice adottata prevede una forte spinta verso l'integrazione dei fattori *ESG* negli investimenti e nei meccanismi di governo societario al fine di migliorare il processo decisionale e potenziare gli strumenti di monitoraggio sull'operato dei gestori delle società. Il legislatore comunitario, partendo dal fermo convincimento che il mancato esercizio dei diritti sociali da parte degli azionisti abbia limitato la capacità di questi e del mercato di monitorare l'andamento delle società partecipate[438], ha cercato con questo provvedimento di arginare la mancanza di responsabilità e di "attivismo" da parte dei soci, che rappresenta un ostacolo al raggiungimento di una dimensione più sostenibile dell'impresa. La *corporate governance* delle società quotate contribuisce alla c.d. *corporate social responsability* (*CSR*)[439] nella misura in cui il governo societario stabilisce e coordina una serie di strumenti, regole, processi e relazioni aziendali che indirizzano verso una corretta gestione dell'impresa, equilibrando i vari interessi in gioco[440]. L'idea di un'impresa socialmente responsabile si lega inevitabilmente ad una durata nel tempo della stessa e soprattutto alla necessità che siano

[437] I primi cenni di regolamentazione della materia a livello comunitario avevano soprattutto carattere programmatico, contenendo enunciazioni di principio e a tutt'oggi molte delle azioni europee sono in attesa di essere definite e concretizzate.
[438] LENER R., *Il ruolo degli investitori istituzionali e l'assemblea*, cit., pp. 506.
[439] MONTALENTI P., *L'interesse sociale: una sintesi*, cit., pp. 303-319.
[440] SANTORSOLA G., *Fattori ESG e investimenti socialmente responsabili*, cit.

valorizzati non solo i rapporti con i vari soggetti economici, ma con tutti i soggetti "esterni" (*stakeholder*) che fanno parte della comunità di riferimento. Quello che è fondamentale sottolineare è che la Direttiva in esame crea un *set* di nuovi strumenti decisamente innovativi. Questi non sono funzionali alla mera "comunicazione" della sostenibilità, bensì offrono una possibilità di integrazione dei nuovi principi a livello strutturale nelle società quotate, educando l'impresa e i suoi attori a una cultura sostenibile. I nuovi obblighi in materia di trasparenza stabiliscono che gli *asset manager* dimostrino ciò che realmente fa parte della strategia aziendale. La *disclosure* di informazioni non è prevista per etichettare la società come "impresa sostenibile", ma per permettere ai mercati, agli *stakeholder* e agli altri investitori di avere gli strumenti per operare una corretta valutazione dell'impatto della società e del perseguimento del successo sostenibile dell'impresa. Una comunicazione trasparente serve a creare responsabilità e coscienza critica negli altri soggetti del mercato, dai consumatori agli investitori.

A margine di queste nuove prospettive europee (e internazionali) rispetto alla funzione degli azionisti e, in particolare, degli investitori istituzionali occorre interrogarsi sull'effettivo ruolo di questi soggetti rispetto al futuro delle società quotate. Certi del fatto che investimenti più responsabili siano necessari e utili per il benessere sociale, non sempre questa strada risulta percorribile[441]. L'obiettivo generale dell'Unione europea è quello di ridisegnare il paradigma della finanza pubblica. Questa enorme sfida non può essere fronteggiata solo dagli investitori, ma è necessario l'intervento delle istituzioni e dei governi per colmare le carenze che ancora oggi si registrano in materia di governo societario. Se da un lato non è prospettabile che la soluzione abbia come unici protagonisti gli azionisti delle emittenti, dall'altra, una volta adottate riforme adeguate che prendano in considerazione tutte le parti della struttura societaria, questi potranno apportare un contributo decisivo nell'orientare la società verso obiettivi sostenibili.

Nonostante il riconoscimento dei notevoli sforzi portati avanti negli ultimi anni, gli elementi su cui lavorare sono ancora molti prima di procedere a quella riorga-

---

[441] STRAMPELLI G., *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo?*, cit., pp. 64-68.

