



**UNIVERSITÀ
DI TRENTO**

**Facoltà di
Giurisprudenza**

Corso di Laurea Magistrale in Giurisprudenza

**REMUNERAZIONE GESTORIA E
SOSTENIBILITÀ D'IMPRESA: LA RISPOSTA
REGOLATIVA EUROPEA ALLE NUOVE SFIDE
DEI MERCATI**

**Relatrice:
Prof.ssa Elisabetta Pederzini**

**Laureanda:
Clara De Chirico**

Anno Accademico 2020/2021



**UNIVERSITÀ
DI TRENTO**

**Facoltà di
Giurisprudenza**

Corso di Laurea Magistrale in Giurisprudenza

**REMUNERAZIONE GESTORIA E
SOSTENIBILITÀ D'IMPRESA: LA RISPOSTA
REGOLATIVA EUROPEA ALLE NUOVE SFIDE
DEI MERCATI**

**Relatrice:
Prof.ssa Elisabetta Pederzini**

**Laureanda:
Clara De Chirico**

**Amministratori-Remunerazione-CorporateGovernance-Short-termism-
Sostenibilità**

Anno Accademico 2020/2021

Indice

Introduzione	5
1. Società per azioni, amministratori e compensi	8
1.1 Le società per azioni.....	8
1.2 Consob e quotazione.....	10
1.3 L'organo amministrativo	12
1.3.1 La relazione organo amministrativo-assemblea	13
1.4 Gli interessi rilevanti nell'assunzione delle scelte gestorie	14
1.4.1. Shareholders vs stakeholders	15
1.5 La regolamentazione della funzione gestoria: segue	17
1.6 Diritto al compenso.....	20
2. La remunerazione: difficoltà regolative	23
2.1 I costi di agenzia.....	23
2.2 Le questioni di progettazione: la competenza	31
2.3 Le questioni di progettazione: la struttura.....	36
2.4 L'impatto sociale della pubblicità informativa.....	40
2.5 L' <i>avidità</i> dei managers.....	44
2.6 La stabilità finanziaria della società	45
2.7 L'intervento legislativo tra obbligatorietà e flessibilità	46
3. La normativa europea sulla remunerazione	50
3.1 Direttive azionisti: obiettivi	50
3.1.1 Focus sulla riforma: nascita, promozione, impatto	51
3.2 Direttive azionisti: strumenti.....	54
3.3 Profili di diversità tra Prima e Seconda Direttiva azionisti.....	57
3.4 L'influsso della crisi economica nella genesi della modifica	61
3.4.1 Prima fase: pre-crisi.....	61
3.4.2 Seconda fase: post-crisi	66
3.4.3 Terza fase: correttivi	67
4. Le novità introdotte dalla Seconda Direttiva azionisti in tema di remunerazione	70
4.1 Say-on-pay: voto vincolante sulla politica di remunerazione (<i>ovvero</i> 1° sez.)	74
4.2 Resoconto annuale: voto consultivo sulla relazione sulla remunerazione (<i>ovvero</i> 2° sez.)	81
4.3 Struttura remunerativa.....	83

4.4 Comitato sulla remunerazione	92
4.5 Pubblicità e <i>pay disclosure</i>	94
5. L'attuazione della disciplina europea in Italia	98
5.1 Il Regolamento Emittenti	98
5.1.1 Le novità relative alla politica di remunerazione	100
5.1.2 Le novità relative alla relazione sulla remunerazione	102
5.2 Il Nuovo Codice di autodisciplina delle società quotate.....	102
5.2.1 Il <i>successo sostenibile</i> : obiettivi e strumenti d'azione nella prospettiva di una politica remunerativa incentivante	104
5.2.2 Implicazioni in tema di "funzionalizzazione" del tipo S.p.a.	108
5.2.3 Considerazioni applicative	119
6. Sanzioni, responsabilità e altri rimedi alle disfunzioni delle politiche remunerative	123
6.1 Le sanzioni amministrative	123
6.2 La responsabilità dei componenti dell'organo amministrativo.....	127
6.2.1 Le scelte retributive: applicabilità della Business Judgment Rule?	128
6.3 I rimedi "societari"	135
6.3.1 Invalidità delle delibere assembleari.....	135
6.3.2 Invalidità delle delibere consiliari	144
6.4 I rimedi "civilistici"	144
Conclusioni	148
Bibliografia	154
Sitografia	158
Giurisprudenza	160

Introduzione

La presente tesi di laurea si propone di indagare i cambiamenti, formali e sostanziali, cui abbia condotto la recente adozione della Direttiva 828/2017/UE (c.d. Seconda Direttiva azionisti) in relazione alla disciplina sulla remunerazione degli amministratori di società per azioni quotate.

Il *telos* che muove una simile ricerca è da individuare innanzitutto nella rilevanza della predetta Direttiva, non solo quale ulteriore passo in avanti verso un maggiore coinvolgimento degli azionisti nelle scelte di *governance*, attraverso l'attribuzione di nuove o più pregnanti prerogative, ma anche perché introduce significative innovazioni alla regolamentazione previgente e detta una cornice di principi a cui il legislatore nazionale è invitato ad adeguarsi. Un intervento che segna, dunque, un momento fondamentale per lo sviluppo della disciplina societaria, a livello comunitario e nazionale, e ne viene ormai a costituire un caposaldo. Esso, inoltre, acquista ulteriore rilevanza alla luce dei più recenti avvenimenti pandemici che, oltre a rappresentare un grave pericolo sul piano biologico e sanitario, hanno contribuito all'aggravarsi della condizione di recessione economica già da molti anni in corso. Cosicché la prescrizione in oggetto viene a costituire altresì uno strumento indispensabile di contenimento dei predetti rischi e, più in generale, si pone quale risposta armonizzata alle nuove esigenze di resilienza dei mercati.

La metodologia prescelta ai fini del presente lavoro è, a grandi linee, la seguente. In primo luogo, l'inquadramento generale degli argomenti trattati verrà garantito dal richiamo diretto delle fonti normative, di fonte nazionale interna ed estera e sovranazionale, di natura sia primaria che secondaria. In secondo luogo, saranno richiamate letture critiche e note di dottrina di recente formulazione ovvero più risalenti nel tempo, in modo da offrire un angolo di visuale diacronico della disciplina in esame, ma anche per consentire una realistica valutazione di quali siano stati i progressi regolamentari raggiunti e quali siano i prospettabili scenari futuri. Nondimeno, sarà fatto uso di dati, raccolti ed elaborati dalle autorità amministrative, quali la Consob, ovvero da enti di carattere privatistico, come ad esempio l'associazione fra le S.p.a. italiane (Assonime).

Il perimetro dello studio sarà tuttavia limitato, quanto all'oggetto, alla realtà delle società emittenti azioni in mercati regolamentati ed agli interventi prodotti dalla recente riforma sul piano della disciplina sulla remunerazione dei componenti dell'organo amministrativo (politiche, struttura ed eventuale attribuzione di strumenti finanziari partecipativi, modalità di corresponsione, forme di pubblicità, presenza di comitati interni a ciò dedicati, approvazione assembleare, *enforcement* e conseguenze per la violazione). Inoltre, l'analisi sarà riservata alle sole società che adottano il sistema di amministrazione e controllo tradizionale, con solo sporadici riferimenti alle differenze rispetto ai sistemi monistico e dualistico, dettate da esigenze comparatistiche. Neppure si avrà modo di scandagliare le pratiche remunerative a beneficio dei componenti di altri organi societari, primo fra tutti il collegio sindacale. Infine, per esigenze di speditezza, si è scelto di svolgere solo un brevissimo accenno alle forme retributive degli amministratori non rientranti nella categoria dei compensi ovvero delle remunerazioni (che s'intendono come sinonimi), stavolta giustificato da fini

esplicativi e di diversificazione rispetto, ad esempio, ai compensi dovuti per lo svolgimento di incarichi particolari ovvero agli onorari per prestazioni aliene da quelle richieste dalla funzione gestoria.

Si giungerà per tale via ad offrire una valutazione della disciplina di nuova formulazione in termini di adeguatezza delle misure adottate a livello sovranazionale e nazionale agli obiettivi perseguiti dal legislatore europeo. Finalità, queste, dalla natura eterogenea: sul piano generale, la Direttiva mostra interesse a garantire una maggiore stabilità economica e finanziaria delle imprese, nonché una maggior resilienza dei mercati al verificarsi di episodi di crisi; ad essi si accompagnano in via strumentale scopi più puntuali, quali il riconoscimento di un rafforzato ruolo dei soci nel monitoraggio *ex ante* ed *ex post* delle politiche remunerative predisposte dall'organo amministrativo, incoraggiando in tal modo l'adozione di scelte di *governance* profittevoli specialmente nel lungo periodo. Altrettanto vari sono gli strumenti prescelti: l'introduzione di un voto assembleare vincolante ed uno consultivo rispettivamente sulla politica di remunerazione e la relazione sulla remunerazione; la previsione per la società e alcune categorie di investitori di obblighi di vigilanza e di *disclosure* più stringenti, simili a quelli cui sono sottoposte le banche e le assicurazioni; l'attenzione rivolta all'adozione, a livello nazionale, di meccanismi sanzionatori efficaci a garantire una corretta applicazione delle misure così introdotte.

La risposta al quesito esposto in apertura, ossia se la novella meriti un apprezzamento sul piano operativo, non è agevole né tantomeno generalizzabile, poiché numerosi sono i parametri da tenere a mente in ragione delle peculiari caratteristiche dell'impresa volta in volta considerata, in termini di dimensioni, capitalizzazione, assetto proprietario, e così via. A tale varietà di circostanziale vanno poi sommate altre difficoltà applicative, essenzialmente legate all'inquadramento della vigente ed immutata disciplina civilistica italiana nel riformato contesto valoriale emergente a chiare lettere dalla Direttiva del 2017. Né si nasconda l'importanza dello svolgimento di tali valutazioni ai fini di una consapevole determinazione del *grado* di trasposizione delle asserzioni in fatti, ossia in mutamenti operazionali oggettivamente rilevabili ed esaminabili in termini di buona o cattiva riuscita dell'esperimento normativo. In ogni caso, prescindendo per un momento dalle soluzioni che si tenterà di offrire a tali specifiche problematiche, dal quadro disciplinare oggetto di trattazione non potrà che constatarsi l'emersione di un dato nitido e autoevidente: gli interventi normativi degli ultimi decenni hanno costituito un avanzamento ancora troppo timido e insufficiente, dovuto sia ad una errata individuazione dei presupposti operativi su cui l'azione normativa si è fondata, sia, di conseguenza, all'adozione di strumenti d'intervento dimostratisi inadeguati a realizzare un sostanziale miglioramento della *governance* delle società quotate. Invero, alla portata della Direttiva massimamente concentrata sulla figura del socio, quale difensore degli interessi della società in opposizione ai benefici personali voluti dai gestori, si è unita una quantomai deleteria trascuratezza nell'attribuzione di un'altrettanta rilevanza a tutta una serie di "attori societari", principalmente esterni all'impresa, portatori di interessi ad essa legati poiché concretamente toccati dalle scelte d'investimento assunte dalla società. È soltanto garantendo un'effettiva

partecipazione di *tutti* gli *stakeholders* alla gestione societaria (in senso lato), principalmente concedendo legittimazione agli amministratori nel perseguimento di interessi *diffusi* ulteriori rispetto al tradizionale fine lucrativo, che si potrà assicurare non solo la sostenibilità della grande impresa nel lungo periodo ma anche una solida ripresa da lungo tempo auspicata. Si augura, pertanto, che, anche per mezzo di una riformulazione dei puntuali profili normativi e delle declinazioni codicistiche entro cui trova fondamento e giustificazione il fenomeno dell'imprenditoria collettiva, le autorità nazionali e sovranazionali diano concreta dimostrazione che l'impegno da esse assunto, a livello di "rieducazione sociale" delle imprese e di chi ne dirige l'amministrazione, sia concretamente garantito quale principio cardine di un nuovo e più lungimirante ordinamento.

1. Società per azioni, amministratori e compensi

Il presente capitolo ha lo scopo di offrire al lettore un quadro generale della disciplina societaria maggiormente rilevante ai fini della ricerca qui condotta, secondo un percorso dal generale al particolare. Si partirà da una breve disamina delle caratteristiche salienti delle società per azioni, attribuendo particolare attenzione alla disciplina delle S.p.a. quotate; si procederà, quindi, ad indagare la figura dell'organo amministrativo, nella funzione svolta, negli interessi perseguiti e nei rapporti con l'organo assembleare; da ultimo, ci si soffermerà sul diritto al compenso a beneficio degli amministratori.

1.1 Le società per azioni

Le società per azioni costituiscono una *species* nel *genus* delle società di capitali, e presentano essenzialmente due peculiarità che le distinguono dalle altre società di capitali: in primo luogo, la responsabilità esclusiva della società con il suo patrimonio nei confronti delle obbligazioni sociali; in secondo luogo, la presenza di azioni a rappresentare la partecipazione sociale¹.

Le S.p.a. costituiscono, dal punto di vista qualitativo, l'archetipo delle società di capitali, benché il numero di società per azioni esistenti sia tutt'ora esiguo rispetto alle concorrenti tipologie societarie appena menzionate². La ratio dell'introduzione del modello societario S.p.a. è da ricondursi alla necessità di rispondere alle esigenze della grande impresa, in cui ai c.d. azionisti imprenditori – i.e. un limitato numero di soci animati da spirito imprenditoriale che conducono l'intrapresa economica – si affiancano i più numerosi azionisti risparmiatori – i.e. soci la cui partecipazione all'attività imprenditoriale è mossa dalla volontà di investimento del proprio risparmio, senza tuttavia essere interessati all'assunzione di ruoli decisionali od operativi³.

Il rapporto tra le due categorie azionarie non è univoco, ed anzi muta notevolmente a seconda che si guardi a società che non fanno appello al pubblico risparmio o a ristretta base azionaria (c.d. chiuse) ovvero a società che fanno ricorso al pubblico risparmio (c.d. aperte): se nelle prime l'eterogeneità della compagine azionaria è limitata, nelle seconde, invece, la diffusione dei titoli azionari fra il pubblico rende più accentuata l'esigenza di garantire un bilanciamento tra minoranza, attiva e competente, e maggioranza, scarsamente interessata e inesperta. Il quadro si complica ulteriormente se si considera la presenza di un'altra sottocategoria di società per azioni che fanno ricorso al

¹ Oltre alle società per azioni, appartengono al *genus* delle società di capitali anche le società in accomandita per azioni (S.a.p.a.) e le società a responsabilità limitata (S.r.l.). Difatti, nelle S.a.p.a. si realizza una distinzione tra soci accomandanti e soci accomandatari, per cui questi ultimi rispondono illimitatamente e solidalmente per le obbligazioni sociali, distinzione assente nelle S.p.a.; invece, nelle S.r.l. la partecipazione sociale non è mai rappresentata da azioni.

² Dal censimento Istat relativo all'anno 2015 e rielaborato da Legacoop nell'ottobre 2017, nel campione di 4.338.085 imprese censite, si distinguono 29.585 S.p.a. (pari allo 0,7%) e 815.111 S.r.l. (pari al 18,8%). Lo studio prosegue con l'analisi della natura giuridica delle imprese per singoli settori: ad esempio, per le attività manifatturiere a fronte di 9.543 S.p.a. (pari al 2,5%) sono presenti 117.777 S.r.l. (pari al 30,3%). Per una maggiore disamina si consulti il link <https://areastudi.legacoop.coop/wp-content/uploads/2017/12/Istat-.pdf> (ultima consultazione 15 gennaio 2021).

³ CAMPOBASSO, *Diritto commerciale Vol. 2, Diritto delle società*, Torino, 2015, p. 135 ss.

mercato del capitale di rischio⁴: le società quotate. La quotazione consiste essenzialmente nell'attribuzione alle azioni della società di un "valore" all'interno di un mercato regolamentato, ossia un mercato iscritto in un apposito elenco predisposto dalla CONSOB, organo pubblico di vigilanza del mercato dei capitali⁵.

Dal punto di vista disciplinare, le peculiarità strutturali e le diverse esigenze che caratterizzano questa triplice varietà di società per azioni, hanno comportato la presenza di molteplici fonti da applicarsi, a seconda dei casi, a tutti o solo ad alcune di esse. Più dettagliatamente, l'assetto normativo si compone di:

- a) Disposizioni del Capo V, Libro V, Titolo V Cod. civ., valide per tutte le società per azioni.
- b) Disposizioni speciali, contenute nel Cod. civ. ovvero in leggi speciali, applicabili alle sole società quotate, in deroga a quelle di cui al punto sub a).

La disciplina legislativa delle società quotate ha subito un'importante evoluzione negli ultimi decenni⁶, in ossequio ai perseguiti principi di informazione e di trasparenza⁷. Un primo approdo fu l'entrata in vigore della legge 7 giugno 1974, n. 216 (di conversione del decreto-legge 8 aprile 1974, n. 95). Con questo intervento venivano introdotti strumenti di maggior tutela della massa degli azionisti, primo tra tutti la possibilità di emissione di c.d. azioni di risparmio, prive di diritto di voto ma con diritto ad una maggiorazione del dividendo e veniva istituita la Commissione nazionale per le società e la Borsa (CONSOB). Vi fece seguito la riforma del mercato mobiliare del 1983, che comportò un incremento delle condizioni di efficienza e trasparenza del mercato del capitale di rischio, e condusse all'emanazione del più celebre Testo Unico della Finanza (t.u.f.), con il decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, in attuazione della normativa comunitaria⁸. In tal modo, si intendeva creare una migliore, più chiara e competitiva disciplina dei mercati e degli intermediari finanziari, in cui la tutela del risparmiatore venisse rafforzata e stimolata, soprattutto tramite una più puntuale precisazione dei meccanismi di *governance*, nonché attraverso il potenziamento degli obblighi informativi a carico delle emittenti. Si aggiungano poi gli interventi europei, rappresentati principalmente dalla c.d. Prima Direttiva Azionisti (Direttiva 2007/36/CE) attuata in Italia con decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 27 e aggiornata dalla c.d. Seconda Direttiva Azionisti (Direttiva (UE) 2017/828) a sua volta attuata con decreto legislativo 10 maggio 2019, n. 49.

⁴ Ai sensi dell'art. 2325-bis co. 1 c.c. sono considerate società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio le società con azioni quotate in mercati regolamentati o diffuse fra il pubblico in misura rilevante.

⁵ La disciplina relativa alla quotazione e ai poteri degli organi di vigilanza è contenuta nel decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (t.u.f.) alla Parte III, rubricata *Disciplina dei mercati*.

⁶ L'evoluzione è dettagliatamente ricostruita da CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, cit. pag. 143 ss.

⁷ SOTTORIVA, *Società quotate*, in *Il societario.it*, 4 giugno 2020, disponibile al link: <https://ilsocietario.it/bussola/societ-quotate> (ultimo accesso 27 febbraio 2021).

⁸ In particolare, della Direttiva del Consiglio del 10 maggio 1993 n. 93/22/CEE, relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari e della Direttiva 93/6/CEE del 15 marzo 1993, relativa all'adeguatezza patrimoniale delle imprese d'investimento e degli enti creditizi.

Da ultimo, sul piano regolamentare, si ricordano le seguenti fonti:

- a) il Regolamento emittenti, adottato dalla CONSOB con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 (successivamente aggiornato, da ultimo, con le delibere n. 21623 e n. 21625 del 10 dicembre 2020 e n. 21639 del 15 dicembre 2020, in vigore dal 1° gennaio 2021);
- b) il Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.a., adottato con delibera assembleare del 29 aprile 2005 e approvato dalla Consob con delibera n. 15101 del 5 luglio 2005, recentemente emendato⁹;
- c) il Codice di Autodisciplina delle società quotate, redatto nel 1999 dal Comitato per la *Corporate Governance* promosso da Borsa Italiana S.p.a., contenente raccomandazioni non vincolanti relative alle "best practices" per l'organizzazione ed il funzionamento delle società quotate italiane.

1.2 Consob e quotazione

Come si è già evidenziato *sopra*, per la quotazione, la regolamentazione e il controllo delle società quotate, una posizione di particolare rilievo è assunta dalla Commissione nazionale per le società e la borsa (CONSOB). Istituita nel 1974, è l'organo di controllo del mercato finanziario italiano, con le seguenti finalità:

“Verifica[re] la trasparenza e la correttezza dei comportamenti degli operatori per la salvaguardia della fiducia e la competitività del sistema finanziario, la tutela degli investitori, l'osservanza delle norme in materia finanziaria.

Vigila[re] per prevenire e, ove occorra, sanzionare eventuali comportamenti scorretti; esercita i poteri attribuiti dalla legge affinché siano messe a disposizione dei risparmiatori le informazioni necessarie per poter effettuare scelte di investimento consapevoli.¹⁰”

A tal fine, è dotata di autonomi poteri normativi e regolamentari, ma anche di intervento e controllo sulla correttezza dell'informazione fornita dagli emittenti¹¹. A titolo esemplificativo, qualora l'emittente violi la disciplina in materia di c.d. quote rosa (di cui si dirà meglio più avanti), alla Consob è riconosciuto il potere di diffidare la società interessata affinché si adegui ad un criterio di riparto degli amministratori che garantisca l'equilibrio tra i generi e, in caso di inottemperanza, di applicare una sanzione amministrativa pecuniaria

⁹ Le ultime modifiche sono state deliberate dal consiglio di amministrazione di Borsa Italiana S.p.a. in data 28.10.2020 e approvate dalla Consob con delibera n. 21610 del 2 dicembre 2020, ed entreranno in vigore il 4.1.2021.

¹⁰ Si riporta il contenuto della presentazione disponibile nel portale dell'Autorità, all'indirizzo <http://www.consob.it/web/area-pubblica/consob> (ultima consultazione 15 gennaio 2021).