nizzazione societaria che permetta il contributo di tutti verso il successo sostenibile. Ciò che emerge a livello europeo dopo l'adozione e la trasposizione della Direttiva è un contesto che riconosce la rilevanza giuridica degli interessi degli *stakeholder*, ma che ancora non mette a disposizioni per quest'ultimi strumenti adatti alla loro tutela[442]. I soci, gli amministratori e gli *stakeholder* hanno ruoli ben definiti ed estremamente diversificati con riferimento ai processi decisionali, a cui raramente gli *stakeholder* possono prendere parte. Questi soggetti, grazie alle nuove previsioni della *SHRD II* in tema di *disclosure*, vengono informati rispetto all'impatto sociale ed ambientale dell'operato della società, nonché sulle modalità effettive attraverso cui vengono perseguiti i loro interessi. Tuttavia, la tutela auspicata dalle enunciazioni di principio non trova un effettivo riconoscimento in termini di strumenti adatti a intervenire in sede decisionale, ma viene affidata unicamente alla trasparenza della gestione e alla reazione del mercato[443]. Nonostante i passi importanti che si sono mossi con la *SHRD II* nell'ottica di coinvolgere gli azionisti, quello che ancora manca nella disciplina europea è la previsione di poteri concreti di azioni o reazione attribuiti a queste figure[444]. Il coinvolgimento attivo di questi soggetti potrebbe avvenire sia a livello di consultazione[445] che a livello di cogestione[446]. Un cambiamento di tale portata, se pur auspicabile, non poteva trovare una dimensione adeguata unicamente attraverso la *SHRD II*.

Vi è un altro profilo che interessa la *corporate governance* sostenibile di cui la Commissione europea era tornata a occuparsi nel 2018 nell'ambito del Piano di

---

[442] V. CAPELLI I., *La sostenibilità ambientale*, cit.
[443] Come abbiamo visto nei precedenti capitoli, le tipologie di informazioni richieste sono, ormai, bene definite e dettagliate, indirizzandosi gli obblighi informativi non solo alla pianificazione e programmazione strategica dell'impresa, ma anche al perseguimento del successo sostenibile e degli interessi a lungo termine, con la necessità che tali elementi possano essere oggetto di riscontro tramite gli appositi strumenti.
[444] In mancanza di una disciplina vincolante a livello comunitario è comunque auspicabile che gli Stati membri o le singole società (a livello statutario) si muovano in tal senso. Gli stessi principi OECD auspicano un cambio di direzione in tale senso, tramite una diretta partecipazione degli *stakeholder* a determinate scelte, V. OECD (2015), G20/OECD Principles of Corporate Governance, OECD Publishing, Paris, in https://dx.doi.org/10.1787/9789264236882-en
[445] DENOZZA F., STABILINI A., *Principals vs. Principals: the twilight of the "agency theory", in "The Italian Law Journal*", 2017, pag. 531 ss.
[446] MARCHETTI P., VENTORUZZO M., *La via legislativa alla sostenibilità. Riparliamo di cogestione?*, in "Corriere della Sera", 2 dicembre 2019, L'economia.

Azione[447]. La stessa ha pubblicato un documento di consultazione[448] che segna le possibili tappe future in materia. Tra le varie proposte, si è ipotizzata anche una nuova modifica della Direttiva sui diritti degli azionisti[449]. La nuova linea direttrice si concentra particolarmente sulla necessità di ridefinire i doveri fiduciari degli amministratori, cercando quel bilanciamento di interessi di tutti i soggetti coinvolti funzionale all'adozione di una visione *long-term*, la quale contribuirebbe al raggiungimento del successo sostenibile dell'impresa. Dopo le severe critiche mosse dai partecipanti alla consultazione[450], si è ravvisata la necessità che la Commissione formuli nuove proposte di regolamentazione solo successivamente a un'attenta analisi dell'evoluzione del mercato e delle emittenti rispetto ai risultati di breve o lungo termine (tenendo in considerazione tutti i possibili fattori), nonché dell'impatto della regolamentazione. Emerge, quindi, la volontà di affinare la normativa societaria rispetto al tema della sostenibilità, per cui sono necessari ulteriori cambiamenti in un quadro già profondamente mutato in tempi recenti[451].

In conclusione, possiamo affermare che nei prossimi anni il ruolo delle società (quotate e non) sarà decisivo per il raggiungimento degli ambiziosi obiettivi europei in tema di finanza sostenibile. In questo scenario è importante che le Istituzioni pongano l'attenzione sui futuri interventi legislativi in materia di *corporate governance*.

Per ottenere risultati virtuosi è necessario il supporto di adeguati provvedimenti, che si concentrino sulle carenze più evidenti mantenendo una visione globale del

---

[447] Cfr. Decima azione del Piano.
[448] Ad esito della prima consultazione è stato pubblicato il relativo Documento sull'iniziative "*Sustainable corporate governance"*, posto nuovamente in consultazione il 26 ottobre 2020 fino all'8 febbraio 2021, Commissione Europea, in www.ec.europa.eu
[449] Direttiva 2007/36/CE.
[450] V. Relazione 2020 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate, 8° Rapporto sull'applicazione del codice di autodisciplina, Comitato per la Corporate Governance, Dicembre 2020, pp. 25-26.
[451] Nel fare questo risulta importane che la Commissione non sottovaluti l'evoluzione dell'autodisciplina e delle *best practices* delle emittenti, che sono decisamente orientate a prospettive *long-term* e sostenibili. Il coinvolgimento dei Presidenti dei principali comitati europei nella redazione delle nuove misure è auspicabile al fine di creare un set di strumenti e regole che sia in linea con la realtà delle emittenti, valorizzando il ruolo dei codici di *corporate governance* e bilanciando la dimensione legislativa con l'autodisciplina; V. Relazione 2020 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate, 8° Rapporto sull'applicazione del codice di autodisciplina, Comitato per la Corporate Governance, Dicembre 2020, pp. 22-27.

settore. La riflessione a monte delle decisioni del legislatore comunitario deve avere carattere ampio. Per una *corporate governance* sostenibile è necessario enfatizzare il ruolo di ogni singolo attore, creando un clima di collaborazione, interazione e monitoraggio reciproco. I riferimenti contenuti nella *SHRD II* in tema di coinvolgimento degli azionisti, trasparenza e *disclosure* e interessi a lungo termine non devono essere percepiti come fini a sé stessi, ma come elementi capaci di integrarsi con gli interessi di altri soggetti, con gli obiettivi finanziari e con i risultati economici dell'impresa. La strategia aziendale deve essere declinata in modo diverso a seconda delle caratteristiche dell'impresa, del mercato in cui operano e del contesto sociale e storico, valutando di volta in volta l'opportunità di operare determinate scelte. La dimensione sostenibile della società deve essere concepita come la capacità di far dialogare tutte le parti interessate. Le misure della *SHRD II* ridefiniscono la figura degli azionisti delle società, fornendo loro gli strumenti adatti a svolgere un ruolo proficuo nelle dinamiche societarie. Per ottenere risultati concreti sarà necessario introdurre novità in tal senso anche per amministratori e *stakeholder*. Una volta delineati in modo puntuale diritti e doveri in capo ai diversi attori delle società, questi potranno svolgere al meglio il loro ruolo.

La convergenza di diversi interessi nel dialogo tra società, amministratori, azionisti e *stakeholder* potrebbe essere un'occasione per bilanciare e allineare le parti verso un comune obiettivo da cui trarrebbero beneficio l'impresa, il mercato e la società civile in generale. Se il percorso volto al miglioramento della *corporate governance* non è ancora terminato, sicuramente l'Unione europea ha gettato le basi per riuscire a fronteggiare la sfida della sostenibilità. In questi anni, accanto a una crescente sensibilità delle imprese rispetto ai temi ambientali e sociali si affianca un impianto legislativo più completo[452].

Resta da sottolineare la presenza di un elemento che sfugge, almeno in parte, alle regole legislative: la sostenibilità è un impegno e un'attitudine che deve essere in-

[452] Le future iniziative dell'Unione europea (come i *Green Bond*) e l'accelerazione che si registra nell'attuazione del Piano di Azione daranno un netto contributo al completamento della svolta sostenibile del settore finanziario.

tegrata verticalmente a ogni livello della struttura aziendale e avvertita come una necessità da tutti i componenti (*shareholder* e *stakeholder*).

In un simile contesto, il 2020 è stato sicuramente un anno da analizzare. La pandemia da virus Covid-19, che ha colpito prima la Cina e poi l'intero pianeta, ha fatto crollare i mercati finanziari scatenando una crisi globale. Le conseguenze economiche sono state di varia natura. Da un lato, sono stati molti i settori economici colpiti negativamente; al contrario, alcune industrie hanno conosciuto una crescita senza precedenti. Gli effetti del Covid-19 hanno avuto riflessi anche sulle dinamiche societarie. A titolo di esempio il Decreto Cura Italia[453] ha ampliato i termini ordinari per lo svolgimento dell'assemblea generale annuale, oltre al permettere il ricorso a tutti gli strumenti che rendono possibile la partecipazione e il voto senza la presenza fisica dei titolari[454]. Dall'altro lato questa situazione di "stallo" ha sicuramente ispirato un ripensamento di molte imprese in chiave sostenibile e inclusiva, portandole a una maggiore consapevolezza dell'impatto sociale delle loro attività. In uno scenario simile, le aziende hanno avvertito l'esigenza e il dovere morale di dare un supporto ai loro dipendenti dimostrando un'attitudine attenta alle istanze sociali[455].