¹¹ In termini di: informazione continua al pubblico, relativamente alle c.d. informazioni privilegiate; informazione su richiesta da parte della stessa Consob, relativamente a specifica documentazione; informazione straordinaria, relativamente a determinate operazioni straordinarie; informazione periodica, relativamente alla documentazione contabile della società. Vi si aggiunge l'obbligo per gli emittenti di predisporre per ogni esercizio una Relazione sul governo societario e gli aspetti proprietari, contenente informazioni relative ai principali aspetti organizzativi e amministrativi della società.

particolarmente ingente¹² (fino a giungere, in caso di persistente inobbedienza, alla decadenza dalla carica degli amministratori illegittimamente nominati).

A seguito della privatizzazione della borsa valori, avvenuta con decreto legislativo 23 luglio 1996, n. 415, parte delle competenze originariamente attribuite alla Consob sono state spostate in capo alle società di gestione dei mercati regolamentati, come ad esempio MTA, Mercato Telematico Azionario e MOT, Mercato telematico delle obbligazioni, entrambi gestiti da Borsa Italiana S.p.a. e MTS Italy, gestito da MTS S.p.a.¹³. Queste società, sotto il controllo della Consob e del Ministro dell'Economia e delle Finanze, svolgono essenzialmente attività di organizzazione e gestione dei mercati regolamentati, predisponendo il c.d. Regolamento di mercato, contenente l'indicazione delle condizioni e delle modalità di ammissione degli emittenti. Il regolamento è soggetto ad autorizzazione da parte della Consob, che provvede a verificare e vigilare sulla trasparenza del mercato, sull'ordinato svolgimento delle negoziazioni e sulla tutela degli investitori, e, se necessario, a richiederne le opportune modifiche¹⁴. L'autorizzazione è prerequisite per l'esercizio dell'attività di mercato, insieme alla successiva iscrizione dell'emittente nell'elenco tenuto dalla Consob.

Per quanto riguarda le modalità di ammissione e le condizioni per la quotazione, in questa sede ci si limiterà a delinearne brevemente i contorni, per offrire al lettore un quadro il più esaustivo possibile in tema di società quotate affinché si proceda più speditamente nel prosieguo della trattazione. Dunque, la società interessata a fare ingresso in un mercato regolamentato e che sia in possesso dei requisiti stabiliti dal regolamento di mercato di borsa¹⁵, è tenuta innanzitutto, previa deliberazione assembleare, ad avanzarne esplicita richiesta alla società di gestione del mercato. L'esito è poi comunicato entro i seguenti due mesi da quest'ultima alla società richiedente e alla Consob, che, in caso di risposta positiva, entro i successivi cinque giorni, avrà facoltà di vietarne l'ammissione. Se ciò non accade e dopo che siano trascorsi i suddetti cinque giorni, l'ammissione diventa esecutiva e si provvede alla pubblicazione di un "prospetto di quotazione", contenente informazioni relative all'emittente, agli strumenti finanziari da esso offerti, nonché tutte le altre informazioni che possano

¹² Cfr. art. 147-ter co. 1 ter del t.u.f.: è prevista una pena pecuniaria da euro 100.000 a euro 1.000.000, stabilita secondo criteri e modalità fissati dalla Consob con proprio regolamento.

¹³ L'elenco dei mercati regolamentati italiani ed europei è consultabile sul sito web della Consob, al link <http://www.consob.it/web/area-pubblica/mercati-regolamentati-italiani-e-europei> (ultima consultazione 15 gennaio 2021).

¹⁴ Cfr. art. 62 t.u.f.

¹⁵ In dottrina si evidenzia la sostanziale continuità tra le attuali condizioni contenute nei regolamenti delle principali società di gestione dei mercati e quelle di cui alla precedente normativa regolamentare della Consob, oggi abrogata.

A titolo esemplificativo, si veda la Parte 2 – Ammissione alle negoziazioni del Regolamento di Borsa Italiana S.p.a. L'art. 2.2.1, rubricato Requisiti degli emittenti di azioni, recita: *“Possono essere ammesse alla quotazione le azioni rappresentative del capitale di emittenti che abbiano pubblicato e depositato, conformemente al diritto nazionale, i bilanci anche consolidati degli ultimi tre esercizi annuali, di cui almeno l'ultimo corredato di un giudizio della società di revisione redatto secondo le modalità di cui all'articolo 156 del Testo Unico della Finanza o della corrispondente disciplina di diritto estero applicabile [...]”*

risultare utili a garantire agli investitori una valutazione consapevole della convenienza delle operazioni¹⁶.

La quotazione non è priva di importanti ripercussioni per la società, sia perché l'emittente è da questo momento sottoposta ad un costante e pervasivo controllo da parte dell'Autorità di vigilanza; sia perché trova applicazione la peculiare disciplina dettata per le società quotate. Essa comprende, in primo luogo, l'obbligo di istituire comitati interni al consiglio di amministrazione, con funzioni consultive, propositive e istruttorie, al fine di garantire l'adozione di scelte gestorie più consapevoli. Ai nostri fini, tra essi assume particolare rilevanza il comitato per la remunerazione, la cui introduzione è raccomandata dall'art. 6.P.3 del Codice di autodisciplina nella versione vigente fino al 31 dicembre 2020 e all'art. 5.P.26 del Codice di autodisciplina nella versione in vigore a partire dal 1 gennaio 2021. Il comitato, prevede la norma, *“è composto da soli amministratori non esecutivi, in maggioranza indipendenti ed è presieduto da un amministratore indipendente. Almeno un componente del comitato possiede un'adeguata conoscenza ed esperienza in materia finanziaria o di politiche retributive, da valutarsi dall'organo di amministrazione in sede di nomina. Nessun amministratore prende parte alle riunioni del comitato remunerazioni in cui vengono formulate le proposte relative alla propria remunerazione.”* Inoltre, un gran numero di norme contenute nel t.u.f. e applicate alle società quotate è finalizzato ad apprestare garanzie di tutela agli azionisti di minoranza, e, soprattutto, a conferirne diritti di voce *anche in materia di remunerazioni*¹⁷. Infine, sempre per le società quotate, nel consiglio di amministrazione dev'essere garantita la presenza di almeno uno (o due, se il numero dei componenti supera i sette) amministratore indipendente; indipendenza sulla quale non è escluso che la remunerazione manifesti la propria incidenza, dal momento che, come detto, le norme regolamentari del Codice di autodisciplina ne escludono la partecipazione alle riunioni del comitato remunerazioni in cui si discute del compenso a questi spettante¹⁸.

1.3 L'organo amministrativo

Come noto, la gestione dell'impresa esercitata in forma societaria è affidata agli amministratori, i quali sono quindi chiamati ad assumere le decisioni e le scelte strategiche per il perseguimento dell'obiettivo sociale risultante dallo statuto.

La disciplina relativa all'amministrazione societaria e ai soggetti a tal fine nominati può essere ricostruita partendo dalle norme codicistiche, in primis dall'art. 2380bis. La norma affida *in via esclusiva* agli amministratori la gestione *generale* dell'impresa societaria, che viene a consistere nel compimento delle operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale nonché nel rispetto della disposizione di cui all'art. 2086 c.c. Norma che, a sua volta, nella sua

¹⁶ La definizione di prospetto informativo è fornita dal sito web di Borsa Italiana S.p.a., disponibile al link <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/prospetto-informativo.html?lang=it> (ultima consultazione 15 gennaio 2021).

¹⁷ Si veda *oltre* in merito al rafforzamento del meccanismo di *say-on-pay* introdotto dalla Seconda Direttiva Azionisti.

¹⁸ Questo triplice ordine di considerazioni è ricostruito da SOTTORIVA, *Società quotate, cit.*

versione più recente¹⁹, istituisce in capo agli stessi amministratori un duplice ordine di obblighi: da un lato, la predisposizione di un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa e, dall'altro, qualora la società versi in stato di crisi, l'adozione e l'attuazione di uno degli strumenti che l'ordinamento mette a disposizione per il recupero della continuità aziendale.

1.3.1 La relazione organo amministrativo-assemblea

La disciplina civilistica, tuttavia, ripartisce la funzione gestoria, *complessivamente* intesa, tra l'organo amministrativo e l'organo assembleare, attribuendo a quest'ultimo competenze in materia di gestione *specificata*. Per una miglior definizione di tale concetto si vedano le plurime funzioni che il legislatore attribuisce all'assemblea nell'art. 2364 co. 5 c.c.²⁰: la possibilità di deliberare sugli argomenti attribuiti dalla legge all'assemblea e la possibilità di autorizzare il compimento di determinate operazioni gestorie, nei casi eventualmente previsti nello statuto.

Senonché assemblea e organo amministrativo non sono collocate sullo stesso piano. Il carattere subalterno del ruolo gestorio della prima rispetto al secondo viene in rilievo chiaramente se si considerano due elementi. In primo luogo, l'esclusione di una qualsivoglia forma di "spartizione" o, addirittura, di esclusione di responsabilità in capo agli amministratori per le scelte gestorie da questi assunte (specifica infatti la norma che, in merito alla concessione o al rifiuto di autorizzare atti gestori, resta "ferma in ogni caso la responsabilità di questi per gli atti compiuti"). Poi, ancor più importante, il carattere tassativo dell'elenco di competenze assegnate dal legislatore all'assemblea, frutto della riforma del diritto societario del 2003.

Peraltro, la valutazione degli esiti della riforma del 2003 non è univoca. Difatti, secondo autorevole dottrina²¹, l'emendamento degli articoli di cui sopra si pone nel solco di una c.d. "svolta managerialista", ossia rappresenta un passo nella direzione di rivalutare il ruolo e l'autonomia degli amministratori nel rapporto con l'organo assembleare. A tale fenomeno, però, si accompagnerebbe una "rivalutazione dei singoli spazi di intervento assembleare" sia un "accresciuto ruolo" per l'autonomia statutaria, e quindi in definitiva, all'"intervento assembleare nell'esercizio delle corrispondenti prerogative di realizzazione del concreto modello di società per azioni scelto". Un esempio in tal senso viene infatti individuato nel potere dell'assemblea ordinaria di approvare i piani di remunerazione basati sull'attribuzione di strumenti finanziari, nello specifico mediante attribuzione di *stock options*.

¹⁹ Le modifiche sono state apportate dal D. lgs. 12 gennaio 2019, n. 14.

²⁰ La norma al primo comma stabilisce che "*Nelle società prive di consiglio di sorveglianza, l'assemblea ordinaria: [...] 5) delibera sugli altri oggetti attribuiti dalla legge alla competenza dell'assemblea, nonché sulle autorizzazioni eventualmente richieste dallo statuto per il compimento di atti degli amministratori, ferma in ogni caso la responsabilità di questi per gli atti compiuti;*"

²¹ GUACCERO, *L'attivismo azionario: verso una riscoperta del ruolo dell'assemblea (?)*, in *Rivista delle società*, 2016, pp. 409-426.

Secondo la condivisibile ricostruzione operata da Sciuto²², infatti, il rapporto assemblea-amministratori è qualificabile come *duplice*: di “primazia”, se si guarda all’assunzione di decisioni da parte dell’assemblea senza il rischio di ricadere in fattispecie di responsabilità, lo si è visto poco fa, alla libertà programmatica dell’assemblea in materia di attività sociale, determinando l’oggetto sociale, al potere autorizzatorio per il compimento di operazioni ad esso estranee; ma allo stesso tempo di “dipendenza”, avendo bisogno dell’impulso dell’organo amministrativo per costituirsi e per dare efficacia alle proprie deliberazioni.

1.4 Gli interessi rilevanti nell’assunzione delle scelte gestorie

Venendo ora ad occuparci più nel dettaglio dell’organo amministrativo e del suo concreto contributo alla gestione societaria e prima di passare ad indicarne i diritti e gli obblighi, mi sembra opportuno soffermarmi sugli interessi che gli amministratori sono tenuti a perseguire nell’assunzione delle scelte di *governance* e, in particolare, su come individuarli. Questione questa di non secondaria importanza, se si considera il rilevante impatto che l’adozione di una o un’altra concezione può avere nel determinare la responsabilità dei gestori per le decisioni assunte, nonché sull’andamento dell’intero sistema economico in cui l’impresa vive e opera.

Esistono in proposito due principali teorie, comunemente indicate con il nome di *shareholder value theory* e *stakeholder value theory*.

La prima afferma che l’obiettivo primario dell’organo amministrativo sia la massimizzazione del valore di mercato delle azioni, dunque la massimizzazione dei profitti degli azionisti. Pertanto, il management è tenuto a perseguire esclusivamente obiettivi economici, tralasciando tutto il resto. Ciò in ragione del fatto che il rischio d’impresa è sostenuto dai soci, ai quali dev’essere garantita una gestione che ne consenta il massimo grado di guadagno. E questa visione sembra peraltro condivisa dal legislatore: si pensi ad esempio alla libertà di nomina e revoca degli amministratori prevista in capo all’assemblea, che così rende l’organo amministrativo totalmente soggetto al controllo dei soci riuniti in assemblea, le cui aspirazioni e i cui obiettivi si richiede vengano riflessi nell’assunzione delle scelte di *governance*²³.

Sul fronte opposto si pone, invece, la stakeholder theory: secondo questo modello, la gestione societaria dovrebbe avvenire nel solco di una pluralità di interessi, di cui la massimizzazione dei profitti degli azionisti costituirebbe soltanto una parte. Difatti, gli azionisti sono affiancati da una serie di altri “portatori di interessi”, primi fra tutti i lavoratori, ma anche i fornitori, i clienti, le comunità locali, ecc., i quali vengono ad essere toccati dalle politiche di *governance* avanzate dalla società. Pertanto, questa diversa teoria, impone all’organo amministrativo di prendere in considerazione tale impatto, e, di conseguenza, di attivarsi affinché le operazioni societarie non solo non li danneggino, ma li avvantaggino²⁴. Si tratta, in definitiva, di profili che non possono essere scissi da

²² SCIUTO, *Il ruolo dell’assemblea dei soci nel tipo s.p.a.*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2018, p. 337 ss.

²³ DEVA PRASAD M, *Companies Act, 2013: Incorporating Stakeholder Theory Approach into the Indian Corporate Law*, in *Statute Law Review*, Oxford, 2018, vol. 39 no. 3, pp. 292-302

²⁴ Edward Freeman, si veda DEVA PRASAD M, *Companies Act, 2013*, cit.

quelli più strettamente economici, poiché anch'essi costituiscono costi nascosti o profitti in divenire.

Si pensi, a titolo meramente esemplificativo, all'impatto ambientale riconducibile alle scelte di *governance* e alla loro influenza sulla sostenibilità ecologica del sistema societario nel suo complesso. L'adozione di una politica di produzione più o meno "green", se da un lato comporterebbe un aumento delle spese sostenute dall'impresa, ad esempio in ricerca di nuovi materiali e nel loro approvvigionamento, dall'altro ne ridurrebbe le c.d. esternalità negative, ossia componenti economiche che non vengono prese in considerazione al momento della determinazione del valore, e, dunque, del prezzo, della produzione²⁵.

1.4.1. Shareholders vs stakeholders

Il dibattito su quale delle due teorie rappresenti la migliore risposta alle esigenze dei mercati è ancora aperto, ma si registrano sempre più posizioni favorevoli al passaggio dalla più tradizionale teoria di "valorizzazione azionaria" alla seconda, più innovativa teoria "pluralista". Per capirlo, è conveniente ricostruirne brevemente l'evoluzione.

L'origine della teoria di *shareholder value* viene generalmente fatta risalire all'articolo pubblicato da Milton Friedman sul New York Times, il 13 settembre 1970²⁶, in cui l'allora docente della Chicago School of Economics ne delineò le fondamenta. In particolare, l'idea di Friedman si fonda sull'assunto che gli amministratori siano *alle dipendenze dei proprietari della società*, segnatamente degli azionisti. Poiché, dunque, i primi gestiscono il denaro investito nell'attività sociale dai secondi, allora sono proprio questi ultimi che il management deve soddisfare, rischiando altrimenti di depauperare risorse altrui per fini diversi da quelli tipici dell'intrapresa societaria: lo scopo di lucro.

Sui limiti della ricostruzione appena riportata si dirà più avanti²⁷; qui basti soffermarsi sul significato che essa assume in riferimento al c.d. problema di agenzia o *agency problem*²⁸. I due concetti sono infatti attigui, poiché il problema di agenzia altro non è che il conflitto di interessi potenzialmente scaturente dalla separazione tra proprietà e gestione dell'impresa, consacrata dalla normativa vigente in materia di società di capitali. Ed è questo conflitto che la teoria del valore azionario sarebbe finalizzata a minimizzare.

²⁵ Sul tema delle esternalità negative si veda ROBÉ, *The Shareholders Rights Directive II. The wrong cure for a deadly disease*, in *ERA Forum* (2016) 17:45–55.

²⁶ Articolo consultabile al link <https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html> (ultima consultazione 15 gennaio 2021).

²⁷ Sulla convinzione che i soci siano i "proprietari" della società e gli amministratori i "dipendenti" dei soci, connessa alla teoria del c.d. *agency problem* si veda *oltre*.

²⁸ Si noti, tra l'altro, come in dottrina si preferisca adoperare l'espressione *agency problems* al fine di evidenziare la pluralità di relazioni conflittuali potenzialmente configurabili nella società di tipo azionario: non solo tra soci e amministratori, ma anche tra soci di maggioranza e soci di minoranza, tra società ed altri soggetti ad essa esterni, tra investitori istituzionali e *beneficial owners*. A tale pluralità si accompagnerebbe una multidimensionalità del conflitto, da intendersi sia in senso orizzontale (quando non involge la società, e.g. tra finanziatori o tra *stakeholders*) sia in senso verticale. In tal senso TOMBARI, *"Potere" e "interessi" nella grande impresa azionaria*, Milano, 2019, p. 22 ss.

Dagli anni '70 in poi del secolo scorso, la teoria di massimizzazione dei profitti azionari si è issata a baluardo del modello capitalistico, americano e, più in generale, occidentale. Secondo la ricostruzione fornita dal magazine Forbes²⁹ questo diffuso e duraturo successo sarebbe dovuto non tanto alla condivisibilità o forza argomentativa delle tesi esposte, quanto piuttosto al fatto che esso sia venuto alla luce su un terreno particolarmente fertile, dato dall'allora sempre più crescente pressione e competizione tra imprese. Ed è stato grazie alla *fede* che le imprese, i managers e, più in generale, la popolazione ebbero a riporre su di esso che la *governance* dell'intero settore societario occidentale si spinse a conformarsi al modello proposto da Friedman, senza contare i danni che esso avrebbe provocato qualche decennio più avanti.

In effetti, inizialmente i risultati ottenuti dalle imprese che adottarono questo schema per l'assunzione delle scelte gestorie furono ottimi: per gli amministratori, i quali venivano ricompensati dei maggiori incassi della società, anche grazie alla sottoscrizione di piano di compensi basati su strumenti finanziari partecipativi (c.d. stock option plans, si veda *oltre* per una più attenta disamina dell'argomento); per gli azionisti, euforici nel vedersi moltiplicato il valore delle proprie partecipazioni.

I limiti cui tuttavia esso è andato incontro sono numerosi, e particolarmente rischiose per la stabilità dell'intero sistema finanziario sono le conseguenze di un suo massiccio uso nelle prassi societarie. Senza pretese di completezza, se ne indicano di seguito alcune³⁰: l'aumento delle disparità di trattamento salariale e di benessere tra azionisti e altri portatori di interessi, dovuto a sua volta da uno scarso reinvestimento delle risorse economiche conseguite dagli investimenti finanziari; l'aumento di profitti a breve termine, a causa di politiche finanziarie sempre più aggressive e sempre meno attente al miglioramento della concreta produttività aziendale, la quale ne viene ad essere inevitabilmente rallentata; l'ottenimento di retribuzioni stellari per il management; la periodica reiterazione di *crash* finanziari, dovuti alla creazione di c.d. bolle speculative; il declino del tasso di rendimento degli assets; la riduzione dell'aspettativa di vita delle imprese; infine, una diffusa, dilagante, pervasiva sfiducia nell'economia.

Proprio questi numerosi *biases* secondo autorevoli voci critiche, in Italia e all'estero, avrebbero originato la più (tristemente) famosa crisi finanziaria del 2008.

In prima battuta, come ben evidenziato nell'analisi condotta da Charlotte Villiers³¹, la massimizzazione dei profitti azionari è andata di pari passo con la

²⁹ DENNING, *The Origin Of 'The World's Dumbest Idea': Milton Friedman*, in Forbes, 26 Jun 2013, disponibile al link <https://www.forbes.com/sites/stevedenning/2013/06/26/the-origin-of-the-worlds-dumbest-idea-milton-friedman/?sh=347e6223870e> (ultima consultazione 15 gennaio 2021).

³⁰ DENNING, *Why Maximizing Shareholder Value Is Finally Dying*, in Forbes, 19 Aug 2019, disponibile al link <https://www.forbes.com/sites/stevedenning/2019/08/19/why-maximizing-shareholder-value-is-finally-dying/?sh=6fafa4386746> (ultima consultazione 15 gennaio 2021).

³¹ VILLIERS, *Corporate Governance, Employee Voice and the Interests of Employees: The Broken Promise of a 'World Leading Package of Corporate Reforms*, in *Industrial Law Journal*, 2020. L'indagine condotta dall'autrice attiene principalmente il contesto britannico; tuttavia, il fenomeno dell'eccessiva finanziarizzazione ha contraddistinto anche i mercati azionari

c.d. finanziarizzazione delle imprese, consistente in un processo di trasformazione delle stesse – ma ha riguardato anche e più in generale settori e sistemi economici – in cui, ad un minor peso attribuito agli aspetti produttivi, si è accompagnata la valorizzazione di quelli finanziari. Il fenomeno in esame, originatosi intorno agli anni '80 dello scorso secolo, ben presto venne a tradursi nella creazione di strumenti finanziari sempre più complessi e quindi *opachi*, elementi questi che favorirono l'assunzione da parte dei CEO delle maggiori imprese³², di scelte gestorie sempre più incaute e speculative, portando al dissesto l'intera finanza globale.