Le imprese sono state reattive rispetto alla situazione emergenziale, mettendosi a disposizione degli *stakeholder*, innovando i loro metodi produttivi e organizzativi per non interrompere la produzione e la distribuzione dei beni di prima necessità e, dove possibile, riconvertendo gli stabilimenti in tempi brevi. Contemporaneamente, le aziende in questo momento storico hanno bisogno di protezione da parte

---

[453] V. art. 106 del decreto-legge n. 18 del 17 marzo 2020.

[454] Misure simili sono state previste anche in altri Stati membri: Belgio, Spagna, Polonia e Svezia hanno già approvato il prolungamento dei termini fino ai primi mesi del 2021; V. Relazione 2020 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate, 8° Rapporto sull'applicazione del codice di autodisciplina, Comitato per la Corporate Governance, Dicembre 2020, pag. 14.

[455] A titolo di esempio, durante la pandemia il gruppo Luxottica ha adottato un pacchetto di misure che hanno coinvolto tutti i soggetti, dai dipendenti fino ai *manager* (le figure con gli stipendi più alti). In breve, il pacchetto prevede l'integrazione al 100% dello stipendio dei dipendenti in cassa integrazione, il riconoscimento di un bonus ulteriore per chi, invece, ha continuato a lavorare garantendo la filiera produttiva. L'azienda, inoltre, ha incoraggiato i *manager* a ridurre i loro stipendi, sulla scia di quanto fatto dell'amministratore delegato Milleri. In un momento di profonda crisi globale, Luxottica ha risposto investendo sul benessere dei propri lavoratori, cercando di creare un senso di comunità e sicurezza; V. SACCHI M.S., *Luxottica integra la cig al 100% e riduce lo stipendio dei manager*, in "Corriere della Sera", L'Economia, 2 aprile 2020.

delle istituzioni (nazionali e comunitarie): una protezione che dovranno a loro volta restituire ai cittadini per affrontare una situazione grave e inaspettata, innescando così "*un percorso circolare virtuoso*"[456]. Fronteggiare una situazione inusuale come la pandemia non ha richiesto uno sforzo solo economico da parte delle imprese, ma anche "umano", enfatizzando l'importanza di una responsabilità sociale dell'impresa (*CSR*). È questo il momento per tradurre il perseguimento del "*successo sostenibile*" in azioni concrete, sia da parte dei legislatori che dalle stesse società.

[456] "*Questo è il successo sostenibile: rafforzare il Paese per consentire, a sua volta, al Paese, di continuare a sostenere l'impresa a livello di domanda e di consumi*.", così TOMBARI U., *Siamo all'alba del successo sostenibile*, in "Il Sole 24 Ore", cit.

BIBLIOGRAFIA

ABRIANI N., *La Direttiva n. 2007/36/CE dell'11 luglio 2007: più tutela agli azionisti delle società quotate europee*, in "Rivista di diritto dell'impresa", 2007, p. 233 - 235.

ALVARO S., MAUGERI M., STRAMPELLI G., *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship. Problemi e prospettive*, in "Quaderno giuridico", Consob, n. 19, gennaio 2019.

ARMOUR J., HANSMANN H., KRAAKMAN R., *Agency problems, Legal strategies and enforcement*, in "Harvard Law School Cambridge", Paper N. 664, Luglio 2009, in http://www.law.harvard.edu/ .

ASSONIME, "*La Corporate Governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply or explain (anno 2019)*", Note e Studi 2/2020, in www.assonime.it .

BALP G., *Regulating Proxy Advisors through transparency: Pros and Cons of the EU Approach*, paper in "European Company and Financial Law Review", Marzo 2016, Vol. 14, N. 1.

BARONTINI R., BOZZI S., FERRARINI G., UNGUREANU M.C., *Directors' Remuneration Before and After the Crisis: Measuring the Impact of Reforms in Europe*, in "Cambridge University Press", 2013, Version presented at the 23rd Annual Meeting of the American Law and Economics Association, May 2013, paper reperibile al link www.ssrn.com .

BEBCHUK L.A., FRIED J.M., *Executive Compensation as an Agency Problem*, in "Journal of Economic Perspectives", Volume 17, No. 3, Estate 2003, pp. 71-92.

BELCREDI M., BOZZI S., CIAVARELLA A., *Say-on-pay in a context of concentrated ownership. Evidence from Italy*, in "Quaderni di finanza", Consob, V. 76, Febbraio 2014.

BEVIVINO G., *L'impatto sul mercato delle regole, legali e convenzionali, relative ai rapporti fra imprese e "stakeholders"*, in "Mercato concorrenza regole", 2019, fasc. 3, pp. 491-512.