Inoltre, si noti che la teoria di *shareholder value* si fonda su, ma allo stesso tempo rafforza, il già menzionato *agency problem*, asseritamente esistente tra i soci e gli amministratori di S.p.a. Difatti, solo presupponendo una diversità di obiettivi tra questi due attori (a breve-termine per i soci e a lungo-termine per gli amministratori) si giustifica lo sforzo di Friedman e dei suoi seguaci ad un quanto più forte possibile riallineamento tra queste prospettive. Obiettivo che, in definitiva, non è raggiunto, poiché gli unici che, come ha dimostrato l'esperienza di qualche anno addietro, hanno concretamente beneficiato dell'adozione di tale teoria, sono stati gli stessi managers.

Date queste premesse, quindi, risulta ora più facilmente comprensibile l'opzione, sempre più diffusa nella prassi e auspicata in dottrina, per una diversa ricostruzione degli interessi rilevanti nell'assunzione delle scelte di gestione amministrativa.

1.5 La regolamentazione della funzione gestoria: segue

La disciplina in materia di amministratori di società per azioni³³ è contenuta nel Capo V, Sezione VI-bis del Libro V del Codice civile, rubricato *Dell'amministrazione e del controllo*³⁴. Nel presente paragrafo si partirà dai meccanismi di nomina e revoca, richiamando brevemente le disposizioni in materia di numero, durata, cause di ineleggibilità e decadenza e ulteriori requisiti stabiliti nello statuto, preludio al successivo paragrafo in materia di compensi.

Ai sensi dell'art. 2383 c.c. la nomina degli amministratori avviene nell'atto costitutivo, qualora si tratti dei primi amministratori, ovvero ad opera dell'assemblea, nei restanti casi. Dopo l'accettazione ed entro trenta giorni dalla

statunitense ed europeo, per cui le evidenze emerse possono considerarsi estensibili anche a questi diversi contesti.

³² Un celebre esempio è rappresentato dalle vicende della multinazionale statunitense General Electric Co. (più brevemente GE), salvata dal collasso solo grazie all'intervento di salvataggio promosso dal governo americano. Secondo il giornalista Steve Danning, non sarebbe un caso che proprio a seguito del ritiro del CEO Jack Welch, rinominato da Fortune Magazine come il "manager dell'anno" per gli altissimi profitti realizzati nel solco della teoria di valorizzazione azionaria, la società vide calare drasticamente il tasso di capitalizzazione "creato" dall'A.D. per finire sull'orlo del fallimento. Si veda DENNING, *The Origin Of 'The World's Dumbest Idea': Milton Friedman, cit.*

³³ Come già indicato nell'Introduzione, mi limiterò a richiamare la disciplina riguardante le società per azioni che abbiano adottato il sistema di amministrazione e controllo c.d. tradizionale, in ragione della sua più ampia diffusione nel nostro Paese.

³⁴ Alla stessa sez. appartiene il già citato art. 2380-bis, rubricato *Amministrazione della società*.

nomina, il legislatore ne prevede l'obbligo di compimento dei relativi adempimenti pubblicitari, tramite iscrizione nel registro delle imprese, a seguito dei quali le eventuali cause di nullità o annullabilità della loro nomina diventano inopponibili ai terzi che non ne fossero già a conoscenza³⁵.

Particolari disposizioni in materia di nomina sono previste per le S.p.a. quotate: il voto di lista e le c.d. quote rosa. Con l'espressione voto di lista si è soliti riferirsi alle ipotesi in cui la società abbia optato per un sistema di votazione che preveda il ricorso a liste di candidati tra loro concorrenti³⁶. Tale possibilità è espressamente prevista all'art. 2368 co. 1 c.c.³⁷, ed è stata oggetto di specifica regolamentazione ad opera della legge 30 luglio 1994, n. 474 e della legge 28 dicembre 2005, n. 262. Inoltre, l'art. 147-ter del t.u.f. provvede a specificare la soglia minima di partecipazione per la presentazione delle liste, di almeno "un quarantesimo del capitale sociale" o della "diversa misura stabilita dalla Consob con regolamento"³⁸. La finalità perseguita è quella di garantire che anche le minoranze azionarie abbiano esponenti in seno al consiglio di amministrazione, in modo da riequilibrare il sistema maggioritario puro che altrimenti si applicherebbe³⁹ e rafforzare la tutela degli azionisti di minoranza, e quindi, in definitiva, garantire la stabilità nella gestione dell'impresa. Diversa, ma non del tutto estranea, è invece la finalità della previsione di quote rosa nella determinazione dei componenti dell'organo amministrativo. L'introduzione, a carattere meramente transitorio, è da farsi risalire legge 12 luglio 2011, n. 120 (c.d. Legge Golfo-Mosca), che, con l'introduzione nel Testo Unico della Finanza (t.u.f.) degli artt. 147-ter co. 1-ter e 148 co. 1-bis ha imposto agli emittenti di prevedere, in via statutaria, criteri di composizione degli organi di amministrazione e controllo che assicurino che almeno un terzo dei relativi membri sia espressione del genere meno rappresentato⁴⁰. Pertanto, almeno formalmente, qui l'istituto è volto a garantire in primis una sostanziale uguaglianza tra generi nell'accesso alle cariche amministrative, nonché, più in generale, a rendere l'organo gestorio più eterogeneo ed equilibrato.

La carica ha una durata di tre esercizi, con scadenza alla data dell'assemblea convocata per l'approvazione del bilancio di cui all'ultimo esercizio. Salvo che lo statuto preveda altrimenti, gli amministratori sono rieleggibili. Da ultimo, l'assemblea ne ha libera facoltà di revoca, in qualunque

³⁵ In questo caso l'onere della prova di previa conoscenza grava sulla società.

³⁶ ALVARO, MOLLO, SICILIANO, *Il voto di lista per la rappresentanza di azionisti di minoranza nell'organo di amministrazione delle società quotate*, in Quaderni giuridici (a cura di) CONSOB, 2012.

³⁷ L'ultima proposizione del co. 1 prevede che "Per la nomina delle cariche sociali lo statuto può stabilire norme particolari".

³⁸ Art. 147-ter co. 1 del t.u.f.

³⁹ Ai sensi dell'art. 2368 c.c. l'assemblea "delibera a maggioranza assoluta, salvo che lo statuto richieda una maggioranza più elevata".

⁴⁰ Per approfondimenti si veda STANZIONE, *In tema di «equilibrio tra generi» negli organi di amministrazione e controllo di società quotate*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2013, pag. 190. In particolare, l'autore mette in rilievo i profili di maggiore criticità dell'istituto delle quote rosa, ossia: a) l'incertezza sull'obbligatorietà dell'intervento statutario relativo all'introduzione di un criterio di riparto volto a soddisfare le esigenze di equilibrio perseguite dalla legge; b) le difficoltà nell'individuazione dell'organo competente a deliberare sull'adeguamento dello statuto; c) l'effettivo ottenimento dell'obiettivo di maggior tutela delle minoranze azionarie.

momento e per qualunque ragione; se tuttavia la revoca non è corredata da una *giusta causa*, l'amministratore così revocato ha diritto ad ottenere il risarcimento del danno.

Il numero degli amministratori è generalmente stabilito nello statuto, altrimenti, se lo statuto si limita a fissarne il numero minimo e massimo, la determinazione è rimessa a decisione assembleare, assunta volta per volta al momento della nomina. Qualora il numero superi l'unità, i più amministratori costituiscono il consiglio di amministrazione (per brevità, in seguito, Cda), il quale a sua volta ne elegge il presidente, sempreché non vi abbia già provveduto l'assemblea. I poteri e gli obblighi del presidente sono analiticamente individuati dall'art. 2381 co. 1. Agli artt. successivi, la norma disciplina la facoltà di delega di parte delle competenze proprie del Cda ad un Comitato esecutivo, composto da parte dei suoi componenti, ovvero a uno o più dei suoi componenti c.d. Amministratori Delegati (o, per brevità, AD), dotati essenzialmente di compiti di natura programmatica, strategica e valutativa⁴¹.

Brevemente, per quanto riguarda i requisiti richiesti agli amministratori per svolgere legittimamente le proprie funzioni, vengono in rilievo due disposizioni. La prima, contenuta all'art. 2382 c.c., stabilisce quattro cause di ineleggibilità e di decadenza dall'incarico: l'interdizione, l'inabilitazione, il fallimento, la condanna ad una pena che comporti l'interdizione, anche temporanea, dai pubblici uffici o l'incapacità ad esercitare uffici direttivi. La seconda, di cui all'art. 2387 c.c., subordina ad una specifica previsione statutaria, il possesso di ulteriori requisiti rispetto a quelli di cui alla precedente disposizione. Trattasi dei requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza ovvero dei diversi requisiti "previsti da codici di comportamento redatti da associazioni di categoria o da società di gestione di mercati regolamentati". Nelle società quotate, infatti, questa facoltà diventa, almeno in parte, un obbligo: ai sensi dell'art. 147-quinques del t.u.f. tutti gli amministratori sono tenuti a possedere i requisiti di onorabilità previsti per i sindaci dal regolamento emanato dal Ministero della giustizia, con espresso rinvio al successivo art. 148 co. 4 contenente la disciplina relativa alla composizione degli organi di controllo.

Infine, ai sensi del co. 4 del già menzionato art. 147-ter del t.u.f., nel consiglio di amministrazione di società quotate devono essere presenti almeno uno (se i membri complessivi sono inferiori a sette) ovvero due (se i membri complessivi sono superiori a sette) amministratori indipendenti, ossia in possesso dei requisiti di indipendenza stabiliti per i sindaci dall'art. 148 co. 3 del t.u.f.⁴²

⁴¹ La divisione delle competenze tra Cda e Comitato esecutivo ovvero AD è delineata ai co. 3,4 e 5 dell'art. 2381 c.c. In particolare, il co. 3 delinea le competenze e i poteri del Cda; il co. 4 stabilisce i limiti all'attribuzione di competenze agli organi delegati; il co. 5 disciplina obblighi e prerogative di questi ultimi.

⁴² La norma stabilisce che: "*Non possono essere eletti sindaci e, se eletti, decadono dall'ufficio:*

- a) *coloro che si trovano nelle condizioni previste dall'articolo 2382 del codice civile;*
- b) *il coniuge, i parenti e gli affini entro il quarto grado degli amministratori della società, gli amministratori, il coniuge, i parenti e gli affini entro il quarto grado degli amministratori delle società da questa controllate, delle società che la controllano e di quelle sottoposte a comune controllo;*

nonché – continua la norma – “*se lo statuto lo prevede, gli ulteriori requisiti previsti da codici di comportamento redatti da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria*”. Lo scopo è di assicurare un’adeguata vigilanza sugli amministratori delegati.

1.6 Diritto al compenso

Agli amministratori è garantito il diritto a ricevere un compenso per l’attività che essi svolgono a favore della società. Attività che, secondo il costante e, ormai, granitico orientamento del Giudice delle leggi⁴³, assume la qualifica di prestazione d’opera continuata a carattere prevalentemente personale. Prescindendo dalle conseguenze cui tale qualifica ha condotto, poiché estranee all’oggetto della presente ricerca, conviene piuttosto guardare al carattere, alle modalità di determinazione e alla struttura del compenso.

In primis, una rilevante peculiarità che contraddistingue il diritto alla remunerazione dei componenti degli organi amministrativi delle società per azioni consiste nell’essere un diritto *disponibile*. Difatti, il singolo amministratore ha la facoltà di rinunciare unilateralmente al proprio compenso; caratteristica questa che, se da una parte sottolinea il carattere autonomo del rapporto professionale che lega il gestore alla società, dall’altra parte, secondo autorevole giurisprudenza⁴⁴, ne comporterebbe la sottrazione dall’applicazione dell’art. 36 co. 1 Cost.⁴⁵, che riguarda invece la retribuzione in senso tecnico.

La regola base in materia di determinazione dei compensi è ricostruita dal combinato disposto degli artt. 2389 e 2364 c.c. Da queste disposizioni emergono quattro modalità di quantificazione, appannaggio di altrettanti diversi soggetti:

1. Dello statuto;

c) *coloro che sono legati alla società od alle società da questa controllate od alle società che la controllano od a quelle sottoposte a comune controllo ovvero agli amministratori della società e ai soggetti di cui alla lettera b) da rapporti di lavoro autonomo o subordinato ovvero da altri rapporti di natura patrimoniale o professionale che ne compromettano l’indipendenza”.*

⁴³ Cfr. Cass. 14.12.1994, n. 10680, in *Foro It.*, 1995, I, p. 1486 afferma che le controversie relative ai rapporti tra società e amministratori concernenti il diritto al compenso per l’attività gestoria rientrano nella categoria di controversie di cui all’art. 409 co. 1 n. 3 c.p.c. (di cui, segnatamente, ne viene data applicazione diretta) e siano perciò disciplinate dal rito del lavoro. Sinteticamente, la Corte argomenta che: “Infatti, se verso i terzi estranei all’organizzazione societaria è configurabile, tra amministrazione e società, un rapporto di immedesimazione organica, all’interno dell’organizzazione ben sono configurabili rapporti di credito nascenti da un’attività, come quella resa dall’amministratore, continua, coordinata e prevalentemente personale; né rilevano in contrario il contenuto parzialmente imprenditoriale dell’attività gestoria e l’eventuale mancanza di una posizione di cosiddetta debolezza contrattuale dell’amministratore”. Cfr. anche Cass. 20.02.2009 n. 4261, in *Mass. Giur. It.*, 2009 e Cass. 16.04.2014, n. 8897, in *Quotidiano Giuridico*, 2014.

⁴⁴ Cass. 13.11.2012, n. 19714, in *CED Cassazione*, 2012

⁴⁵ “Il lavoratore ha diritto ad una retribuzione proporzionata alla quantità e qualità del suo lavoro e in ogni caso sufficiente ad assicurare a sé e alla sua famiglia un’esistenza libera e dignitosa.”

2. Dell'assemblea ordinaria all'atto di nomina⁴⁶, qualora lo statuto non ne contenga una disposizione in merito e abbia ad oggetto la remunerazione di amministratori *non* investiti di particolari cariche, e.g. amministratori delegati;
3. Del consiglio di amministrazione sentito il parere del collegio sindacale⁴⁷, qualora abbia ad oggetto la remunerazione di amministratori *investiti di particolari cariche*. In tal caso è fatta salva la facoltà, se prevista dallo statuto, che l'assemblea determini un importo complessivo per la remunerazione di *tutti* gli amministratori, compresi anche quelli investiti di particolari cariche.
4. Del giudice del lavoro⁴⁸, qualora manchi una determinazione ovvero sorgano controversie in merito alla stessa.

Quanto alla struttura, il secondo capoverso dell'art. 2389 del co. 1 c.c. stabilisce che "Essi [i compensi] possono essere costituiti in tutto o in parte da partecipazioni agli utili o dall'attribuzione del diritto di sottoscrivere a prezzo predeterminato azioni di futura emissione." Generalmente, infatti, essi assumono una struttura composita, comprendente una quota fissa, una quota variabile, speciali trattamenti per la cessazione dalla carica, benefici in natura o c.d. fringe benefits, i.e. la facoltà di fare uso di beni aziendali, nonché strumenti finanziari partecipativi e non⁴⁹. Proprio l'uso di strumenti finanziari ha rappresentato, e rappresenta tutt'ora, una prassi stabile, a favore principalmente degli amministratori esecutivi di società quotate di grandi dimensioni⁵⁰. Si tratta, brevemente, di strumenti di incentivazione e fidelizzazione degli amministratori, originari del sistema statunitense e successivamente diffusi anche negli ordinamenti europei, che attribuiscono ai destinatari il diritto di sottoscrivere e/o acquistare azioni di futura emissione a un prezzo determinato e in un determinato periodo di tempo⁵¹ (c.d. stock options) ovvero nell'attribuzione, quale forma di remunerazione, di titoli azionari della società (c.d. stock grant). La finalità perseguita, almeno in teoria, è principalmente quella di incrementare il valore

⁴⁶ Lo stesso accade per le società che adottano il sistema di amministrazione c.d. monistico, mentre per quelle che adottano il sistema c.d. dualistico la competenza è rimessa al consiglio di sorveglianza (o all'assemblea, se previsto nello statuto) (cfr. art. 2409-terdecies c.c., con espresso rinvio all'art. 2389 c.c.).

⁴⁷ Diversamente, per le società che adottano il sistema di amministrazione c.d. dualistico la competenza è rimessa al consiglio di sorveglianza.

⁴⁸ Sulla competenza del giudice del lavoro si è già detto, Cass. 14.12.1994, n. 10680, *cit.*

⁴⁹ La differenza tra gli strumenti finanziari partecipativi e le azioni consiste in questo: i primi non rappresentano parti del capitale sociale e, pertanto, non attribuiscono al beneficiario la qualità di azionista, come al contrario accade per le seconde.

⁵⁰ MARCHETTI, GHEZZI, VENTORUZZO, MOSCA, BIANCHI, MILIC, *Aggiornamento sulla governance delle società quotate italiane*, in *Rivista delle società*, 2019, p. 859 ss. mettono in risalto che, per quanto attiene ai compensi individuali corrisposti dalle società quotate italiane nell'anno 2017, la remunerazione variabile è prevista in via tendenzialmente esclusiva come forma di remunerazione degli amministratori esecutivi, a fronte di una quasi totale assenza per quelli non esecutivi e indipendenti; inoltre, è particolarmente utilizzata dalle società Ftse Mib, mentre nelle società Ftse Mid Cap si registra una prevalenza della remunerazione fissa su quella variabile e, infine, nelle società di minori dimensioni, la remunerazione è quasi completamente di carattere fisso.

⁵¹ ZANARDO, *I piani di stock options dall'esperienza anglosassone alla disciplina e diffusione nell'ordinamento italiano*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2006, p. 738 ss.

delle azioni nonché ridurre lo scarto tra interessi azionari e interessi gestori di cui si è già detto in tema di *agency problem*; spesso, tuttavia, i risultati cui ha portato tale prassi sono stati diversi e potenzialmente dannosi (per le società, per gli investitori, per l'economia nel suo complesso), in quanto hanno favorito l'innalzamento del valore delle azioni nel breve periodo, il compimento di operazioni poco oculate ed eccessivamente rischiose, e così via.

Della remunerazione attraverso piani di stock options e delle criticità cui è andata incontro questa prassi si rinvia al prosieguo della trattazione; qui basti sottolineare che, a fronte dei numerosi problemi evidenziatisi negli ultimi decenni in materia di remunerazioni, scarso è stato l'impatto della normativa del Codice civile in materia, si limita a prevedere la possibilità che l'assemblea determini il compenso complessivo di tutti gli amministratori, sempreché ciò sia oggetto di disposizione statutaria. Ulteriori limiti sono poi stati imposti a livello regolamentare nonché, come più recentemente accaduto con la Direttiva 828/2017/CE, a livello europeo. Adesso, tutto sta nel comprendere in cosa questi interventi consistano e, soprattutto, se essi siano idonei a garantire il raggiungimento degli obiettivi perseguiti dal regolatore che li ha elaborati.

2. La remunerazione: difficoltà regolative

Il presente capitolo si mostra finalizzato ad enucleare le complicità connesse all'elaborazione della disciplina, sottoforma di norme di legge o di *soft law*, in materia di remunerazione di amministratori di S.p.a. quotate. In special modo, si metteranno in luce non solo i problemi di tecnica legislativa e gli eventuali pregiudizi conseguenti all'adozione di politiche remunerative errate o poco ponderate, ma si tenterà, altresì, di definire un quadro più o meno dettagliato delle relative soluzioni adottate a livello nazionale. Nel far ciò, si impiegherà, per quanto possibile, una prospettiva transnazionale e comparatistica, richiamando di volta in volta questa o quella disposizione interna, in termini principalmente sincronici. Infine, si tenterà di offrirne una prima valutazione e, se del caso, se ne riporteranno proposte alternative in ottica *de iure condendo*.

2.1 I costi di agenzia

Un primo accenno al problema di agenzia si è già anticipato nel precedente capitolo: occorre adesso riprenderne la definizione per individuarne e valutarne i conseguenti effetti negativi. Il problema di agenzia consiste essenzialmente in un conflitto di interessi che si realizza tra un "principal" e un "agent": esso sorge quando il benessere del *principal* viene a dipendere dalle azioni intraprese dall'*agent* e pertanto, per evitarlo o, tutt'al più, ridurlo, si interviene a motivare il secondo ad agire perseguendo l'interesse del primo⁵². Più precisamente, spostandosi nel contesto societario, laddove gli azionisti sono i *principals* e gli amministratori gli *agents*, il problema si pone nei seguenti termini: poiché gli azionisti non possiedono i mezzi e, spesso, le competenze adatte e necessarie ad assicurarsi che gli amministratori agiscano nel proprio interesse, può facilmente accadere che questi ultimi *devino* dal proprio compito istituzionale⁵³, sfruttando la loro posizione sia per ottenere benefici privati ma anche per favorire il raggiungimento di obiettivi e interessi *altri* rispetto a quelli degli azionisti (siano essi quelli dei lavoratori, dei clienti, delle comunità locali, ecc.). Di conseguenza, i soci sono necessitati ad adottare strumenti di incentivazione degli amministratori al perseguimento del benessere societario nonché strumenti di contenimento di eventuali abusi. Si tratta peraltro di strumenti che comportano per i soci il sostentamento di costi, che pertanto assumono il nome di "costi di agenzia".

Tra le ipotesi in parola si immagini il caso in cui gli amministratori si garantiscano compensi extra oppure evitino l'assunzione di scelte gestorie deleterie per i lavoratori, come il licenziamento del personale in esubero, oppure, ancora, assecondino le esigenze di impiego provenienti dalle comunità locali prescindendo dalle effettive necessità d'impresa, e così via. Per vero, la rilevanza dello strumento *remunerazione* quale mezzo a disposizione delle società per allinearne gli interessi a quelli dei propri amministrati è ben evidenziato anche dal regolatore europeo, al Considerando 28 della Direttiva 2017/828/UE, che così si esprime: "*Poiché la remunerazione è uno degli strumenti principali a disposizione delle società per allineare i loro interessi e quelli dei loro amministratori e in*

⁵² VITALI, MIRAMONDI *La remunerazione degli amministratori di società quotate tra equilibrio degli interessi in gioco e assetti proprietari concentrati*, in *Rivista di Diritto Bancario*, 2014.

⁵³ GLIOZZI, *Gli alti compensi dei top managers*, in *Rivista trimestrale di diritto e procedura civile*, 2018, p. 961 ss.

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.”

Certo esistono alcune forme di contenimento dei costi di agenzia per così dire “spontanee”, che non richiedono un puntuale intervento degli azionisti bensì sono connaturate al funzionamento dei mercati. Principalmente, si ricordano il *managerial labour market*, il *product market control* e il *market for corporate control*. La prima attiene alle naturali forme di competizione tra amministratori, che dovrebbero spingerli ad un continuo miglioramento delle prestazioni rispetto ai loro *competitors*; in aggiunta, a tal fine concorrerebbero da una parte il rischio di fallimento della società gestita e, dall'altra, il timore di un'eventuale sostituzione con amministratori concorrenti. Seppur validi, questi meccanismi sottacciano il limite di uno scarso impatto rispetto al problema di agenzia: basterebbe infatti la previsione contrattuale di *golden parachutes* ovvero di consistenti buone uscite in caso di fallimento o cessazione dalla carica a ridimensionarne l'intera portata⁵⁴.

Questo tipo di difficoltà, legate al rapporto di agenzia, si pongono maggiormente nelle società ad azionariato diffuso, perché caratterizzate da una forte eterogeneità azionaria sotto diversi aspetti: titoli posseduti, competenze in materia d'impresa, aspirazioni economiche dei soci. Inoltre, a causa della modesta entità della propria partecipazione, gli azionisti non sarebbero incentivati ad interessarsi e intervenire nelle politiche societarie⁵⁵, tantomeno avrebbero a disposizione gli strumenti e le informazioni utili per monitorare l'operato dell'organo amministrativo⁵⁶. A ciò si aggiunga l'ampia autonomia decisionale di cui il management gode nelle S.p.a. a proprietà diffusa, dovuta al fatto che per la gran parte delle decisioni gestorie gli azionisti riuniti in assemblea non hanno alcun potere di voce⁵⁷. Risulta quindi particolarmente realistico, in contesti del genere, che il management approfitti dello scarso controllo su di esso svolto per mettere in atto pratiche opportunistiche e poco conformi agli interessi della società, di cui si fa mente pensante e braccio esecutivo.

Per quanto il problema sia più accentuato nelle c.d. società *aperte*, ciò non toglie che costi di agenzia siano comunque presenti in tutte le S.p.a. in cui operino amministratori *dotati di particolari cariche*, principalmente amministratori delegati⁵⁸. In particolare, qui, a differenza che nelle società aperte, lungi dal

⁵⁴ DE SANTIS, *Remunerazione degli amministratori e governance delle società per azioni*, Padova, 2011, p. 195 ss.

⁵⁵ *Ibidem*. In proposito si parla del problema dell'"azione collettiva" o apatia razionale, caratteristico delle società ad azionariato diffuso, in cui lo scarso interesse dei soci alla mobilitazione è giustificato dalla ripartizione dei benefici, diversamente da quanto accade per i rischi assunti in via esclusiva dall'azionista che assume l'iniziativa.

⁵⁶ VITALI, MIRAMONDI, *La remunerazione degli amministratori di società quotate*, cit.

⁵⁷ Per una maggiore disamina, si fa rinvio alle considerazioni contenute nel Capitolo 1 relativamente al rapporto amministratori-azionisti.

⁵⁸ Un focus sulla definizione degli "amministratori dotati di particolari cariche" è offerto da DE SANTIS, *Remunerazione degli amministratori e governance delle società per azioni*, cit., pp. 89-103. Secondo questa lettura sarebbero propriamente da farsi rientrare soltanto gli amministratori delegati in forza di previsione statutaria e il presidente del consiglio di

costituire un mezzo con cui limitare i nocuenti originati dal problema di agenzia, la remunerazione degli amministratori costituirebbe il fulcro stesso del problema. Infatti, come noto, la remunerazione spettante agli amministratori dotati di particolari cariche è negoziata con il Cda, il quale, interessato ad una futura rielezione, generalmente tenderà a non inimicarsi gli amministratori (specialmente quelli esecutivi) il cui voto a tal fine assume un peso determinante. Diventa quindi palese la facilità con cui il consiglio possa “ammorbidirsi” rispetto a tale determinazione e alle richieste degli amministratori destinatari della remunerazione così stabilita⁵⁹.

E ancora: le regole interne in materia di determinazione dei compensi manageriali, lo si è visto nel precedente capitolo e lo si approfondirà più avanti, omettono di attribuire ai soci decisive prerogative su cui fondare una qualche forma di intervento, volto ad arginare le derive opportunistiche appena ricostruite.

amministrazione. Ne resterebbero fuori, invece, gli amministratori nominati su delega assembleare, gli amministratori titolari di deleghe “atipiche”, l'amministratore unico, il presidente onorario, gli amministratori che abbiano maturato una retribuzione aggiuntiva per le ulteriori prestazioni svolte a favore della società. Similmente BONAFINI, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, Milano, 2005, pp. 130-150, che vi fa rientrare anche gli amministratori delegati con funzioni gestionali meramente interne nonché il caso in cui più amministratori delegati siano investiti di identiche competenze, distinguendo tale ultima fattispecie da quella attinente alla determinazione del compenso del comitato esecutivo, che per esplicita previsione codicistica è rimessa alla competenza assembleare. L'A. si esprime altresì in senso contrario alla tradizionale equiparazione degli amministratori dotati di particolari cariche con gli amministratori delegati, suggerendo piuttosto di ricomprendervi amministratori *non delegati* con particolari incarichi di natura professionale, espressione di un'esigenza costante della società (come, ad esempio, la figura del *legal supervisor*).

Di particolare interesse è la ricostruzione offerta da PISANI MASSAMORMILE, *Uno sguardo (appena un po' indiscreto) sui pagamenti, diversi da quelli di cui parla l'art. 2389 c.c., dalla S.p.a. in favore dei propri amministratori*, in *La remunerazione degli amministratori nelle società di capitali* a cura di Amatucci, *cit.*, pp. 107-132. Ivi l'A. distingue quattro tipi di pagamenti riconoscibili dalla società: oltre a compensi e remunerazioni per *particolari cariche* (di cui all'art. 2389 c.c.), enumera altresì il corrispettivo per l'attribuzione di *particolari incarichi* (da tenersi distinto, sul piano strutturale, da quello previsto dall'art. 2389 co. 3, benché se ne possa applicare in via estensiva la disciplina) e, in quarto luogo, gli onorari per prestazioni esterne alla funzione amministrativa (per cui, stante la diversa natura dai precedenti, se ne esclude integralmente l'intervento assembleare in punto di determinazione).

⁵⁹ In merito alla remunerazione (variabile) quale tipo di agency cost piuttosto che strumento di contenimento si veda il contributo di DE SANTIS, *Remunerazione degli amministratori e governance delle società per azioni, ibidem*. L'autore mette in evidenza i limiti della teoria tradizionale che vorrebbe, quale forma di affievolimento dei costi di agenzia, l'adozione di meccanismi di retribuzione legati alla *performance*. Tale strumento, avrebbe al contrario condotto ad un esponenziale aumento di valore dei pacchetti retributivi negoziati. Invero, secondo l'analisi ivi condotta, le risorse limitate del management e la necessità di diversificazione degli investimenti avrebbero comportato una riduzione del valore delle opzioni percepito dai destinatari rispetto a quello concretamente sostenuto dalla società. Similmente, FERRARINI, UNGUREANU, *Executive Remuneration*, in *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, Oxford, 2015, secondo cui: “*executive pay raises an additional agency problem: How can the effectiveness of the executive pay contract as a remedy for manager/shareholder agency costs be protected from conflicts between the board, as pay-setter, and the shareholders? The equity-based incentive contract may, as post-Enron scholarship argues, deepen conflicts of interest between shareholders and managers by generating perverse management incentives to manipulate financial disclosure, particularly earnings, and distort share prices, which can lead to catastrophic corporate failures.*”

Quandanche i soci avessero interesse ad intervenire, non ne è data loro l'opportunità: certo, possono determinare una soglia massima complessiva per il compenso di tutti gli amministratori, ma solo se lo statuto lo prevede; possono esercitare il proprio dissenso rifiutando l'approvazione dei piani di compensi basati su azioni, ma, generalmente, la struttura dei pacchetti retributivi è molto più composita; hanno da poco ottenuto, grazie agli interventi di matrice europea, il diritto di esprimere il proprio voto in merito alla relazione sulla remunerazione (c.d. *say-on-pay*), senza essere però tale voto vincolante in tutto e per tutto; possono, se ne ricorrono i presupposti, intervenire in via giudiziale, ad esempio impugnando la deliberazione consiliare ritenuta illegittima ed eccependo il conflitto di interessi, ma anche in questo caso incontrerebbero il gravoso ostacolo della *probatio* (spesso diabolica) del danno concretamente subito dalla società.

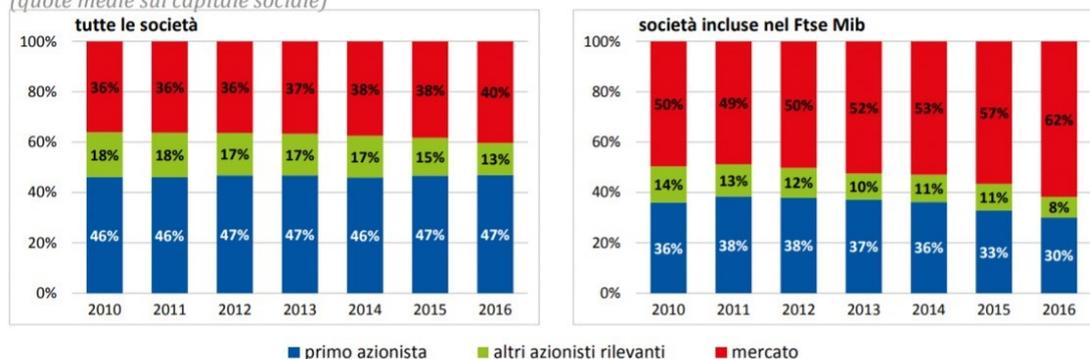
Al contempo, in direzione diametralmente opposta, si consideri anche che quei soci che abbiano un maggior peso e più idonei strumenti d'intervento, gli investitori istituzionali, non se ne avvalgono quasi mai, essendo piuttosto interessati al raggiungimento di fini diversi da quelli che caratterizzano il piccolo azionariato, molto più affini invece a quelli del management (basti pensare al perseguimento di obiettivi di investimento a breve termine e all'interesse a non veder diminuito il valore delle azioni). Si tenga presente d'altronde che, quand'anche si voglia prescindere dalla presenza di investitori istituzionali in società con un sistema di *governance forte*, l'abbassamento delle retribuzioni manageriali conseguente ad un più efficiente controllo dell'azionariato sul management, risulterebbe comunque assai debole di fronte a pressioni in senso contrario, quali quelle derivanti dalla competizione tra managers⁶⁰. Insomma, dal quadro ora delineato, si intuiscono chiaramente i pericoli cui potrebbe condurre, su più livelli, l'equazione tra la scarsità di controlli e la rilevanza dei poteri in capo ai managers.

Qualcuno potrebbe obiettare, tuttavia, che una siffatta pericolosità verrebbe ad essere ridimensionata, in Europa, dalla circostanza che, in tale contesto, la maggior parte delle società per azioni si caratterizza per una rilevante concentrazione dell'azionariato nelle mani di pochi soci (come si evince dal grafico seguente⁶¹).

⁶⁰ La riflessione è sollevata da CONTI, *Sistemi di remunerazione, incentivi e corporate governance: alcune riflessioni sulla recente crisi*, in *La remunerazione degli amministratori nelle società di capitali* a cura di Amatucci, Milano, 2010, pp. 79-91. Il riferimento all'influenza della competizione sull'aumento delle retribuzioni manageriali anche nelle società dotate di un efficace controllo azionario sul management si comprende meglio se paragonato alle società con *governance debole*, laddove invece l'aumento dei compensi degli amministratori si giustifica con il maggior ricorso dei soci a forme di delegazione delle proprie funzioni di governo verso i managers. In un contesto competitivo, quindi, il livello retributivo adottato dalle prime, più ridotto, si innalzerebbe per adeguarsi a quello adottato dalle seconde, più elevato, ed evitare così fughe di amministratori capaci ovvero garantirsi l'assunzione.

⁶¹ Grafico 1. I dati riportati mettono in rilievo la forte concentrazione azionaria nelle società quotate italiane. Fonte: *La corporate governance delle società quotate italiane*, Le analisi di Consob, Comitato per la *Corporate Governance* e Assonime-Emittenti Titoli, Milano, 12 febbraio 2018. La presentazione è reperibile online all'indirizzo <http://www.assonime.it/Eventi/Documents/Slides%20Convegno%2012%20febbraio.pdf>

Concentrazione proprietaria delle società quotate italiane (Tab. 1.3)
(quote medie sul capitale sociale)



Soci che, di conseguenza, sarebbero mossi da un maggior spirito imprenditoriale, nonché da un più forte interesse nel sottoporre al proprio occhio vigile le pratiche gestorie operate dagli amministratori.

Tuttavia, anche se presenti in misura ridotta, un disinteresse verso i costi di agenzia negli ordinamenti europei sarebbe ingiustificabile. In effetti, nei sistemi caratterizzati da proprietà azionaria concentrata, come in Italia, il problema di *agency* si declina non tanto nella necessità di bilanciamento tra azionisti e amministratori, quanto piuttosto tra azionisti di maggioranza e azionisti di minoranza. In queste ipotesi si fa più pressante l'esigenza di garantire una maggiore protezione ai secondi rispetto ai primi, forti o perché titolari di un'unica partecipazione ovvero perché legati da patti di sindacato. Al contrario, diminuisce la necessità di prevedere meccanismi mirati a ridurre il problema di agenzia. Eppure, talvolta, anch'essi risultano di qualche utilità: si pensi al caso in cui gli stessi amministratori (quand'anche siano scelti nell'ambito di una stessa compagine familiare che detenga il controllo della società) siano titolari di un pacchetto azionario di modeste dimensioni, per cui si avverte il bisogno di riallinearne gli obiettivi con quelli propri della maggioranza. Altri fattori rilevanti per l'adozione di strumenti incentivanti nei sistemi a proprietà concentrata consistono nel frequentissimo affidamento della conduzione dell'impresa a soggetti esterni, dovuto alla crescita dimensionale dell'impresa, alla sempre maggiore complessità dei mercati e alla pressione concorrenziale, che ne richiedono il possesso di competenze e conoscenze specifiche; senza considerare, poi, la rilevanza del tema in una prospettiva di politica del diritto, volta alla fissazione di

regole funzionali per lo sviluppo economico del Paese che prescindano dalla distinzione tra i modelli di assetto proprietario ivi maggiormente in auge.⁶²

Lo dimostra, infatti, la particolare attenzione che i legislatori nazionali hanno manifestato nell'adozione di *tecniche di neutralizzazione della funzione gestoria*⁶³. Si tratta, più semplicemente, di strumenti normativi messi a punto per garantire che l'operato dei gestori sia diretto alla massimizzazione dell'interesse dei soci, unitamente intesi, evitando invece che gli amministratori ricadano in condotte aberranti. Tali tecniche, con il passare del tempo, hanno inevitabilmente subito un'evoluzione, e, certamente, hanno assunto nei diversi contesti statali determinate peculiarità. Purtroppo esse possono essere ricostruite secondo un triplice direttiva: in primo luogo, interventi che hanno riguardato la condotta tenuta dagli amministratori e i conseguenti riflessi in tema di responsabilità davanti alla società e ai soci per le eventuali violazioni; poi, la predisposizione di controlli e regole esterne all'organo amministrativo; infine, l'individuazione di regole concernenti i soggetti competenti a determinare struttura e importo dei compensi. Per queste ultime si rinvia alla più specifica trattazione di cui ai successivi paragrafi; ora, invece, ci si soffermerà sulle altre due.

Le prime disposizioni normative rilevanti sul punto attengono all'imposizione, a carico degli amministratori, di un duplice ordine di doveri in favore della società: dovere di fedeltà (*duty of loyalty*) e dovere di diligenza (*duty of care*). Il primo, segna l'obbligo di assumere scelte gestorie che siano non solo compatibili, ma, segnatamente, dirette al perseguimento dell'oggetto sociale, sfuggendo invece dalla tentazione di mirare a interessi personali, siano essi in conflitto o, semplicemente, in aggiunta a quelli sociali, ovvero a interessi comunque ad essi estranei. Il secondo, invece, impegna gli amministratori a ponderare le scelte, assumendo previamente le informazioni sufficienti ad agire in maniera consapevole sugli eventuali guadagni e sulle potenziali perdite ad esse conseguenti. Entrambi costituiscono i pilastri su cui si fonda l'intera costruzione della funzione gestoria nelle S.p.a., benché non in tutti gli ordinamenti siano espressamente racchiusi in un dettato normativo.

Nel Regno Unito, ad esempio, il Companies Act del 2006, dedica l'intero Capitolo secondo, intitolato "*General duties of directors*" a delineare dettagliatamente gli obblighi prescritti al management e, particolare rilevanza assumono le Sezioni da 171 a 177, riguardanti rispettivamente il dovere di agire in conformità dei poteri (171. *Duty to act within powers*), il dovere di promuovere il successo della società (172. *Duty to promote the success of the company*)⁶⁴, il

⁶² Cfr. DE SANTIS, *Remunerazione degli amministratori e governance delle società per azioni*, cit., pp. 233 ss. Similmente CAPPIELLO, *La remunerazione degli amministratori. "Incentivi azionari" e creazione di valore*, Milano, 2005, p. 22 ss.

⁶³ L'espressione è usata da BARACHINI, *Tutela delle minoranze e funzione gestoria*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2018, p. 576 ss. Anche le considerazioni che seguono riprendono l'analisi ivi condotta.

⁶⁴ È questo un obbligo rimarchevole, poiché, oltre agli interessi che l'amministratore è tenuto a perseguire – tradizionalmente il successo della società a beneficio del complesso dei suoi componenti – enuclea anche una serie di altri elementi meritevoli di considerazione, tra cui: le conseguenze di lungo periodo, gli interessi dei dipendenti, dei fornitori e dei clienti della società,

dovere di indipendenza di giudizio (173. *Duty to exercise independent judgment*), il dovere di agire con cura, competenza e diligenza (174. *Duty to exercise reasonable care, skill and diligence*), il dovere di evitare conflitti d'interesse (175. *Duty to avoid conflicts of interest*), il dovere di rifiutare benefici offerti da terze parti (176. *Duty not to accept benefits from third parties*), il dovere di manifestare l'esistenza di un interesse personale in una determinata operazione (177. *Duty to declare interest in proposed transaction or arrangement*). Ancor più chiaramente, in Spagna, il dovere di fedeltà è espressamente menzionato all'art. 227 co. 1 del Real Decreto Legislativo 1/2010, testo consolidato della Legge sulle società di capitali (LSC), secondo cui: "*Los administradores deberán desempeñar el cargo con la lealtad de un fiel representante, obrando de buena fe y en el mejor interés de la sociedad.*"⁶⁵ La disposizione appena richiamata obbliga gli amministratori a svolgere le proprie funzioni con la lealtà di un fedele rappresentante, ad assumere decisioni in buona fede e nell'interesse della società e ad esercitare i poteri gestori in conformità ai fini per i quali sono stati loro attribuiti.

In Italia, invece, il dovere di fedeltà non è espressamente codificato, ma è comunque ricostruibile attraverso quelle disposizioni che ne assumono l'esistenza come principio generale della funzione gestoria, e provvedono a perfezionarne la portata. Ci si riferisce, più nel dettaglio, a:

- a) Art. 2390 c.c. relativo al divieto di concorrenza tra l'attività svolta dall'amministratore, per conto proprio o di terzi, e l'attività sociale.
- b) Art. 2391 c.c., il quale fissa gli adempimenti (pubblicitari e non) che l'amministratore è tenuto a realizzare qualora abbia interessi personali su una determinata operazione.

l'impatto sociale e ambientale delle politiche d'impresa, la concorrenzialità dell'impresa, ecc. Se ne riporta di seguito il testo originale: "172. *Duty to promote the success of the company*

(1) *A director of a company must act in the way he considers, in good faith, would be most likely to promote the success of the company for the benefit of its members as a whole, and in doing so have regard (amongst other matters) to—*

(a) *the likely consequences of any decision in the long term,*

(b) *the interests of the company's employees,*

(c) *the need to foster the company's business relationships with suppliers, customers and others,*

(d) *the impact of the company's operations on the community and the environment,*

(e) *the desirability of the company maintaining a reputation for high standards of business conduct, and*

(f) *the need to act fairly as between members of the company.*

(2) *Where or to the extent that the purposes of the company consist of or include purposes other than the benefit of its members, subsection (1) has effect as if the reference to promoting the success of the company for the benefit of its members were to achieving those purposes.*

(3) *The duty imposed by this section has effect subject to any enactment or rule of law requiring directors, in certain circumstances, to consider or act in the interests of creditors of the company."*

L'intero provvedimento legislativo è liberamente consultabile all'indirizzo: <https://www.legislation.gov.uk/> (ultima consultazione 16 gennaio 2021).

⁶⁵ Il testo completo della LSC, in lingua originale, è consultabile al link: <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2010-10544> (ultima consultazione 16 gennaio 2021).