BEVIVINO G., *La responsabilità sociale delle imprese fra autonomia privata, nuovi obblighi di legge e prospettiva rimediale*, in "Analisi Giuridica dell'Economia, 2018, fasc. 1, pp. 95-123.

BISONI C., FERRETTI R., *Il consiglio di amministrazione tra vincoli regolamentari e vincolo della creazione di valore*, in "Banca Impresa Società", 2019, fasc. 2, pp. 229-250.

BLACKROCK, *Sustainability as BlackRock's New Standard for Investing*, in www.blackrock.com/corporate/investor-relations/2020-blackrock-client-letter

BONOMO F., *Consulenze di voto più trasparenti per le quotate*, in "Il Sole 24 ore - Norme e Tributi", 16 settembre 2019, pag. 20.

BONOMO F., *Per gli investitori istituzionali sfida dell'"engagement policy"*, in "Il Sole 24 ore - Norme e Tributi", 5 agosto 2019, pag. 18.

BRIGHENTI S., *Brevi riflessioni sul diritto di voto dei titolari di strumenti finanziari partecipativi e sul principio di supremazia degli azionisti*, in "Orizzonti del diritto commerciale. Rivista online", 2018, fasc. 3, pp. 70-95.

CAMPOBASSO M., *Il futuro delle società di capitali*, in "Banca Borsa Titoli di Credito", fasc. 1, febbraio 2019, pp. 138-152.

CAMPOBASSO M., *I compensi degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*, in "Rivista delle società", 2011, pp. 702-728.

CAPELLI I., *La sostenibilità ambientale e sociale nelle politiche di remunerazione degli amministratori delle società quotate: la rilevanza degli interessi degli*

stakeholder dopo la SHRD II, in "Orizzonti del diritto commerciale. Rivista Online", 2020, fasc. 2, pp. 553-588.

CACIOLLI T., *L'attivismo societario: minaccia o opportunità?*, in "Il Nuovo Diritto delle Società", 2019, fasc. 5, pp. 699 – 726.

CHEFFINS B., ARMOUR J., *Offensive Shareholder Activism in U.S. Public Companies, 1900-49*, in "University of Cambridge Faculty of Law Research", Paper N. 09/2011, 11 Febbraio 2011.

CHIAPPETTA F., *Diritto del governo societario*, CEDAM, Milano 2020.

CHIRIELEISON C., *Lo Shareholder come Stakeholder critico: verso una corporate governance orientata alla responsabilità sociale*, in "Notizie di Politeia", Anno XXIII - N. 85/86, 2007, Numero speciale, pp. 497 ss.

CIAVARELLA A., LINCIANO N., SIGNORETTI R., *Sostenibilità e diversità nelle società quotate italiane nel Rapporto Consob sulla corporate governance*, in "Bancaria", Settembre 2019, Settembre 2019, pp. 86-94.

CIAVARELLA A., LINCIANO N., SIGNORETTI R., *La governance delle società quotate italiane: investitori istituzionali, assetti proprietari e board*, in "Bancaria", Aprile 2019, fasc. 4, pp. 66-72.

Codice di autodisciplina spagnolo: *El gobierno de las sociedades cotizadas*, Código Etico de los Consejos de Administración de las Sociedades a petición del Gobierno Español, CNMV, 26 febbraio 1998, Madrid, reperibile al link: http://www.cnmv.es/Portal_Documentos/Publicaciones/CodigoGov/govsocot.pdf

CODAZZI E., *Il voto degli azionisti sulle politiche di remunerazione degli amministratori: la disciplina italiana e il modello comunitario di "say on pay"*, in "Orizzonti del diritto commerciale. Rivista online", fasc. 2, 2016.

Commissione europea, "*La proposta della Commissione europea rafforza l'impegno degli azionisti e dà loro voce in capitolo sulle remunerazioni degli amministratori nelle maggiori società europee*", Comunicato stampa, Bruxelles, 9 aprile 2014, in www.ec.europa.eu

Corporate Purpose, Briefing, in "The Economist", 24th August 2019, pp. 14-16.

COSSU M., *L'attivismo degli investitori non istituzionali in Italia*, in "Banca Borsa Titoli di Credito", fasc. 3, 1 giugno 2017, pag. 398 ss.

CRISCIONE A., *Identificazione degli azionisti ancora difficile*, in "Il Sole 24 Ore – PLUS 24", agosto 2020, pag. 8.

CRISCIONE A., *La Corporate governance mira al successo sostenibile*, in "Il Sole 24 ore", 10 dicembre 2019, pag. 23.

CRISCIONE A., *Nelle società quotate aumenta il peso degli istituzionali*, in "Il Sole 24 ore – PLUS 24", giugno 2019, pag. 15.