- c) Art. 2391-bis c.c., definisce le modalità di svolgimento delle operazioni con parti correlate, funzionali ad assicurare la trasparenza e la correttezza sostanziale delle procedure, sia in via preventiva, in ossequio ai richiamati principi generali indicati dalla Consob, sia in via di controllo successivo, richiedendo che nella relazione sulla gestione vengano resi noti, in modo dettagliato, i motivi che abbiano spinto gli amministratori ad optare per il compimento dell'operazione rischiosa.
- d) Art. 2497-ter c.c., in materia di operazioni soggette all'influenza di società che svolgono attività di direzione e coordinamento, come il precedente, richiede l'elaborazione di una *motivazione analitica* e di un'*indicazione puntuale* "delle ragioni e degli interessi la cui valutazione ha inciso sulla decisione".

Per quanto riguarda, più da vicino, la disciplina dei compensi dei componenti dell'organo amministrativo, un argine ai costi di agenzia da essa generati è rinvenibile nei principi di cui all'art. 5 del Codice di autodisciplina (nella versione attualmente in vigore). Anche se maggiormente incentrati sulle modalità di definizione del *quantum* e del *quomodo* di tali compensi, i suddetti principi lasciano trasparire una presupposta professione di fede nell'esistenza e nella coerenza del *duty of loyalty* in capo a quelli tra gli amministratori chiamati a definirli. Essi, infatti, così recitano: "*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 [...]. La politica per la remunerazione è elaborata dall'organo di amministrazione, attraverso una procedura trasparente. [...]*".

Alla luce della disciplina ora esposta, emerge che l'intervento del legislatore per arginare i pregiudizi causati dal rapporto di agenzia tra soci e gestori se da una parte copre un gran numero di casi in cui tali pregiudizi possano maggiormente manifestarsi, dall'altra rimane per molti versi soggetto alla discrezionalità degli stessi amministratori. Mi spiego meglio. Per un verso, è vero che le norme codicistiche appena prese in considerazione possiedono l'attitudine ad applicarsi anche (e forse, si potrebbe dire, *soprattutto*, vista la loro funzione non solo correttiva ma primariamente preventiva rispetto agli errori di cui sono causa) alle ipotesi in cui tali errori si atteggiino sul piano della mera *possibilità*. Invero, in materia di interessi degli amministratori, la norma delinea una specifica procedura da seguire tutte le volte in cui questi, relativamente ad una determinata operazione, siano portatori di interessi anche semplicemente *concorrenti* con quello della società, senza che per questa ne derivi un sicuro danno in concreto. Allo stesso tempo, però, è altresì vero che proprio l'ampia latitudine che caratterizza tale disciplina costituisce, se non un vero e proprio limite, quantomeno un ostacolo alla sua piena implementazione. Difatti, riprendendo l'esempio di cui sopra, è rimesso agli stessi amministratori, soggetti passivi della norma impositiva, determinare se nel caso di specie si configuri o meno in capo ad essi un interesse ulteriore rispetto a quello sociale, "*precisandone la natura, i termini, l'origine e la portata*". Pertanto, in questo modo, essi vengono ad assumere piuttosto una posizione attiva rispetto alla regola, potendo in definitiva determinare l'attuazione delle procedure in essa previste. Tra l'altro, vale la pena di evidenziare che, stante la vaghezza del portato normativo nell'enucleare i tratti

salienti che questi interessi vengano ad assumere e le situazioni in cui essi acquistano rilevanza, anche la loro migliore definizione è questione rimessa alla coscienza dei suoi destinatari⁶⁶. In fin dei conti, si diceva, essi vengono ad essere al contempo soggetti passivi e attivi della disciplina codicistica, per cui viene spontaneo chiedersi quanto questa condizione possa risultare efficace in relazione all'obiettivo di cui in apertura, cioè l'azzeramento dei costi di agenzia.

Tra le previsioni adottate dai legislatori per neutralizzare il fare opportunistico degli amministratori vi sono, in secondo luogo, quelle che introducono controlli e regole per così dire "esterne" al Cda, ossia rivolte ad altri attori societari. In alcuni casi sono state predisposte regole volte ad accrescere le prerogative dei soci, intervenendo ad esempio sul loro diritto di *voice*, cioè dando loro la facoltà di sollevare le proprie osservazioni e/o doglianze in merito a scelte gestorie più importanti. In questo filone si pongono i più recenti interventi europei, primi fra tutti quelli di cui alle Direttive 2007/36/CE e 2017/828/UE (non a caso ribattezzate rispettivamente Prima e Seconda Direttiva Azionisti). Altre volte, invece, si è preferito agire sui controlli, istituendo o rafforzando forme di monitoraggio della funzione gestoria: questo compito è stato spesso assegnato ad organi od organismi ad hoc, come il Comitato per la remunerazione raccomandato dal Codice di autodisciplina per le società quotate, l'Autorità di vigilanza Consob o le società di gestione dei mercati, mentre in altri casi si è più semplicemente confidato nella capacità di supervisione del pubblico, stabilendo per le imprese più pregnanti obblighi di trasparenza e pubblicità. Alcuni interventi in questa direzione sono stati altresì realizzati dalle Direttive Azionisti del 2007 e del 2017, anche se maggior peso hanno avuto in questo ambito le previsioni regolamentari emanate dalla Consob e la disciplina di *soft law* approntata da Borsa Italiana Spa⁶⁷.

Anche questa reazione legislativa, tuttavia, non va esente, a mio avviso, da considerazioni critiche. Considerati i limiti cui vanno incontro gli interventi normativi che operano sul piano interno della *governance* societaria, verrebbe spontaneo riporre maggior fiducia nell'efficacia di quelli che invece operano sul piano esterno. Allo stesso tempo, però, non sarebbe ugualmente condivisibile un atteggiamento legislativo che prescindendo dallo stimolare la responsabilizzazione del management, quale componente imprescindibile e presupposto indispensabile di qualsivoglia intervento mirato a ridurre gli *agency costs*.

2.2 Le questioni di progettazione: la competenza

In tema di remunerazione, primaria importanza è assunta altresì dalla disciplina in materia di organi sociali competenti nella determinazione dei compensi spettanti al *management*. Rilevanza che autorevole dottrina⁶⁸ evidenzia al punto tale da sostenerne la predominanza rispetto alle concorrenti questioni della quantificazione dei compensi stessi e della proporzionalità tra salario ricevuto e *performance* realizzata dal beneficiario, quand'anche a prima

⁶⁶ Cfr. BARACHINI, *Tutela delle minoranze e funzione gestoria*, cit.

⁶⁷ Per maggiori dettagli sul Regolamento emittenti e il Codice di autodisciplina si rinvia a quanto più dettagliatamente riportato al Capitolo 1.

⁶⁸ CAMPOBASSO, *I compensi degli amministratori di società quotate: L'esperienza italiana*, in *Rivista delle società*, 2011, p. 702 ss.

vista essi possano apparire troppo elevati. Invero è da rilevare come il legislatore, nazionale e sovranazionale, abbastanza diffusamente, predisponga regole volte a garantire che agli amministratori siano corrisposti compensi idonei a retribuirli per il lavoro svolto, a gratificarli per i risultati ottenuti (se positivi), nonché a rappresentare in termini monetari le elevate conoscenze e competenze da questi possedute⁶⁹.

Gli ordinamenti nazionali, nel regolare questo aspetto, hanno adottato ognuno una propria peculiare disciplina. Tuttavia, si può affermare che, quantomeno in occidente, essi si siano conformati ad uno tra i seguenti quattro modelli.

Per primo, il modello c.d. “*board oriented*” o *monitoring board model*, in cui la competenza alla definizione delle remunerazioni è totalmente rimessa al consiglio di amministrazione. Si tratta, propriamente, di un corollario dell’idea, tipicamente nordamericana, per cui l’efficienza del sistema societario sia assicurata dalla separazione tra amministratori esecutivi e consiglio: ai primi è rimessa la gestione vera e propria dell’impresa, tipicamente, l’assunzione delle scelte strategiche e il compimento delle operazioni maggiormente rilevanti (c.d. *day-by-day management*), mentre al secondo spetta un più generale compito di verificarne la ragionevolezza (c.d. *monitoring*). Resta comunque la facoltà per gli statuti di disciplinare diversamente tale competenza. Infatti, il § 8.11. del Model Business Corporation Act (MBCA) (ultima versione) stabilisce che “*Unless the articles of incorporation or bylaws provide otherwise, the board of directors may fix the compensation of directors.*”⁷⁰

Il secondo modello, adottato nel sistema spagnolo e britannico, si pone su un piano opposto al primo, rimettendo allo statuto la competenza a stabilire quale sia l’organo competente a decidere sul compenso degli amministratori e, previamente, se ad essi spetti una qualche forma di remunerazione. Si veda in proposito l’art. 217 (Remuneración de los administradores) della LSC spagnola:

⁶⁹ Segnatamente, l’autore sostiene che: “*Il punto non è che gli amministratori ricevano compensi elevati. Se si tratta di soggetti dotati di competenze elevate e rare, capaci di generare valore per gli azionisti, è giusto che siano remunerati in misura corrispondente ai loro meriti*”. È richiamata in proposito la Raccomandazione 2004/913/CE volta a promuovere un adeguato regime per la remunerazione degli amministratori delle società quotate. Menziona inoltre il contenuto dell’art. 7.P.1 del Codice di autodisciplina, sostituito, nella versione aggiornata della norma, dall’art. 5 raccomandazione 30: “*La remunerazione dei membri dell’organo di controllo prevede un compenso adeguato alla competenza, alla professionalità e all’impegno richiesti dalla rilevanza del ruolo ricoperto e alle caratteristiche dimensionali e settoriali dell’impresa e alla sua situazione.*” In entrambi i casi si noti che il legislatore non esita ad affermare la necessità di un’adeguata ricompensa per le prestazioni offerte dagli amministratori alla società. A livello comparatistico, come riportato in BONAFINI, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, cit., p. 261 ss., l’AktG tedesco fornisce precise direttive sul modo di determinazione dei compensi, in particolare imponendo che nel processo quantificativo vengano tenuti in considerazione, insieme alla “situazione della società”, anche “i compiti svolti dall’amministratore”.

⁷⁰ Il riferimento è originario di CAMPOBASSO, *I compensi degli amministratori di società quotate*, cit. Il Model Business Corporation Act è un modello predisposto dalla Committee on Corporate Laws, Section of Business Law, dell’American Bar Association adottato da numerosi Stati USA. L’ultima versione è disponibile all’indirizzo https://www.americanbar.org/content/dam/aba/administrative/business_law/corplaws/2020_mbc_a.pdf (ultima consultazione 17 gennaio 2021).

“1. *El cargo de administrador es gratuito, a menos que los estatutos sociales establezcan lo contrario determinando el sistema de remuneración.*”⁷¹ Nel Regno Unito, la regola è posta in termini contrari: difatti, se una previsione statutaria dovesse risultare mancante, è prevista l’applicazione delle clausole di cui ai modelli statuari predisposti, per ogni tipo societario, dal Secretary of State. Tale disciplina prevede che, per le Public Companies (leggi, in Italia, società per azioni), una remunerazione sia garantita e sia rimessa alla determinazione del *Board of Directors*. Di conseguenza, per escludere che l’amministratore abbia diritto ad un compenso sarebbe ivi necessaria un’espressa previsione statutaria in deroga alla disciplina-modello di cui si è detto⁷².

In terzo luogo, secondo un ulteriore modello caratteristico dei sistemi di amministrazione e controllo di tipo dualistico⁷³, sarebbe il consiglio di sorveglianza ad avere il potere decisionale in tema di remunerazione. Ciò emerge chiaramente dal § 87 dell’AktG tedesco, contenente i principi relative agli emolumenti dei componenti dell’organo amministrativo : “1) *In establishing the overall emoluments of the individual member of the management board (salary, profit-sharing, expense allowances, insurance premiums, commissions, incentive-based remuneration commitments such as, for example, stock options and collateral performance of any kind), the supervisory board is to ensure that they are appropriate in relation to the tasks and performance of the member of the management board and to the economic situation of the company and that, unless particular reasons so require, the customary remuneration is not exceeded.*”⁷⁴

Infine, il quarto modello prevede una ripartizione di competenza tra l’organo assembleare e il consiglio di amministrazione. È questo quanto stabilito nel nostro ordinamento, in cui, lo si è già visto, all’assemblea ordinaria è affidata la determinazione del compenso degli amministratori *tout court* nonché, se lo statuto lo prevede, la determinazione del compenso *globale* del management (comprendente, dunque, amministratori dotati di particolari cariche e non), mentre il cda decide in merito alla remunerazione per gli amministratori dotati di

⁷¹ Nondimeno si tenga presente che la disposizione in parola estende il proprio ambito di applicazione a tutte le società di capitali, eccezion fatta per le quotate, per cui è vero l’opposto. Ciò è quanto afferma l’art. 529-sexdecies LSC, rubricata *Carácter necesariamente remunerado*: “*Salvo disposición contraria de los estatutos, el cargo de consejero de sociedad cotizada será necesariamente retribuido*”.

⁷² Più dettagliatamente in CAMPOBASSO, *I compensi degli amministratori di società quotate*, cit. L’autore approfondisce la disciplina britannica anche riportando i testi delle disposizioni normative cui si riferisce.

⁷³ Il sistema dualistico, insieme al sistema monistico, costituisce un sistema di amministrazione e controllo, introdotto con la riforma del diritto societario del 2003. Si tratta di un sistema di ispirazione tedesca e prevede la presenza di un consiglio di gestione e di un consiglio di sorveglianza: al primo organo sono attribuite le tipiche funzioni del consiglio di amministrazione nel sistema tradizionale, al secondo quelle del collegio sindacale. La disciplina è contenuta agli artt. 2409-octies-2409-quinquiesdecies c.c.

⁷⁴ AktG, ovvero, in italiano, Legge in materia di società per azioni, del 6 settembre, da ultimo emendata dall’art. 9 della legge 17 luglio 2017. La versione in lingua inglese dell’AktG è consultabile al link https://www.gesetze-im-internet.de/englisch_aktg/englisch_aktg.html#p0429 (ultima consultazione 17 gennaio 2021).

particolari cariche, eventualmente rispettando il tetto massimo stabilito dall'assemblea.

L'esistenza di una siffatta spartizione tra i due principali organi societari testimonia l'originario intento del legislatore italiano di equilibrare il ruolo degli azionisti con quello del consiglio, attribuendo ai primi una forma di intervento meno significativa poiché limitata agli amministratori non delegati e al secondo, organo tipicamente dotato delle qualifiche e delle informazioni necessarie per l'adozione delle scelte organizzative, la competenza di stabilire il compenso degli amministratori dotati di particolari cariche. La subalternità dei soci al *board* in materia di compensi sembrerebbe tuttavia smentita dal dato codicistico: qualora infatti lo statuto accolga la facoltà concessa al terzo comma dell'art. 2389 c.c. – quella cioè di riservare all'assemblea la determinazione di un importo complessivo per la remunerazione di tutti gli amministratori, ivi compresi quelli dotati di particolari cariche – l'assemblea assumerebbe una titolarità esclusiva della competenza sui compensi. Proprio il carattere estremamente vago della locuzione "importo complessivo" non escluderebbe, secondo alcune letture emerse in dottrina, che l'organo assembleare possa altresì deliberare in merito alla ripartizione individuale⁷⁵ ovvero stabilire criteri vincolanti per la suddivisione dell'importo complessivo cui sottoporre il consiglio di amministrazione, ad esempio escludendo talune forme di remunerazione oppure condizionandole al rispetto di specifici parametri. Allo stesso tempo non si potrebbe escludere la legittimità di una previsione statutaria che, già in partenza, definisca dettagliatamente i compensi spettanti agli amministratori⁷⁶. Va però considerato che si tratta di disposizioni che manifestano un valore squisitamente teorico, ne valga a spiegarlo la natura non imperativa, ma facoltativa della disposizione in parola. Né può dirsi sufficiente a rimarcare la centralità assembleare la natura inderogabile del riparto di competenze sui compensi⁷⁷, rappresentando una tutela di forma piuttosto che di sostanza.

⁷⁵ Favorevole all'ammissibilità di una clausola statutaria che attribuisca all'assemblea il duplice ruolo di determinazione della remunerazione complessiva e individuale degli amministratori è BONAFINI, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, cit., p. 116 ss., che ne sottolinea altresì l'opportunità in quanto eviterebbe di ricadere in una fattispecie di autoliquidazione del compenso da parte degli stessi amministratori che, altrimenti, si troverebbero a decidere in merito alla spartizione tra i propri membri della somma complessivamente stabilita dall'assemblea.

⁷⁶ In tal senso DE SANTIS, *Remunerazione degli amministratori e governance delle società per azioni*, cit., p. 86 ss. Si legga il primo capoverso del terzo comma, art. 2389 c.c., che richiede la "conformità allo statuto" della deliberazione consigliare.

⁷⁷ *Ivi*, p. 108 ss. La violazione delle disposizioni codicistiche determinerebbe invero la nullità del compenso così stabilito. Sul punto l'autore richiama, in via esemplificativa, il caso in cui la determinazione del compenso avvenga in assenza di una delibera assembleare ovvero in caso di delibera *implicita*, ossia tramite approvazione del bilancio che riporti, tra le poste, l'indicazione del compenso per gli amministratori. Peraltro, in quest'ultimo caso, a mettere fine al contrasto giurisprudenziale erano intervenute le sezioni unite della Suprema Corte, statuendo l'invalidità della delibera così congegnata, salvo che l'ammontare del compenso non fosse già stato indicato in statuto. Altresì invalidi sarebbero i patti parasociali stipulati tra soci e amministratore ovvero quelli stipulati tra amministratore delegato e presidente del consiglio di amministrazione, nonché la sostituzione della delibera assembleare con delibera consigliare. Un attento esame sul tema della sostituibilità dell'assemblea nel deliberare sul compenso degli amministratori è altresì fornito da BONAFINI, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, cit., pp. 107-111.

A fronte di un siffatto inquadramento occorre riportare alcuni spunti di riflessione: ha senso prevedere un riparto di competenze tra assemblea e consiglio pur se di molto sbilanciate nei poteri e nell'impatto? Alla luce delle derive cui hanno condotto le retribuzioni stellari corrisposte dalle principali società poi andate in default con lo scoppio della crisi finanziaria, è forse auspicabile un intervento legislativo volto a rafforzare le prerogative dei *soci* in modo da mettere un freno alla discrezionalità del *board*? O sarebbe forse necessario agire su *altri* attori societari, per così dire "meno interessati"? Si tratta di interrogativi la cui risposta non è agevole né univoca.

Un'interessante riflessione sul punto, elaborata in dottrina⁷⁸, richiama la centralità della figura dell'amministratore indipendente che, in quest'ottica, possiederebbe una forte potenzialità nel conciliare le opposte esigenze di soci e gestori. Invero, affidare a soggetti che, sebbene parte integrante dell'organo gestorio, assicurino la mancanza di qualsivoglia interesse o legame che possa scalfirne l'integrità di giudizio rispetto alla funzione cui sono preposti, il compito di deliberare in materia di emolumenti permetterebbe di garantire da una parte, un'imparzialità di giudizio sconosciuta al Cda, e, dall'altra parte, un'ottimizzazione delle scelte gestorie ontologicamente aliena alla molteplicità degli azionisti. Certo, non senza assicurarsi che, oltre all'indipendenza, essi siano altresì dotati di ulteriori competenze, segnatamente in tema di remunerazioni. In più si consideri che nella prassi non sempre la presenza di amministratori indipendenti si è rivelata benefica: l'esiguità del compenso, l'intercorrere di rapporti d'amicizia con gli amministratori non indipendenti e la prassi degli "interlocking directors" rappresentano solo alcuni dei limiti cui vanno incontro queste figure⁷⁹. Di talché si renderebbe necessario che, in aggiunta alla previsione di requisiti di indipendenza, le società adottino anche tutta una serie di accortezze finalizzate a garantirne un'imparzialità effettiva. Ad esempio intervenendo sulla durata della carica ovvero assicurandone la protezione rispetto alle eventuali lamentele provenienti dagli stessi amministratori di cui determinano il compenso, qualora lo ritengano troppo modesto o mal congegnato. Peraltro, in Italia, l'invito sembra essere stato accolto, anche se debolmente, nel Codice di autodisciplina, con la raccomandazione di istituire, all'interno del Cda, un Comitato per la remunerazione composto, almeno in parte, da amministratori indipendenti. Tuttavia, il ristretto ambito di applicazione – solo alle società quotate – e la natura di *soft law* la rendono una prassi ancora poco consolidata.

Mi sembra opportuno richiamare anche un'altra figura del cui contributo in materia di remunerazioni se ne potrebbe auspicare una riscoperta. Mi riferisco al collegio sindacale, cui, ai sensi dell'art. 2389 co. 3 c.c., è richiesto il rilascio di un parere preventivo alla deliberazione consigliare che provveda sui compensi degli amministratori dotati di particolari cariche. Al momento gli strumenti affidati ai sindaci risentono di una forte ristrettezza, sia in termini quantitativi sia qualitativi. Il codice, infatti, si limita a prevederne un intervento sì obbligatorio ma non

⁷⁸ CAMPOBASSO, *I compensi degli amministratori di società quotate*, cit.

⁷⁹ DE SANTIS, *Remunerazione degli amministratori e governance delle società per azioni*, cit., p. 221 ss. Con l'espressione "interlocking directors" o "interlocking directorship" s'intende qui la prassi per cui gli amministratori indipendenti di una società sono a loro volta managers di un'altra società, i cui amministratori indipendenti sono i managers delle prime.

vincolante, tale per cui la deliberazione del consiglio di amministrazione potrà legittimamente essere adottata semplicemente dando atto dell'opinione collegiale quand'anche contraria. Verrebbe quindi da chiedersi se non sarebbe opportuno, in alternativa o in aggiunta al monitoraggio dei soci, attribuire a quest'organo prerogative più puntuali rispetto a quelle attuali, affinché si faccia portavoce dell'interesse sociale all'interno del Cda.

2.3 Le questioni di progettazione: la struttura

Benché alcune voci in dottrina ne abbiano ridimensionato la portata, la centralità delle previsioni relative alla struttura delle remunerazioni è, a mio avviso, innegabile. È infatti proprio su questi aspetti che si è giocata la sfida regolativa in ambito di S.p.a., che si è intervenuti, cioè, a livello normativo in vista sia di un miglioramento delle *performance* societarie sia di un rafforzamento del sistema economico-finanziario nel suo complesso.

Tendenzialmente si è attestata e oramai consolidata, nelle quotazioni, la prassi di riconoscere ai propri amministratori una retribuzione dalla struttura per così dire composita, ossia comprendente⁸⁰:

- a) Una quota fissa, costituita dal salario annuo, cioè dalla sommatoria degli stipendi periodicamente ottenuti ovvero liquidata in un'unica soluzione. La sua quantificazione prescinde dall'andamento della gestione;
- b) Una quota variabile, spesso nella forma di bonus annuali per il raggiungimento di determinati obiettivi di *performance* societaria (c.d. *cash remuneration*) ovvero di strumenti finanziari, principalmente sottoforma di stock options (a loro volta declinabili in stock grant⁸¹, stock purchase⁸², restricted stock⁸³, ecc.) e *performance shares*⁸⁴;
- c) I trattamenti speciali per la cessazione dalla carica (c.d. *golden parachutes*) previsti dagli accordi contrattuali e comprendenti, a loro volta, indennità di licenziamento, premi in denaro, o altro;

⁸⁰ In tema di tipologie di compenso un interessante approfondimento è offerto da BONAFINI, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, cit., pp. 312-322, che analizza con particolare attenzione l'attribuzione di forme di rimborso spese e di polizze assicurative sulla responsabilità civile degli amministratori. Quanto al rimborso spese, l'A. ne afferma la qualifica di *fringe benefit* se il rimborso deriva da un accolto spontaneamente offerto dalla società, al di fuori dei casi di cui all'art. 1720 c.c. asseritamente applicabile al rapporto di amministrazione; stessa qualifica è attribuita alle polizze assicurative, stante la domestica prassi di comprenderle formalmente nel compenso (dunque, quale forma di remunerazione diretta). In entrambi i casi, pertanto, l'organo cui ne competerebbe la determinazione sarebbe l'assemblea.

⁸¹ Consistente nell'attribuzione gratuita di azioni.

⁸² In questo caso all'amministratore viene attribuita la facoltà di acquistare in via immediata azioni a prezzo determinato.

⁸³ Si tratta di azioni sottoposte a vincoli di trasferibilità e ad un c.d. *vesting period*, ossia la loro titolarità è acquisita dal beneficiario dopo un certo numero di anni, sempreché rivestano ancora la carica presso la stessa società.

⁸⁴ Simili ai bonus annuali, le *restricted stock* consistono in premi in denaro riconosciuti al raggiungimento di obiettivi di *performance* finanziaria predeterminati e riferiti ad uno specifico periodo temporale.

- d) I benefici in natura (c.d. *fringe benefits*) tra cui si annoverano vari beni e servizi messi a disposizione dall'impresa, come ad esempio l'assicurazione sanitaria, gli aiuti finanziari per l'istruzione, i servizi di baby-sitting o i rimborsi per le spese di assistenza ai figli, l'utilizzo di beni aziendali, ecc.

Questa consuetudine è d'altronde legittimata dalle previsioni di legge⁸⁵ e confermata dalle risultanze empiriche. Infatti, gli ultimi dati forniti da Assonime sulle società quotate italiane, segnano una netta scomposizione del compenso totale in componente fissa e componente variabile. La prima, a sua volta, si scompone in remunerazione di base e benefici in natura; la seconda, invece, in remunerazione in denaro e remunerazione per mezzo di strumenti finanziari partecipativi (c.d. *equity-based remuneration*).

Per avere una visione più chiara delle modalità di strutturazione del compenso si consulti, a titolo esemplificativo, il rapporto 2021 del Gruppo Unicredit sulla politica di remunerazione e sui compensi corrisposti⁸⁶: per l'anno 2020 all'Amministratore Delegato Jean Pierre Mustier è stata corrisposta una remunerazione complessiva di oltre 5 milioni di euro (5.241.000), di cui 911.000 sottoforma di remunerazione fissa e la restante parte, dal valore di 4.330.000 euro, sottoforma di azioni (con un aumento complessivo rispetto al precedente anno del 133%). In particolare, la componente variabile è determinata sulla base di indicatori di *performance* istituzionale e individuale, ed è attribuita tramite un bilanciamento di pagamenti "immediati", cioè al momento della valutazione della *performance*, e pagamenti "differiti" (per un periodo minimo di 5 anni), al raggiungimento di future condizioni di *performance* nel corso degli esercizi successivi.

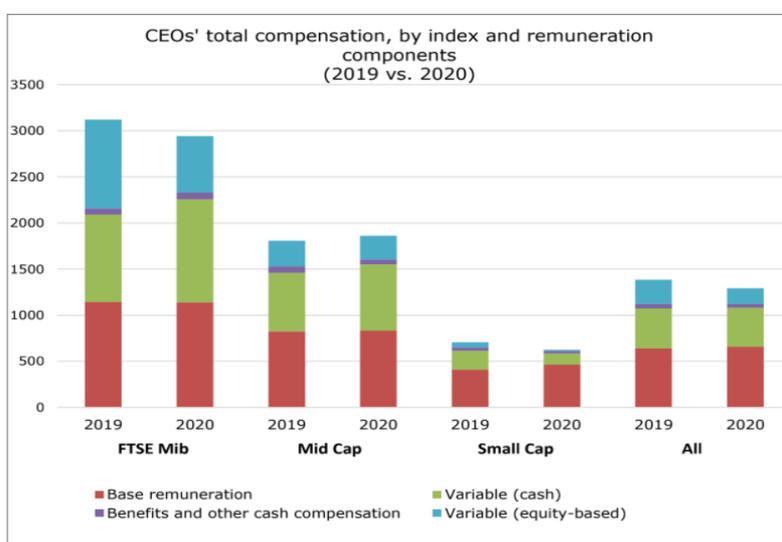
Un simile quadro è offerto anche a livello internazionale: si prenda l'esempio del pacchetto retributivo dal valore di 211 milioni di dollari attribuito lo scorso anno al CEO della società statunitense Paycom Software Inc., Chad Richison, riportato nell'*annual proxy statement* recentemente presentato dalla società all'autorità di vigilanza federale statunitense (SEC). La parte più significativa della remunerazione è rappresentata da 1.61 milioni di dollari in *restricted shares*, la cui acquisizione è subordinata, per una metà, al raggiungimento del valore di mercato di 1.000 dollari ad azione entro sei anni, mantenuto per venti giorni lavorativi consecutivi, e, per l'altra metà, al raggiungimento del più alto valore di mercato di 1.750 dollari ad azione entro la fine del 2030, sempreché, anche in tal

⁸⁵ Peraltro, in DE SANTIS, *Remunerazione degli amministratori e governance delle società per azioni*, cit., p. 117 ss. si evidenziano i problemi interpretativi derivanti dalla codificazione espressa di sole due forme di remunerazione variabile per le società quotate: la partecipazione agli utili e l'attribuzione del diritto di sottoscrizione di azioni di futura emissione ad un prezzo determinato. Invero, sebbene fatta rientrare comunemente nel genus della remunerazione tramite stock options, questa seconda modalità di remunerazione variabile ne rappresenterebbe solo una species. La legittimità dell'attribuzione di forme alternative di stock options viene comunque confermata tramite argomenti storici e di competitività a livello di mercato. Dello stesso avviso è BONAFINI, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, cit., p. 452 ss.

⁸⁶ Il documento è liberamente consultabile e scaricabile accedendo al sito https://www.unicreditgroup.eu/it/governance/compensation.html?intcid=INT-IG_CTA0022 (ultimo accesso il 15 aprile 2021).

caso, sia mantenuto per venti giorni consecutivi. Significativo della tecnica remunerativa ivi seguita è il commento rilasciato dal presidente della *compensation committee* Jason Clark, che assicura come la struttura del compenso sia finalizzata ad allineare l'azione amministrativa con gli interessi degli azionisti, “*as it requires significant value creation for them before he can realize any value from the grant*” e sottolinea come la sua effettiva attribuzione dipenda dal raggiungimento degli obiettivi di *performance* – in questo caso consistenti nell'incremento del valore azionario⁸⁷.

Del resto, si noti che l'equilibrio tra i due fattori (fisso e variabile) muta notevolmente a seconda di tre coefficienti principali: le dimensioni dell'impresa, il settore di produzione e gli assetti proprietari⁸⁸. Lo si veda nei grafici di seguito riportati⁸⁹.

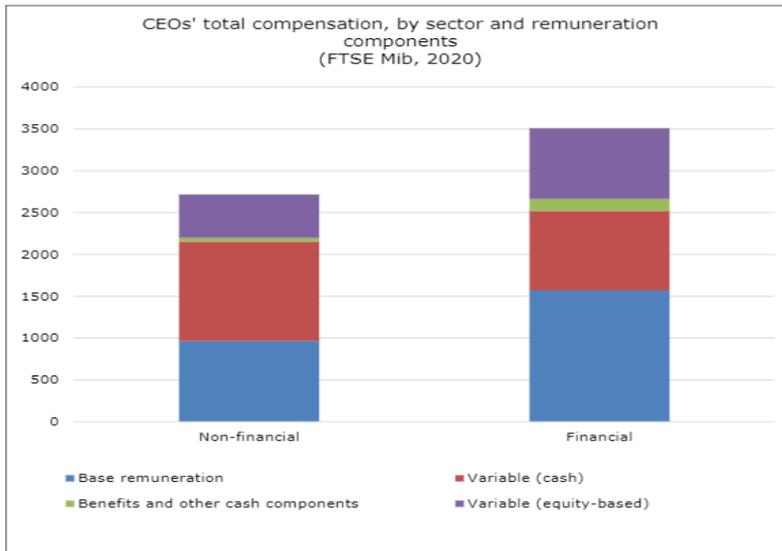


La presenza di componenti variabili nei pacchetti retributivi dei CEOs (leggi, amministratori delegati) viene ad essere tanto maggiore quanto più aumentano le dimensioni della società: su una remunerazione complessiva media di Euro 1.300.000,00 nel 2020, le componenti variabili si attestano intorno al 20% per le Small Cap, 50% per le Mid Cap e 60% per le società Ftse Mib.

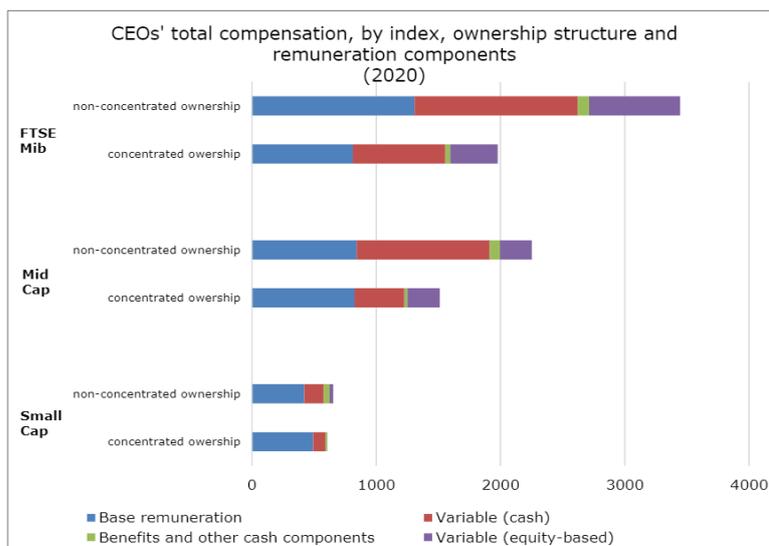
⁸⁷ FRANCIS, *Paycom Makes CEO Highest Paid of S&P*, in *The Wall Street Journal* (ed. cartacea), 7 aprile 2021, pp. B1-B2.

⁸⁸ THOMAS, *International Executive Pay: Current Practices and Future Trends*, in *La remunerazione degli amministratori nelle società di capitali* a cura di Amatucci, Milano, 2010, pp. 1-55, evidenzia la corrente convergenza degli altri Stati verso il modello remunerativo statunitense, caratterizzato da compensi complessivamente più elevati e da un più largo uso di forme di remunerazione variabile. L'autore mette altresì in luce i principali fattori che influenzano la struttura dei pacchetti retributivi, tra cui si rammentano l'assunzione di amministratori internazionali, le sempre più numerose fusioni e acquisizioni d'impresa internazionali nonché la crescita delle imprese multinazionali. Si tratta di coefficienti che, in modi diversi, conducono tutti ad una standardizzazione delle paghe e, quindi, ad un innalzamento del livello salariale degli amministratori.

⁸⁹ Le informazioni riportate e i grafici sono ripresi dal *Report on Corporate Governance in Italy: the implementation of the Italian Corporate Governance Code (2020)*, pubblicato da Assonime- Emittenti Titoli, cit.



Inoltre, per le società che operano nel settore finanziario si evidenzia una preferenza per le componenti fisse a scapito di quelle variabili, rispetto a quanto non avvenga invece per le società che operino in altri settori, in linea con le previsioni regolamentari.



Infine, anche nelle società a forte concentrazione azionaria si rileva uno scarso utilizzo di remunerazioni variabili rispetto alle società ad azionariato diffuso: ciò probabilmente perché nelle prime spesso gli amministratori delegati sono anche titolari di azioni, necessitando quindi di minori incentivi per allinearne gli interessi con quelli dei soci.

A tali aspetti se ne aggiungano altri, che determinano una diversa strutturazione degli emolumenti, quali le differenze di genere, la qualifica di amministratore esecutivo e il possesso di requisiti d'indipendenza. Tutti profili che, sebbene interessanti, non potranno essere esaminati in questa sede.

Piuttosto, ciò che preme sottolineare, sono i problemi in potenza derivanti da una siffatta prassi, che lega sempre di più il compenso attribuito ai managers a numerose e, assai frequentemente, opache variabili. Una chiara determinazione di tali variabili risulta quindi prerequisito basilare sia per una più

agevole previsione del loro ammontare *ex ante* sia per un più efficace controllo in punto di adeguatezza *ex post*. Ciò è soprattutto vero se si tiene presente la scarsità del flusso informativo a beneficio degli azionisti nonché l'incompetenza da questi spesso patita in materia salariale.

Precipuamente, tra le forme di remunerazione variabile generalmente adottate nella prassi societaria, quelle che pongono maggiori riserbi sul loro funzionamento sono rappresentate dall'attribuzione di stock options, ossia dal diritto di sottoscrivere o acquistare azioni di futura emissione a un prezzo predeterminato e in un determinato periodo di tempo. Esse, infatti, originate con l'obiettivo strategico di promuovere l'assunzione di scelte gestorie più rischiose da parte del management, permettendo così ai possessori di titoli azionari di godere delle plusvalenze realizzate sui propri dividendi, hanno finito per costituire uno dei principali bersagli d'accusa degli economisti, quali principali fattori eziologici della crisi finanziaria del 2008.

A tacer d'altro, anche nel diritto europeo si è posto il problema del miglior assetto delle retribuzioni dei managers. Tanto è vero che la Direttiva del 2017 non ha risparmiato neppure tale tematica, introducendo, a intervalli di tempo prestabiliti, l'obbligo di voto assembleare relativamente alla *Relazione sulla politica di remunerazione e sui compensi corrisposti*, da predisporre ad opera dell'organo amministrativo e da mettersi a disposizione del pubblico. Non volendo qui anticipare quanto seguirà, si fa rinvio ai prossimi capitoli per una valutazione sulla riuscita dell'iniziativa.

2.4 L'impatto sociale della pubblicità informativa

Un ulteriore corollario derivante dalla regolamentazione dei compensi si attesta sul piano sociale. Ai famosi *social issues* tra dirigenze e maestranze, di ispirazione ottocentesca, fanno ora eco i mass media, richiamando l'attenzione del grande pubblico sugli esorbitanti crack finanziari di società fino ad allora "inspiegabilmente" gestite dai più acclamati (nonché ottimamente retribuiti) CEOs nel panorama mondiale. In particolare, ciò su cui maggiormente si preme a livello comunicativo è proprio il gap retributivo che si attesta tra i gestori e tutti gli altri individui alle dipendenze della società. Invero, questo divario è andato via via aumentando col passare degli anni, tant'è che, come dimostrano i dati, dal 1965 al 2012 la remunerazione di un amministratore è passata dall'essere 20 volte superiore a quella di un lavoratore mediano all'esserne 273 volte più alta⁹⁰.

Non è difficile immaginare, quindi, con quale sgomento il pubblico percepisca tali dati, e il malcontento a cui inevitabilmente esso conduca⁹¹. Ciò è tanto più vero se si considera che, nella maggioranza dei casi, le paghe stratosferiche dei top managers non risultano giustificate. E l'amarezza, si sa,

⁹⁰ GLIOZZI, *Gli alti compensi dei top managers*, cit.

⁹¹ L'influenza del fattore culturale sulla gestione e, prima ancora, sulla percezione del problema delle remunerazioni dei managers è messa in luce da THOMAS, *International Executive Pay: Current Practices and Future Trends*, cit. Ad esempio, il problema sarà avvertito meno laddove la tolleranza verso le diseguaglianze economiche è maggiore, come negli Stati Uniti, ovvero laddove gli stessi managers siano, per motivi "etici", poco propensi ad avanzare istanze retributive esorbitanti, come in Giappone.

crea a sua volta sfiducia, non solo verso il mercato delle imprese, ma anche nei confronti delle scelte legislative messe in campo per limitarne i danni.

Se ci si vuole addentrare nell'analisi delle cause che abbiano condotto ad una così marcata sproporzione, si dovrà, in primo luogo, richiamare alla memoria l'eccesso di fede che per molto tempo i maggiori esperti di politiche economiche hanno riposto nelle teorie liberiste. I fautori di queste teorie, poi variamente declinate, concordano nel ritenere che un'economia di mercato libera e concorrenziale avrebbe spontaneamente condotto ad una perfetta ed egualitaria distribuzione delle ricchezze e che, qualora fossero residue delle diseguaglianze, queste si sarebbero razionalmente giustificate sulla base della diversa distribuzione dei talenti e delle abilità tra i vari attori sociali⁹². A questa professione di fede nel libero mercato si sommi e come sua diretta conseguenza, un triplice ordine di fattori⁹³. Prima di tutto, il diverso potere contrattuale che caratterizza amministratori e dipendenti, ovvero i *rappporti di forza* tra essi intercorrenti, dovuta in parte alle differenti qualificazioni professionali tra gli uni e gli altri, in parte alla maggior pubblicità mediatica che circonda i primi rispetto ai secondi. Si pensi, ad esempio, ai pregiudizi in cui incorrerebbe un'impresa che si sia guadagnata la cattiva nomea di non aver saputo trattenerne, anche con incentivi economici, amministratori validi e capaci. Si aggiunga poi che, generalmente, in occasione della valutazione dei caratteri di ragionevolezza e idoneità del compenso di un amministratore spesso, si omette di confrontarlo con il guadagno mediano spettante ad un lavoratore-tipo impiegato nella stessa impresa. Comparazione che, al contrario, apporterebbe il grande vantaggio di mettere in chiaro i termini del problema, prima ancora di cercarne una soluzione. Infine, un'altra fonte del divario salariale è da rinvenirsi nelle scelte regolative in tema di competenza sulla definizione dei compensi: senza voler ripetere quanto più approfonditamente trattato nei paragrafi precedenti, si mette qui in evidenza che l'attribuzione allo stesso management di siffatte prerogative abbia favorito pratiche eticamente poco corrette, tanto più se si considera la verosimiglianza con cui i soggetti chiamati a controllarne l'operato non addivengano piuttosto, specie se investitori istituzionali come banche o fondi d'investimento, ad un tacito accordo per mantenere lo *status quo*. Certo, diverso è il caso in cui il monitoraggio è attribuito ad un organo ad hoc, una commissione di remunerazione per esempio. In queste ipotesi, però, è plausibile che proprio le reazioni sociopolitiche di cui si sta parlando si tramutino, a scapito di questi organi, in pressioni per la realizzazione di verifiche sempre più stringenti e l'adozione di criteri di controllo più serrati.

Si ricordi, infine, un ultimo dato. L'attribuzione, in principio, di compensi elevati per i principali componenti dell'organo amministrativo societario costituisce *di per sé* un fattore moltiplicatore degli emolumenti stessi. Invero, come in un circolo vizioso, i più bassi tendono ad allinearsi ai più elevati,

⁹² GLIOZZI, *La distribuzione delle ricchezze e l'utilità sociale: l'importanza dell'art. 41 della Costituzione*, in *Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Civile*, 2016, p. 767 ss.

⁹³ Le considerazioni che seguono sono scaturite dalla lettura di GLIOZZI, *Gli alti compensi dei top managers*, cit. Ivi l'autore confronta le più comuni giustificazioni del divario salariale avanzate in dottrina con quelle che, alla luce dei fatti, sono considerate, invece, le reali motivazioni. Da qui l'inaccettabilità del divario e la ricerca dei possibili strumenti per ridurlo.

delineando quella che viene comunemente definita una *corsa al rialzo* ovvero un *effetto leva*. Non solo: ciò che sconcerta maggiormente è che a tale aumento remunerativo, il più delle volte, non corrisponde alcun miglioramento delle prestazioni realizzate dai destinatari. Insomma una fame di ricchezza che si auto-alimenta fino allo scoppio.