CRISCIONE A., *I proxy advisor finiscono sotto il controllo Consob*, in "Il Sole 24 ore – PLUS 24", novembre 2018, pag. 17.

D'AGOSTINO G., Audizione del Vicedirettore Generale della CONSOB Giuseppe D'Agostino, Roma, Atto del Governo n. 071, 6 marzo 2019.

D'ANGERIO V., *ESG, ecco gli indicatori utili per verificare se un'azienda è veramente sostenibile*, in "Il Sole 24 Ore", 8 ottobre 2020, in www.ilsole24ore.com

DENOZZA F., *Lo scopo della società: dall'organizzazione al mercato*, in "Orizzonti del diritto commerciale. Rivista online", 2019, fasc. 3.

DENOZZA F., STABILINI A., *Principals vs. Principals: the twilight of the "agency theory",* in "The Italian Law Journal", Edizioni Scientifiche Italiane, 2017, pag. 531 ss.

DENOZZA F., *Quale quadro per lo sviluppo della Corporate governance?*, in "Orizzonti del diritto commerciale. Rivista Online.", Fasc. 1, 2015.

EREDE M., SANDRELLI G., *Attivismo dei soci e investimento "short-term": note critiche a margine del dibattito europeo sulla "corporate governance" - Inappropriate short-term activism vs. appropriate long-term engagement*, in "Rivista delle Società", 2013, fasc.5, pp. 931-984.

ESMA, *An overview of the Proxy Advisory Industry. Considerations on Possible Policy Options*, Discussione Paper, 22 March 2012, ESMA/2012/212, No. 66.

EY for the European Commission DG Justice and Consumers, *Study on directors' duties and sustainable corporate governance*, Luglio 2020.

FASCE F., *L'impresa irresponsabile. Scandali, potere economico e democrazia in prospettiva storica*, in "Contemporanea", Fascicolo 2, aprile 2006, pp. 371-380.

FINK L., *A Fundamental Reshaping of Finance*, in https://www.blackrock.com/us/individual/larry-fink-ceo-letter

FINK L., *Larry Fink's 2021 letter to CEOs*, in https://www.blackrock.com/us/individual/2021-larry-fink-ceo-letter

GALLEGO CÓRCOLES A., *Estudio sobre la Directiva relativa al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas (nivel de conocimiento y de preparación en Alemania, los Países Bajos, Italia, España y Reino Unido)*, in "Revista de Derecho de Sociedades", N. 56, 2019.

GALLEGO CÓRCOLES A., *Los asesores de voto (proxy advisors) en la Directiva (UE) 2017/828, sobre el fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas y en la propuesta de Corporate Governance Reform and Transparency Act of 2017 en Estados Unidos*, in "Revista de Derecho de Sociedades", N. 52 (gennaio – aprile 2018), 2018, pp. 415-444.

GALLINO L., *L'impresa irresponsabile*, Einaudi, ET Saggi, 2009.

GARILLI C., *Il coinvolgimento di soci e "stakeholders" nella determinazione delle remunerazioni degli amministratori. Prime riflessioni alla luce della proposta di direttiva modificativa della "Shareholder Rights Directive"*, in "Orizzonti del diritto commerciale. Rivista online", 2016, fasc. 1.

GELLES D., YAFFE-BELLANY D., *Shareholder Value is no longer everything, Top C.E.O. say*, in "The New York Times", 19 agosto 2019, in www.nytimes.com

GILLAN S., STARKS L., *The Evolution of Shareholder Activism in the United States*, in "Journal of Applied Corporate Finance", 19 (Issue 1), 2007, pp. 55-73.

GLIOZZI E., *Lo short-terminismo e la direttiva n. 828 Ue del 2017*, in "Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Civile", fasc. 3, 1 settembre 2020, pag. 841 ss.

GUACCERO A., *L'attivismo azionario: verso una riscoperta del ruolo dell'assemblea?*, in Rivista delle società, 2016 fasc. 2-3, pp. 409 – 426.

HIRT H-C., JONES A., *The Shareholder Rights Directive II*, in "Harvard Law School Forum on Corporate Governance", Aprile 2019, reperibile al link: https://corpgov.law.harvard.edu/2019/04/04/the-shareholder-rights-directive-ii/ .

HLEG, *Final report of the High-Level Expert Group on Sustainable Finance*, 31 January 2018, in www.ec.europa.eu

KPMG – NEDCOMMUNITY, *"Informativa extra finanziaria: da compliance a governance strategica dei rischi e delle opportunità"*, Rapporto, II edizione, novembre 2019, in https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/it/pdf/2020/01/2019-Survey-DNF.pdf

LANDI A., *Un decennio di regole finanziarie anticrisi*, in "Banca Impresa Società", 2019, fasc. 2, pp. 175-182.

LENER R., *Il ruolo degli investitori istituzionali e l'assemblea*, in "Analisi Giuridica dell'Economia", dicembre 2019, fasc. 2, pp. 505-516.

LENER R., *Il ruolo della corporate* governance *nell'economia globale*, in "Banca Impresa Società", 2017, fasc. 1, pp. 3-14.

MARCHETTI P., *Il nuovo codice di autodisciplina delle società quotate*, in "Rivista delle società", 2020, fasc. 1, pp. 268-301.

MARCHETTI P., VENTORUZZO M., *La via legislativa alla sostenibilità. Riparliamo di cogestione?*, in "Corriere della Sera", L'economia, 2 dicembre 2019.

MARCHETTI P., *Codici di condotta, "Corporate governance" e diritto commerciale*, in "Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni", 2019, fasc. 1, pp. 23-36.

MARCO ALCALÁ L.A., *Directiva 2017/828/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, por la que se modifica la Directiva 2007/36/CE en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas*, in "Ars Iuris Salmanticensis", Rivista Online, vol. 5, núm. 2, 2017, pp. 192-197.

MAUGERI M., *"Proxy advisors" esercizio del voto e doveri "fiduciari" del gestore*, in "Orizzonti del diritto commerciale. Rivista online", 2016, fasc. 1.

MAZZINI F., *Sulle remunerazioni degli amministratori si punta alla chiarezza*, in "Guida al Diritto", n. 28, giugno 2019, pp. 26-31.

MEFOB, ASSOFONDIPENSIONE, *Considerazioni sul principio del comply or explain*, novembre 2020.

MISHEL L., WOLFE J., Rapporto del 14 agosto 2019, Economic Policy Institute, in www.epi.org .

MONTALENTI P., *L'interesse sociale: una sintesi*, in "Rivista delle Società", fasc. 2, giugno 2018, pp. 303-319.

MONTALENTI P., *Impresa, società di capitali, mercati finanziari*, GIAPPICHELLI, Torino, 2017.

MONTALENTI P., *Investitori istituzionali e amministratori nelle società quotate: problemi e proposte*, in "Orizzonti del diritto commerciale. Rivista online", 2016, fasc. 1.

MONTALENTI P., *Mercati finanziari, investitori istituzionali e società quotate*, in "Rivista delle società", 2015, fasc. 5, pp. 957-963.

MONTALENTI P., *Crisi finanziaria, struttura dell'impresa, corporate governance,* in "Orizzonti del diritto commerciale. Rivista online", 2013, fasc. 1.

MULA L., *La revisione della Direttiva sui Diritti degli Azionisti: un nuovo approccio all'UE alla corporate governance delle società quotate*, 12 giugno 2017, reperibile in www.dirittobancario.it/approfondimenti .

ONADO M., *La regolazione finanziaria dopo la crisi*, in "Banca Impresa Società", 2019, fasc. 2, pp. 195-209.

PALÁ LAGUNA R., *Anteproyecto de Ley de 24 de mayo del 2019 por el que se adapta el Derecho español a la Directiva (UE) 2017/828 respecto al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas de la sociedad cotizada*, mayo 2019, in www.ga-p.com

PALMIERI M., *L'interesse sociale: dallo shareholder value alle società benefit*, in "Banca Impresa Società", 2017, fasc. 2, pp. 201-237.

PERRONE A. (a cura di), *Lo statement della Business Roundtable sugli scopi della società. Un dialogo a più voci*, in "Orizzonti del diritto commerciale. Rivista online", fasc. 3, 2019.

Relazione 2020 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate, 8° Rapporto sull'applicazione del codice di autodisciplina, Comitato per la Corporate Governance, Dicembre 2020, in www.borsaitaliana.it .

Relazione 2019 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate, 7° Rapporto sull'applicazione del codice di autodisciplina, Comitato per la Corporate Governance, Ottobre 2019, in www.dirittobancario.it .

Relazione sulla proposta di direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti e la direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda taluni elementi della relazione sul governo societario, Relatore Sergio Cofferati, COM (2014)0213 – C7-0147/2014 – 2014/0121(COD).

RIGANTI F., *Disclosure non finanziaria e diritto delle società: aspetti di corporate governance e (possibili) ricadute in tema di interesse sociale*, in "Le Nuove Leggi Civili Commentate", fasc. 2, 2019, pp. 458-478.