A nulla sono valse, d'altro canto, le pretestuose spiegazioni che gli studiosi hanno tentato di dare a dimostrazione della correttezza economica e della convenienza strategica dell'attribuzione di somme elevatissime agli amministratori. Mi riferisco, specificatamente, alla c.d. teoria delle superstar e al c.d. teorema della produttività marginale⁹⁴. La prima giustifica le alte retribuzioni delle "superstar" (un calciatore, una star dello spettacolo, e così via) con la loro tendenziale insostituibilità, dovuta all'eccezionale qualità delle loro prestazioni e, per quanto riguarda gli amministratori, anche all'elevata specificità delle competenze da essi possedute e sempre maggiormente richieste dal progresso tecnologico. L'altra teoria, invece, afferma l'esistenza, in condizioni di perfetta concorrenza nel mercato, di un naturale adeguamento tra la qualità del prodotto della propria forza lavoro (la produttività marginale, appunto) e la paga per tale contributo, rievocando le più antiche tesi liberiste di cui si è detto. Nonostante siano ambedue astrattamente accattivanti, queste asserzioni mal si attagliano alla realtà concreta dei mercati: non solo perché si fondano su presupposti assiomatici (e.g. la concorrenza perfetta, l'infungibilità assoluta) ma anche perché mortificano ulteriormente il ruolo assunto dai dipendenti dell'impresa e la rilevanza del contributo che essi apportano alla *performance* della società nel suo complesso.⁹⁵

Pure inattendibile si è dimostrata una diversa tesi, originata nel mondo anglosassone e nota come teoria del gocciolamento (*trickle-down theory*), o con il nome ufficiale di *supply-side economics*⁹⁶. Questa denominazione, a prima vista stravagante, deriva dal concetto cardine su cui la teoria si fonda: "*quando i ricchi diventano più ricchi, i benefici gocciolano giù per la piramide sociale fino ai più poveri*". Forti della bontà di questa equazione, negli ultimi decenni del Novecento, i governi dei paesi anglosassoni si impegnarono massicciamente per lo sviluppo dell'economia, facendo confluire ingenti somme di denaro nelle casse delle imprese, in modo da favorirne gli investimenti. Senonché, alla miccia degli incentivi finanziari, rimessi peraltro alla discrezionalità del management, si aggiunse la scintilla della deregolamentazione dei mercati, della riduzione della

⁹⁴ I due concetti sono ottimamente spiegati da GLIOZZI, *Gli alti compensi dei top managers*, cit.

⁹⁵ Sul punto interessante è anche il rilievo svolto da BEBCHUCK, FRIED, *Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation*, Cambridge, 2004 (trad. it. SANTOSUOSSO, *Pagare senza risultati. La remunerazione dei manager: una promessa mancata*, Torino, 2010), p. 23 ss. Secondo gli autori, infatti, la teoria delle superstar sarebbe applicabile agli atleti ma non ai CEO poiché solo per i primi si realizza un'effettiva negoziazione a condizioni di mercato. I secondi invece, stringono accordi retributivi fortemente influenzati dal proprio potere, ottenendo così compensi ulteriori rispetto a quelli che otterrebbero nel caso in cui la negoziazione avvenisse a condizioni di mercato.

⁹⁶ La teoria del gocciolamento è analizzata da GLIOZZI, *La distribuzione delle ricchezze e l'utilità sociale*, cit. L'autore, oltre a definirne la portata, ne mette in luce i principali limiti, chiarendo l'impatto che essa abbia avuto nella genesi della crisi economica del 2008.

progressività delle imposte e degli investimenti in tema di occupazione, coefficienti che invece, non portarono ad altro che allo scoppio della bolla speculativa che essi avevano contribuito a formare. A cadere in piedi, lo si sarà capito, ne furono unicamente gli amministratori.

Giunti a questo punto, si vedano quali sono state le risposte dei legislatori nazionali alle problematiche in oggetto⁹⁷, e se esse abbiano avuto o meno successo. Innanzitutto, il modello statunitense. Esso opta per l'introduzione, in capo alle società quotate, di obblighi di pubblicazione del rapporto tra gli emolumenti corrisposti agli amministratori delegati e il salario medio dei dipendenti dell'impresa⁹⁸. Tuttavia, alla luce delle considerazioni appena svolte, la *disclosure* non sembra essere lo strumento più efficace per ridurre le implicazioni sociali derivanti dal divario remunerativo tra amministratori e lavoratori. Anzi, una più pervasiva diffusione di informazioni al grande pubblico potrebbe favorire l'insofferenza dei risparmiatori e, di conseguenza, ridurre l'afflusso di capitali nei mercati e irrigidire l'economia. In alternativa, altri Paesi hanno prediletto lo strumento della tassazione: ad esempio, nell'ordinamento francese l'elevata pressione fiscale (addirittura giunta fino al 75%) sui salari superiori al milione di Euro, ha avuto come obiettivo quello di riequilibrare le differenze salariali tra gestori e dipendenti in seno alla medesima società. Infine, una proposta interessante avanzata in dottrina⁹⁹, suggerisce l'introduzione, per tutte le società quotate, di un limite ai compensi attribuiti al management: essi, quindi, non dovrebbero superare un multiplo del salario medio corrisposto ai dipendenti della società o del salario medio nazionale. Peraltro, previsioni analoghe sono già presenti negli ordinamenti europei. In Germania, infatti, alla previsione di un tetto massimo retributivo si accompagna l'obbligo di tenere in considerazione, nel predisporre la remunerazione complessiva e individuale dei membri dell'organo esecutivo, il rapporto con la remunerazione del consiglio di amministrazione nonché degli altri componenti dell'organico societario¹⁰⁰. Similmente, la regola introdotta dalla Direttiva 2013/36/UE, che ha stabilito come, per le banche beneficiarie di aiuti di Stato, il totale delle retribuzioni conseguite individualmente dagli amministratori non possa essere quindici volte superiore al salario medio nazionale nello Stato membro di costituzione della banca oppure dieci volte superiore al salario medio dei suoi dipendenti.

⁹⁷ Le considerazioni che seguono sono riprese dalla ricostruzione comparatistica offerta da FERRARINI, UNGUREANU, *Executive Remuneration*, cit.

⁹⁸ La regola è dettata dalla Section 953(b) del Dodd-Frank Act.

⁹⁹ Cfr. GLIOZZI, *Gli alti compensi dei top managers*, cit.

¹⁰⁰ Interessante è l'esempio fornito dal caso Solarworld AG riportato da PORTALE, *Un nuovo capitolo del governo societario tedesco: l'adeguatezza del compenso del Vorstandsmitglieder*, in *La remunerazione degli amministratori nelle società di capitali* a cura di Amatucci, cit., p. 145 ss. L'assemblea della suddetta società, infatti, deliberava in modo vincolante un limite massimo al compenso dei consiglieri di gestione stabilito dal consiglio di sorveglianza, pari a venti volte la media della remunerazione annuale di un collaboratore del gruppo. Il caso è altresì interessante poiché solleva la questione della delegabilità all'assemblea di una competenza (sulla remunerazione del *Vorstand*) che, nel sistema dualistico, spetta al consiglio di sorveglianza.

2.5 L'avidità dei managers

A complicare ulteriormente il quadro finora delineato interviene un ulteriore profilo problematico, meritevole di una trattazione più dettagliata. Mi riferisco all'avidità del management, vizio umano spesso utilizzato in dottrina come argomento a supporto della bontà dell'interventismo statale nell'economia, quantomeno per porne un freno ed evitare che alle derive etiche seguano quelle finanziarie. Depurato qui di ogni considerazione moralistica, il tema della cupidigia degli amministratori rivela un evidente impatto sulle conseguenti decisioni legislative, nelle loro varie declinazioni nazionali, sulle modalità di definizione dei pacchetti retributivi. Solo tenendo in considerazione il destinatario, infatti, si potrà cogliere l'utilità e l'efficacia della regola.

Certo, non sarebbe verosimile rimettere la genesi del dissesto finanziario delle principali imprese a livello mondiale alla sola brama di ricchezza degli amministratori, poiché rilevante è stato il contributo di fattori ulteriori, quali la privatizzazione delle società di fornitura di servizi pubblici e la concomitante liberalizzazione del mercato risalenti agli inizi del secolo scorso. A ciò si aggiunga una costruzione normativa tale da consentire, verrebbe da dire *colposamente*, il continuo rimaneggiamento al rialzo dei compensi, attraverso pratiche più o meno trasparenti ma in ogni caso legalmente irreprensibili. Per di più, è pure utile richiamare il concetto economico del c.d. effetto cricchetto (*ratchet effect*): precipuamente, esso si riferisce al fenomeno di continuo aumento di un prezzo o di uno stipendio, anche quando le capacità produttive vengono meno. Ci sarebbe, secondo quest'idea, una sorta di forza d'inerzia a spingere sempre più in alto il livello di produzione, a prescindere dalle circostanze concrete, come se il processo iniziato in condizioni favorevoli fosse poi inarrestabile, fino ad esaurire del tutto le risorse disponibili. Non è un caso che questa teoria sia stata applicata anche in materia di salari e aumenti salariali: è difficile, ad esempio, che un lavoratore accetti senza riserve un incremento in busta paga (si dica, del 5%) allorché esso sia inferiore rispetto all'incremento ottenuto nell'anno precedente (ipoteticamente del 10%). Per non parlare, poi, delle reazioni attendibili in caso di diminuzione.

Che si tratti di elementare avidità o di un più elaborato fenomeno economico, l'attrazione del management per prospettive di guadagno sempre maggiori e la scarsa attitudine a dividerne i proventi con altri stakeholders, è un dato di fatto. Tant'è vero che uno dei principali strumenti di arricchimento del management consiste nelle forme di remunerazione variabile che sono oramai divenute parte integrante della prassi societaria in punto di remunerazioni. Vera la presenza di salvaguardie normative, prima fra tutte l'approvazione assembleare dei piani di incentivazione basati su azioni (di cui all'art. 114 bis del t.u.f.) e la limitata, seppur solo raccomandata, applicabilità dei suddetti piani ai soli *executives* (di cui all'art. 5. 29 del Codice di autodisciplina vigente); vera anche l'elaborazione di principi che invitano le società a rispettare standards di adeguatezza della paga alla qualità del management, di allineamento degli obiettivi di gestione con gli interessi a lungo termine dell'impresa e con quelli degli azionisti; ma c'è da ammettere che finora tali strumenti ben poco abbiano potuto rispetto agli enormi vantaggi economici a godimento degli amministratori. Vantaggi che, come si diceva più sopra, solo parzialmente e in pochi casi

rispecchiano l'effettivo rendimento della gestione in termini di *performance* finanziaria, risultando più spesso frutto di altre variabili economiche meno idonee ad essere soggette a controllo. Senza considerare, poi, la rilevanza che in quest'ottica assume il mito dell'amministratore quale pressoché esclusivo fautore dei risultati d'impresa, a difetto del quale ne risulterebbero compromessi non solo i risultati di *performance* societaria, ma anche gli interessi di tutti gli altri stakeholders¹⁰¹.

A fronte di quanto appena visto, si sottolinea nuovamente l'urgenza di un intervento legislativo che si mostri portavoce di una consapevolezza, finora inedita, sulla rilevanza del fattore umano nella determinazione dei compensi, spesso bypassato o sopravvalutato in una cieca fede nella ragionevolezza umana, sia anche sui pregiudizi cui un incontrollato potere sul punto può condurre. E sarà proprio questa nuova coscienza il punto di partenza per una mirata serie di riforme, che facciano da contrappeso a due esigenze di segno opposto: da una parte, la necessità di rispondere a ed evitare il prodursi di nuovi crack finanziari, a loro volta generati da una malriposta fiducia nelle capacità di autoregolamentazione delle società, senza tuttavia, dall'altra parte, abbandonare ogni speranza che gli stessi amministratori possano, se correttamente incentivati, iniziare ad agire con ritrovata ragionevolezza, a beneficio di tutti gli attori sociali e a prescindere dalla loro qualifica o dal loro ruolo nell'impresa.

2.6 La stabilità finanziaria della società

La crisi finanziaria del 2008 ha contribuito massimamente a mettere in luce quanto la politica retributiva assunta dalle società quotate, principalmente quelle ad alta capitalizzazione e di grandi dimensioni, possa avere influenza sulla stabilità finanziaria non solo della stessa società, ma anche dell'intero sistema economico-finanziario. Difatti, come già evidenziato nel primo paragrafo del presente capitolo, il problema di agenzia viene spesso risolto dagli Stati nazionali tramite l'emanazione di previsioni legislative finalizzate ad allineare gli interessi del management a quelli dell'azionariato. Questi interventi, però, piuttosto che rappresentare una soluzione al problema, costituiscono al contrario causa di un problema ulteriore, i.e. il perseguimento di obiettivi di gestione a breve termine, volti a massimizzare i dividendi distribuiti tra i soci. In questo contesto, infatti, per gli amministratori, i potenziali rischi per l'assunzione di scelte gestorie poi dimostrate infelici sono irrilevanti, mentre sono viceversa ingenti i guadagni ottenuti per quelle che si dimostrano vincenti (ciò principalmente in ragione dell'attribuzione di compensi variabili sulle *performance* della società). Pertanto,

¹⁰¹ La riflessione sull'avidità del management quale fondamento delle disuguaglianze sociali e dell'attribuzione agli amministratori di compensi spropositati è ispirata dal lavoro di GHEYOH NDZI, *Executive remuneration: the power and dominance of human greed*. In *Journal of Financial Crime*, 2019, pp. 978-992. L'Autrice utilizza queste considerazioni per sostenere la necessità non solo dell'intervento statale per riequilibrare i dislivelli causati dal *bias* della cupidigia, ma anche che tale intervento sia, allo stato, ancora insufficiente e come tale necessiti di una netta ottimizzazione. Il contributo si conclude con la presa di coscienza che una totale rimozione del problema sia, purché teoricamente ineccepibile, in realtà poco praticabile. Il conflitto di interesse, il problema di agenzia e i relativi costi non possono che rimanere una costante della *governance* societaria; di conseguenza, l'intervento del legislatore non potrebbe prescindere da una riscoperta fiducia nella ragionevolezza degli amministratori, quasi a volerne concedere un'ennesima possibilità.

in ragione di queste ricompense (non a caso anche dette *reward for luck*), gli amministratori sarebbero sempre più spinti ad una gestione aleatoria, un lancio di dadi, da cui dipenderebbero le sorti della società amministrata e non solo. Ciò è ancor più vero nelle ipotesi, reali (e intelleggibili, poiché in linea con gli obiettivi di incentivazione del rischio assunto nella gestione, tipici dei piani di compensi basati su azioni), in cui alle suddette “ricompense per la fortuna” si aggiungano altresì quelle corrisposte in caso di perdite o di fallimento della società (c.d. *reward for failure*)¹⁰².

Sono queste, certamente, tutte problematiche preesistenti al crollo finanziario dello scorso decennio, ma che tuttavia, fino a quel momento, non avevano ancora avuto modo di manifestarsi appieno. Se c'è qualcosa che la crisi del 2008 ha insegnato, si potrebbe affermare, è che ciò che a prima vista fino ad allora era svalutato a semplice materia di *corporate governance* – i.e. la disciplina normativa in tema di competenza, struttura, natura e monitoraggio delle remunerazioni di amministratori di società quotate – assuma in verità un'eccezionale centralità per l'intera tenuta del settore finanziario. In proposito, è interessante richiamare¹⁰³ il rapporto finale della Commissione d'inchiesta statunitense per l'individuazione delle origini delle crisi finanziarie. Rapporto dal quale, appunto, sarebbe emerso non solo che nei prodromi del dissesto si era registrato un aumento esponenziale delle retribuzioni nel settore finanziario rispetto a quello industriale, ma soprattutto che sarebbe stato proprio il diffondersi di pratiche remunerative scorrette ad aver contribuito in misura significativa alla sua origine.

Sulla scorta di questi dati il legislatore europeo ha giustificato gli sforzi messi in campo da ultimo con la Direttiva 2017/828/UE, in cui si legge (Considerando n. 2): “*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.*”

2.7 L'intervento legislativo tra obbligatorietà e flessibilità

Tutte le questioni finora passate in rassegna sono efficacemente riassunte nelle parole del legislatore europeo, che, al Considerando n. 2 della Raccomandazione 2004/913/CE “relativa alla promozione di un regime adeguato per quanto riguarda la remunerazione degli amministratori delle società quotate”,

¹⁰² Le espressioni “*reward for luck*” e “*reward for failure*” sono utilizzate da GLIOZZI, *Gli alti compensi dei top managers*, cit.

Un celebre esempio di ricompensa per il fallimento è riportato da BEBCHUCK, FRIED, *Pay without performance*, cit., p. 57 ss.: al momento del suo ritiro dopo un periodo di servizio breve e ampiamente deludente, il presidente della Disney Michael Ovitz ricevette comunque un pacchetto azionario dal valore di oltre 100 milioni di dollari, sulla scorta di un'inefficiente clausola contrattuale che ne slegava l'attribuzione dalla colpevolezza nella risoluzione dell'accordo. Il caso scatenò un ampio scandalo e venne portato in giudizio, ricevendo conferma dalla Corte del Delaware nel 2005.

¹⁰³ Cfr. CAMPOBASSO, *I compensi degli amministratori di società quotate*, cit.

così si esprime: *“La forma, la struttura e il livello di remunerazione degli amministratori sono materia di competenza delle società e dei loro azionisti. Tali elementi dovrebbero facilitare l’assunzione e la permanenza di amministratori che abbiano le qualità richieste per dirigere una società. La remunerazione è, tuttavia, una delle materie in cui gli amministratori con incarichi esecutivi rischiano di trovarsi in un conflitto d’interesse e in cui vanno tenuti in debito conto gli interessi degli azionisti. I sistemi di remunerazione dovrebbero pertanto essere sottoposti ad opportuni controlli sotto il profilo del governo societario, basati su diritti di informazione adeguati. A tal proposito, è importante rispettare pienamente la diversità dei sistemi di governo societario nella Comunità, che rispecchiano le opinioni dei vari Stati membri riguardo al ruolo delle imprese e degli organismi responsabili di definire la politica delle remunerazioni complessive degli amministratori, nonché quella dei singoli amministratori.”* In relazione alla prima parte della disposizione, si può agevolmente affermare che nessun apporto significativo viene in rilievo rispetto alle considerazioni già svolte nei paragrafi precedenti. Maggior interesse suscita, all’opposto, l’ultimo periodo, con cui si introduce un ulteriore profilo di riflessione in materia di remunerazione: si tratta, più nel dettaglio, di determinare quale, quantomeno in teoria, sia il miglior grado di ingerenza del legislatore, nazionale e sovranazionale, nelle questioni di *corporate governance* e, in particolare, in quelle attinenti alla determinazione delle paghe degli amministratori.

D’altronde, la rilevanza della questione e il costante interesse, sul punto, delle istituzioni unitarie è ulteriormente sottolineato dalla Direttiva 2017/828/UE (Seconda Direttiva Azionisti). La norma, infatti, se da una parte, invita e obbliga gli Stati membri ad adottare misure più stringenti per garantire un maggior coinvolgimento azionario nella *governance* societaria, dall’altra parte sottolinea come tali interventi debbano comunque rispettare le diversità dei sistemi di governo societario degli Stati membri nonché, si potrebbe aggiungere, le diversità presenti tra le singole società (in termini di natura dell’attività svolta, dimensioni, capitalizzazione, assetto proprietario e così via). Se non altro è la norma stessa a prevedere la facoltà di derogare alle disposizioni in essa contenute, in ipotesi certamente eccezionali e adeguatamente motivate, ma che, in definitiva, pongono l’accento sulla necessità che gli interventi di eteroregolamentazione sul governo societario non possano, per forza di cose, possedere il carattere dell’immobile rigidità.

In effetti, non si può tralasciare la circostanza per cui i compensi siano determinati sulla base di una previa contrattazione tra società e singolo amministratore, tale per cui, ad esempio, un intervento legislativo che imponga l’adozione di una specifica struttura dei compensi da parte di determinate categorie societarie, ridurrebbe eccessivamente (e, fors’anche illegittimamente) la libertà negoziale delle parti. Similmente, poiché l’ambito di applicazione legislativo è limitato alle società operanti nel territorio nazionale, potrebbe altresì accadere che gli amministratori più qualificati si rivolgano a mercati per così dire più liberali, garantendosi in questo modo l’accesso a compensi che essi ritengano più congrui al proprio talento e, nel contempo, riducendo la competitività tra gli

Stati¹⁰⁴. Ancora, a fomentare i dubbi in merito alle interferenze legislative, è la circostanza, tanto banale da constatare quanto fondamentale per la tenuta del sistema, che non è affatto scontato che le autorità competenti sul piano politico siano correttamente qualificate, sul piano tecnico, per definire quale peso specifico la politica remunerativa debba assumere nelle singole S.p.a.¹⁰⁵.

Al tempo stesso, però, soprattutto in un'epoca come quella contemporanea, caratterizzata da una forte instabilità economico-finanziaria, il bisogno di una rotta da seguire, anche in materia di remunerazioni, viene ad essere prerogativa fondamentale per la sopravvivenza dei mercati. Ecco allora che, nel vecchio continente così come oltreoceano, si è intervenuti a tracciarne quantomeno alcuni principi basilari. Un celebre esempio è rappresentato dai c.d. *FSB Principles*, dal nome dell'organismo internazionale che ne ha curato la determinazione: il *Financial Stability Board*¹⁰⁶, appunto. Nonostante la loro applicazione sia limitata alle maggiori istituzioni finanziarie, essi rappresentano un importante contributo per il raggiungimento dell'obiettivo di allineamento dei compensi ad una prudente assunzione del rischio d'impresa, senza tuttavia prescrivere regole vincolanti in tema di definizione o quantificazione dei compensi individuali. In sintesi, essi richiedono:

- a) un'efficace gestione delle remunerazioni e, in particolare, un adattamento di queste ultime ai rischi assunti, ai loro esiti e al loro orizzonte temporale;
- b) che sia previsto un differimento dei compensi in modo da incentivare il perseguimento di interessi a lungo termine;
- c) l'adozione di strumenti penalizzanti per i casi di fallimento, tramite, ad esempio, i meccanismi di "malus" e "clawback"¹⁰⁷.