RIGANTI F., *La nuova direttiva sui diritti degli azionisti: alcune riflessioni introduttive (direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento europeo e del Consiglio del 17 maggio 2017*, in "Le Nuove leggi civili commentate", fasc. 3, 2018, pp. 772-794.

RODRÍGUEZ MARTÍNEZ I., *Las nuevas obligaciones de los intermediarios en materia de identificación, transmisión de información y facilitación del ejercicio de los derechos del socio inversor de sociedades cotizadas*, in "Revista de Derecho Mercantil", N. 311, 2019, pag. 121-176.

SANTORSOLA G., *Fattori ESG e investimenti socialmente responsabili*, in "Diritto Bancario", Approfondimenti (Finanza), 28 agosto 2019.

SACCHI M.S., *Luxottica integra la cig al 100% e riduce lo stipendio dei manager*, in "Corriere della Sera", L'Economia, 2 aprile 2020.

SALERNO E.M., *Soluzioni normative di governo globale ai problemi di enforcement del diritto finanziario internazionale*, in "Banca Impresa Società", 2019, fasc. 3, pp. 461-496.

SIGNORETTI R., *Sostenibilità e diversità nelle società quotate italiane nel rapporto Consob sulla Corporate Governance*, in "Bancaria", 2018, fasc. 9, pp. 86-94.

SIRI M., *L'integrazione della sostenibilità nel sistema europeo di protezione degli investitori*, in "Banca Impresa Società", 2020, fasc. 1, pp. 3-45.

SOLDATI N., *La trasposizione delle direttive DSHR e le deleghe di voto nel testo unico della finanza (TUF)*, in "Contratto e impresa", 2020 fasc. 1, pp. 360 – 392.

SPATARO G., *La* Corporate Governance *delle Società quotate: il nuovo codice,* 3 marzo 2020, in www.iusinitinere.it

Statement on the Purpose of a Corporation, Business Roundtable, agosto 2019, consultabile al link: https://opportunity.businessroundtable.org/ourcommitment/

STELLA RICHTER jr M., *Partecipare, intervenire e assistere alle adunanze degli organi collegiali delle società azionarie*, in "Rivista delle società", 2013, I, p. 892 – 904.

"*Stipendi manager: Ue cambia governance, decisione ad azionisti*", ANSA Europa, 9 aprile 2014, in www.ansa.it

STOUT L., GRAMITTO S., *Corporate Governance as Privately-Ordered Public Policy: a proposal*, in "Orizzonti del diritto commerciale. Rivista online", 2018, fasc. 1.

STRAMPELLI G., *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell'ultima lettera annuale di BlackRock*, in "Rivista delle Società", 2020, pp. 51-71.

TAPIA HERMIDA A.J., *Implicación a largo plazo de los accionistas: Anteproyecto de Ley para la transposición de la Directiva 2017/828*, 31 mayo 2019, in www.ajtapia.com

TAPIA HERMIDA A.J., *La implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedadess cotizadas: Directiva 2017/828 y Regalmento de Ejecución (UE) 2018/1212*, 21 noviembre 2018, in www.ajtapia.com

TAPIA HERMIDA A.J., *Fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas la Directiva 2017/828 y el Reglamento de ejecución (UE) 2018/1212*, in "La Ley Unión Europea", 65, 2018.

TEG, Relazione finale sui Climate Benchmarks, "*Final Report on Climate Benchmarks' ESG Disclosures*", Settembre 2019.

TOMBARI U., *Siamo all'alba del successo sostenibile*, in "Il Sole 24 Ore", in www.ilsole24ore.it .

TOMBARI U., *"Poteri" e "interessi" nella grande impresa azionaria*, Milano, Giuffrè, 2019.

UNNIA F., *Società quotate più competitive; Gli obiettivi del D.Lgs 49/2019, che dà attuazione alla direttiva europea cosiddetta SHRD II*, in "Italia Oggi 7", 15 luglio 2019, Sezione Impresa, pag. 14.

VENTORUZZO M., *Il nuovo codice di Corporate Governance 2020: le principali novità*, in "Società", 4, 2020, pag. 439-447.

VITALI M.L., MIRAMONDI M., *La remunerazione degli amministratori di società quotate tra equilibrio degli interessi in gioco e assetti proprietari concentrati*, in "Diritto Bancario", 4, 2014, in www.dirittobancario.it .

VITALI M.L., MIRAMONDI M., *Il «say on pay» nel recente "Quaderno Consob"*, in "Diritto Bancario", Approfondimenti, Marzo 2014, in www.dirittobancario.it .

What are companies for?, in "The Economist", 24 agosto 2019, pp. 7-8.