Ma non si pecchi di semplicismo. Non mancano infatti in dottrina voci autorevoli che, nel valutare quale possa essere il più corretto dosaggio dell'intervento statale in tema di *governance* societaria, abbiano messo in luce i limiti rimproverabili all'utilizzo di previsioni legislative per così dire troppo *blande*. All'uopo è risultata particolarmente utile l'analisi del dibattito sviluppatosi in ambito spagnolo in relazione al previgente sistema di regolamentazione delle remunerazioni degli amministratori, che peraltro contribuì, in misura rilevante, alla

¹⁰⁴ A sottolineare l'urgenza di porre rimedio alle carenze messe in luce dalla crisi finanziaria tramite l'intervento dell'Autorità è CONTI, *Sistemi di remunerazione, incentivi e corporate governance: alcune riflessioni sulla recente crisi*, cit. L'Autore, se da un lato auspica l'adozione di un giusto mix di regole, azioni di vigilanza e sistemi di enforcement che mettano d'accordo autonomia decisionale delle imprese e le esigenze di tutela dei cittadini, dall'altro lato mette in guardia da un'eccessiva ingerenza pubblica che possa causare danni in punto di appetibilità a livello internazionale delle imprese soggette a tali interventi.

¹⁰⁵ FERRARINI, UNGUREANU, *Executive Remuneration*, cit.

¹⁰⁶ Il *Financial Stability Board*, in italiano Consiglio per la Stabilità Finanziaria, è un organismo internazionale nato nel 1999 con la funzione di monitorare il sistema finanziario mondiale. In particolare, esso promuove la stabilità finanziaria internazionale, attraverso il coordinamento delle autorità finanziarie nazionale e la previsione di standard regolativi volti a ridurre il rischio di crisi finanziarie. Una più dettagliata descrizione della natura e dei compiti del FSB è contenuta all'indirizzo <https://www.fsb.org/about/> (ultimo accesso 20 gennaio 2021).

¹⁰⁷ Trattasi di meccanismi contrattuali che consentono la riduzione, l'azzeramento ovvero la restituzione della parte variabile della remunerazione eventualmente prevista dal contratto stipulato dall'amministratore con la società ovvero già a quello erogata.

successiva riforma del 2014. La precedente impostazione adottata dal legislatore spagnolo, più precisamente, lasciava indefiniti sia gli aspetti qualitativi dei compensi che quelli quantitativi, rimettendone la miglior definizione alle previsioni statutarie. Inoltre, utilizzava come argini per tracciare il perimetro delle remunerazioni criteri generali e astratti (quali, un criterio di proporzionalità ed uno teleologico), né si sforzava di circoscriverne il significato. Il che alimentava, in primo luogo, il bisogno di un intervento statutario parecchio analitico per riempire di contenuto le (volute) lacune normative. In ogni caso, poi, generava un'annosa ricerca, in fonti *altre* da quelle di provenienza legislativa, dei necessari confini per l'interpretazione e, quindi, l'applicazione delle non meglio precisate nozioni di ragionevolezza, proporzionalità, ecc. Certo, indispensabile (e inevitabile) è stato in merito il contributo apportato dal formante giurisprudenziale, che, uno per tutti, ha scontato il prezzo dell'incertezza dell'interpretazione di una disciplina di legge così congegnata. Sistema che, si è detto, "non produceva né garanzie di particolare equilibrio né semplicità nell'applicazione delle previsioni"¹⁰⁸, tanto da venire poi sostituito radicalmente e in modo più stringente in seno alle operazioni di riforma.

A margine delle considerazioni fin qui riportate, si consideri un ultimo dato, che, senza la pretesa di risolvere una questione tanto complessa, potrà nondimeno aiutare il lettore ad individuarne il problema di fondo. In effetti, l'intera tematica del bilanciamento tra pervasività e marginalità dell'eteroregolamentazione in ambito di amministrazione corporativa può essere ricondotta ad un altro, più profondo, bilanciamento, questa volta tra valori costituzionali, che vede contrapporsi il perseguimento di interessi di natura pubblicistica, da una parte, e la libertà d'impresa, dall'altra. Non c'è dubbio che maggiore sia il peso delle scelte legislative, maggiore sarà il valore riconosciuto ai primi rispetto alla seconda. Ma non è tutto. Come noto, la libertà d'iniziativa economica trova la propria consacrazione all'art. 41 della Costituzione, che ne offre una ricostruzione su due livelli. In primis, una definizione in termini assoluti, cui fa seguito, al comma secondo, un'attenuazione: l'iniziativa economica privata è *libera*, ma non può svolgersi in contrasto con *l'utilità sociale*. Ne deriva quindi che la prevalenza accordata ai valori di natura pubblicistica non costituisce, di per sé, una lesione delle libertà private, tanto più se ci si sforzi per un momento di immaginare le derive di un assoluto mercato liberista.

Chiudo quindi con un'annotazione: si saluti con favore l'intercessione pubblicistica, ma non si indulga nella sua valutazione rispetto agli obiettivi perseguiti, che è *altro* rispetto alla sua legittimità costituzionale.

¹⁰⁸ Le considerazioni qui riportate si devono al contributo di MATERA, *La nuova disciplina dei compensi degli amministratori delle società di capitali nel diritto societario spagnolo: prime note e cenni comparatistici*, in *Europa e Diritto Privato*, 2015, p. 899 ss.

3. La normativa europea sulla remunerazione

Giunti a questo punto della trattazione si perviene alla disamina dell'intervento normativo europeo, segnatamente attraverso l'analisi delle più note Direttive azionisti. Le disposizioni in parola, nella loro versione originale e aggiornata, si presentano come fortemente interconnesse, non soltanto perché rappresentano l'una il presupposto dell'altra, ma soprattutto perché costituiscono il manifesto di un reiterato bisogno di rinvigorimento e di rilancio del mercato unitario, a lungo sentito dal legislatore sovranazionale. Pertanto l'esame che ne viene proposto in questa sede non può prescindere dal considerarle come un *unicum*, cui seguirà, in seconda battuta, una disamina dei profili di divergenza. Precipuamente, con il presente capitolo si tenterà di dare risposta alle seguenti domande: cosa fanno, come lo fanno, perché lo fanno. Dunque, dopo averne individuato le direttrici, se ne offrirà una più completa contestualizzazione, tracciando la rete di disposizioni, piani d'intenti e provvedimenti d'implementazione interni che le circondano e le completano.

3.1 Direttive azionisti: obiettivi

Con le Direttive azionisti (Direttiva 2007/36/CE e Direttiva 2017/828/UE) il Parlamento europeo e il Consiglio sono intervenuti a stabilire regole e requisiti per l'esercizio dei diritti dei soci titolari di azioni munite di diritto di voto in seno alle assemblee di società per azioni *quoted* su un mercato regolamentato all'interno dell'Unione europea e aventi sede legale in uno Stato membro¹⁰⁹.

In prima battuta, con l'adozione della Prima Direttiva azionisti (di seguito anche *Shareholders Rights' Directive I* o *SHRD I*) il legislatore europeo si è fatto promotore dell'istanza, connaturata alla nascita della Comunità, poi Unione, Europea, di armonizzare le discipline nazionali adottate dai singoli Stati membri in materia societaria. Gli obiettivi primari perseguiti dalla previsione normativa erano essenzialmente due: per un verso, s'intendeva potenziare la qualità e l'efficienza della *governance* societaria, garantendo su di essa, quale condizione preliminare a tal fine, un controllo effettivo da parte degli azionisti; si mirava, poi, al rafforzamento della funzione assembleare all'interno delle società europee¹¹⁰. Pertanto le istituzioni europee, preso atto dell'insufficienza dell'allora vigente legislazione comunitaria al perseguimento di tali obiettivi¹¹¹, l'11 luglio 2007 ne

¹⁰⁹ Il terreno di intervento dei provvedimenti in esame è delineato al Considerando n.1 della Direttiva 2017/828/UE, che a sua volta ne riprende il contenuto dell'art. 1 della Direttiva 2007/36/CE.

¹¹⁰ CIAN, *Diritti degli azionisti ed efficienza organizzativa: l'esperienza italiana in una prospettiva europea*, in *Studium Iuris*, 2015, pp. 782-795.

¹¹¹ Invero al Considerando n. 4 si legge: "La legislazione comunitaria vigente non è sufficiente per raggiungere questo obiettivo. La direttiva 2001/34/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 28 maggio 2001, riguardante l'ammissione di valori mobiliari alla quotazione ufficiale e l'informazione da pubblicare su detti valori (4), è incentrata sulle informazioni che gli emittenti devono comunicare al mercato e non riguarda quindi la procedura di voto degli azionisti. Inoltre, la direttiva 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 dicembre 2004, sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato (5), impone agli emittenti l'obbligo di mettere a disposizione una serie di informazioni e documenti rilevanti per l'assemblea, ma tali informazioni e documenti devono essere messi a disposizione solo nello Stato membro dell'emittente. Dovrebbero pertanto essere introdotte alcune norme minime volte

davano approvazione. Le misure messe in campo dalla Direttiva avviavano un processo di progressiva apertura nei confronti degli azionisti sia individualmente intesi, per una più attiva partecipazione alla *governance* societaria, sia riuniti in assemblea, facilitandone il voto anche attraverso l'utilizzo di mezzi elettronici, di deleghe ovvero per corrispondenza¹¹². Assente è, invece, in questa fase, una più puntuale costruzione del diritto d'intervento assembleare in determinate materie da ritenersi maggiormente "sensibili": difatti, sarà su queste basi che successivamente verrà ad innestarsi la Seconda Direttiva azionisti.

Invero, la revisione del 2017 non costituisce uno stravolgimento della sua antenata, quanto piuttosto ne rappresenta un aggiornamento, volto sia a correggere il tiro in relazione a quelle previsioni che nel precedente decennio si erano dimostrate poco funzionali al raggiungimento dei suoi fini, ma anche ad arricchirla di nuove misure, in risposta alle esigenze regolative più recenti, emerse anche in virtù degli eventi finanziari di cui alla prima decade del ventunesimo secolo. Dunque, sebbene anch'essa si ponga nel solco del riconoscimento di un ruolo rafforzato dei soci, già tracciato dalla precedente, la Direttiva 2017/828/UE manifesta non pochi tratti caratteristici. In particolare, essa muove dalla più precisa esigenza di incoraggiare il coinvolgimento degli azionisti in una prospettiva a lungo termine, in modo tale da garantire, tramite un più penetrante monitoraggio sulla gestione, la stabilità della società nel lungo periodo e l'adozione di scelte di *governance* non che non solo avvantaggino i soci, massimizzandone i profitti, ma che allo stesso tempo si premurino di tenere in considerazione i propositi degli ulteriori portatori di interesse.

3.1.1 Focus sulla riforma: nascita, promozione, impatto

Il fattore da cui prende le mosse la riforma, è, in sintesi, la trasparenza, intesa sia come prerequisito di un più efficiente esercizio dei diritti degli azionisti, sia come approdo di un sistema societario rinnovato e più efficiente. Ed in effetti, la si ritrova sottesa in ognuno dei quattro punti su cui la disposizione lavora. Si analizzino singolarmente. In primo luogo, la direttiva opera una semplificazione dei meccanismi per l'individuazione degli azionisti e lo scambio di flussi informativi tra questi e l'emittente. In particolare, la necessità di individuazione degli azionisti è avvertita alla luce delle intricate catene di intermediazione attraverso cui, sempre più spesso, i soci detengono la propria partecipazione e che, di conseguenza, ne complicano non poco il coinvolgimento nella vita della società, specialmente *nelle situazioni transfrontaliere e in caso di utilizzo di mezzi elettronici*¹¹³. Così, da una parte, si introducono in capo agli intermediari finanziari doveri di comunicazione *verso la società* di informazioni riguardanti l'identità degli azionisti e, dall'altra, li si obbliga a riferire *a questi ultimi* tutte quelle informazioni che ne possano consentire o comunque agevolare l'esercizio dei diritti sociali. Nella stessa direzione vengono poi introdotte misure per il rafforzamento della trasparenza societaria, intesa come abbattimento delle asimmetrie informative tra investitori istituzionali e gestori di attivi, da un lato, e "pubblico", dall'altro lato. Dunque, in una prospettiva di ottimizzazione delle decisioni di investimento del

a proteggere gli investitori e a promuovere l'esercizio agevole e effettivo dei diritti degli azionisti conferiti da azioni con diritto di voto."

¹¹² Si vedano in proposito gli artt. 8, 10 e 12 della Direttiva 2007/36/CE.

¹¹³ Cfr. Considerando n.4 della Direttiva 828/2017.

secondo, il legislatore europeo richiede ai primi, attraverso l'adozione un meccanismo di *comply or explain*, una maggiore divulgazione delle strategie di investimento da essi impiegate, della politica di impegno degli azionisti e della relativa attuazione¹¹⁴. Similmente, vengono assoggettati ad equivalenti oneri di trasparenza i consulenti in materia di voto (c.d. *proxy advisors*) di cui gli investitori istituzionali e i gestori di attivi eventualmente si avvalgono¹¹⁵. Ancora, la direttiva in oggetto contribuisce a migliorare la sorveglianza esercitata dai soci sulla remunerazione degli amministratori, garantendo loro la facoltà di esprimere la propria posizione, anche attraverso il voto sulla politica di remunerazione predisposta dal consiglio di amministrazione¹¹⁶. In questo preciso caso, l'obiettivo è altresì quello di assicurare una maggiore responsabilità degli amministratori e una loro più forte fedeltà alla società in un'ottica di perdurante successo d'impresa, nonché quello di consentire agli azionisti (o ai potenziali azionisti) di meglio valutare l'adeguatezza della remunerazione alla *performance* gestoria rispetto al perseguimento di obiettivi di medio-lungo termine. Da ultimo, la norma viene anche a regolamentare le operazioni societarie con parti correlate in quanto suscettibili di generare pregiudizi alla società e ai soci qualora tali individui sfruttino la propria posizione privilegiata per accaparrarsene le ricchezze.

Quanto alla filosofia che sta dietro l'adozione della direttiva in oggetto, si direbbe che l'intento del regolatore europeo fosse primariamente quello di salvaguardare le prerogative degli azionisti rispetto allo strapotere gestorio, in modo da circoscrivere i disallineamenti relativi al rapporto di agenzia. Eppure, ciò non basta a descrivere compiutamente il progetto che ne sta alla base. Invero, l'attribuzione di maggiori e più pregnanti poteri di intervento ai soci costituisce piuttosto lo strumento di cui il Parlamento e il Consiglio si sono serviti al fine di proteggere un più generale benessere del mercato societario, aspirando a rendere le società quotate orientate ad obiettivi di lunga durata nonché mirando a perfezionarne la *governance*. È la tenuta del sistema economico il vero motore dell'azione legislativa europea, tenuta della cui caducità si è ben fatta memoria dopo la crisi del 2008. Se dunque la direttiva del 2007 si era concentrata ad interventi di "democratizzazione" societaria, in una prospettiva di ribaltamento della c.d. "*directors primacy*" in una più sostenibile "*shareholders primacy*", la direttiva del 2017 va oltre, rimettendo nelle mani dei soci specifici strumenti di

¹¹⁴ Cfr. Considerando n. 15 ss.; in particolare il Considerando n.17 specifica il contenuto della politica di impegno e la necessità che sia messa a disposizione del pubblico tramite pubblicazione telematica. Il Considerando n.19 si concentra sulle informazioni relative alla strategia di investimento direttiva 828

¹¹⁵ Si vedano sul punto i considerando nn. 25, 26, 27 direttiva 828. Per una maggiore disamina della funzione e dei rischi derivanti dall'utilizzo di *proxy advisors* si veda BRUNO, BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedura, risultati, prospettive*, in *Rivista delle società*, 2014, pp. 1269-1307. Tale prassi origina dall'eccessiva onerosità del reperimento delle informazioni necessarie per l'esercizio del diritto di voto; di conseguenza, poiché il peso del voto del singolo azionista è ridotto, per gli investitori istituzionali risulta maggiormente conveniente esternalizzare le scelte di voto. A ciò si aggiunga la difficoltà pratica di padroneggiare informazioni relative a numerosissime società, appartenenti ad ordinamenti diversi e soggette a differenti regimi linguistici.

¹¹⁶ Cfr. Considerando nn. 28-29.

intervento e di dialogo con il management¹¹⁷. L'accento sugli obiettivi a lungo termine, quindi, si giustifica come correttivo della sempre più accentuata prassi di assunzione di rischi elevati dovuti ad una *governance* poco lungimirante e fortemente interessata ad incassi immediati, a sua volta frutto di politiche retributive in tal senso incentivanti (prima fra tutte, non ci si stancherà di ricordarlo, l'attribuzione di stock options e altri strumenti finanziari partecipativi sfornita di adeguate clausole di salvaguardia).

L'intervento europeo, segnatamente nella sua più recente versione, dunque, segna un passo importante per il diritto societario armonizzato, poiché interessa direttamente l'organizzazione interna delle S.p.a., la cui natura è tipicamente privatistica e la cui competenza in merito è rimessa alle scelte della società e dei suoi soci. Un passo fino ad allora ritenuto impossibile, vuoi per la mancanza di un accordo politico tra i governi nazionali a legiferare in una materia tanto specifica¹¹⁸, vuoi perché non si erano ancora conosciuti appieno i rischi di una regolamentazione poco attenta. In più con la riforma del 2017 si è evidenziato maggiormente il distacco regolativo tra S.p.a. quotate ed S.p.a. non quotate¹¹⁹: in particolare, oltre a prevedere obblighi più stringenti in capo alle prime, la più recente Direttiva si è dimostrata capace di avvicinare la disciplina delle società quotate "di diritto comune" a quella delle società sottoposte a vigilanza, quali banche e assicurazioni, elevando notevolmente gli standard richiesti¹²⁰. A ciò si aggiunga l'apprezzabile livello di consapevolezza raggiunto dal legislatore europeo in relazione all'influenza prodotta dalla remunerazione sulle scelte di gestione assunte dagli amministratori, che lo ha portato a riconoscere alla materia dei compensi un forte ruolo per l'allineamento degli interessi tra soci e amministratori. Consapevolezza di cui si fa prova tramite l'attribuzione ai soci di un diritto di *voice* in tale ambito (c.d. *say-on-pay* di cui si dirà meglio più avanti). Da ultimo, l'importanza dell'intervento europeo è altrettanto messa in luce dall'elevatissima quantità di imprese cui si applica: volendo riportare qualche cifra, si parla di oltre 8000 società quotate nei mercati regolamentati dell'Unione europea, a prescindere dal settore e dall'attività svolta, con una capitalizzazione che ruota intorno agli 8 trilioni di Euro¹²¹.

Da ultimo, quanto al profilo di adeguamento nazionale, la Direttiva ha trovato attuazione nell'ordinamento italiano dapprima con la legge 4 ottobre 2019 n.117 (c.d. legge di delegazione europea 2018), contenente i principi e i criteri cui il Governo era tenuto ad adeguarsi nell'attuazione della normativa europea¹²²,

¹¹⁷ Sul punto, più ampiamente, AHERN, *The Mythical Value of Voice and Stewardship in the EU Directive on Long-term Shareholder Engagement: Rights Do Not and Engaged Shareholder Make*, in *Cambridge Yearbook of European Legal Studies*, 2018, pp. 88-115

¹¹⁸ BRUNO, BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori*, cit.

¹¹⁹ BRUNO, BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori*, cit.

¹²⁰ RIGANTI, *La nuova direttiva sui diritti degli azionisti: alcune riflessioni introduttive* (commento alla normativa), in *Nuove Leggi Civili Commentate*, 2018, p. 772 ss.

¹²¹ Le informazioni sono riportate sul sito web della Commissione europea, reperibili al link: https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/MEMO_17_592

¹²² Cfr. Art. 7 della legge 4 ottobre 2019, n. 117 "Delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti dell'Unione europea - Legge di delegazione europea

cui hanno fatto seguito il decreto legislativo 10 maggio 2019, n. 49 e, in materia di sanzioni, il decreto legislativo 14 luglio 2020 n. 84. Un più attento esame di tali interventi, insieme con l'analisi dell'implementazione interna della Direttiva 2017/828/UE, è rinviato ai capitoli successivi.

3.2 Direttive azionisti: strumenti

L'azione intrapresa dal legislatore europeo con le Direttive azionisti si declina essenzialmente in una triplice direzione, interessando le società, gli azionisti e gli Stati membri. Per quanto riguarda le prime, alle società è richiesto un maggiore impegno nella *disclosure* di informazioni verso gli azionisti, affinché essi siano posti nelle migliori condizioni per esercitare consapevolmente il proprio diritto di voto in assemblea. In particolare, le informazioni devono essere fornite per tempo (cioè almeno ventuno giorni prima della data di convocazione assembleare) e riguardare, tra gli altri, l'ordine del giorno, le procedure di voto e di partecipazione assembleare, di cui è fatto obbligo di pubblicità sul sito internet della società, il numero complessivo delle azioni detenute e dei diritti di voto alla data di convocazione, i documenti da sottoporre al vaglio dell'assemblea, una proposta di delibera ovvero un commento sui singoli punti all'ordine del giorno nonché altre informazioni utili per l'esercizio del voto per delega, se applicabile.

Inoltre, quanto alle misure relative agli azionisti, il legislatore ne afferma in primis il fondamentale diritto alla parità di trattamento. Poi, ne sono riconosciuti più specifici diritti, quali: il diritto di iscriverne punti all'ordine del giorno dell'assemblea, motivati e corredati da apposita proposta di delibera, e presentare proposte di delibera qualora detengano almeno il 5% del capitale sociale (art. 6 Prima Direttiva azionisti); il diritto di porre domande in relazione ai punti all'ordine del giorno, con conseguente diritto ad ottenerne risposta dalla società (art. 9 Prima Direttiva azionisti); il diritto di partecipare e votare in assemblea in funzione delle azioni possedute ad una specifica data (data di registrazione), senza ulteriori limitazioni al potere di vendere o trasferire la partecipazione (art. 7 Prima Direttiva azionisti). Infine, obbliga gli Stati membri ad eliminare qualsivoglia limitazione alla partecipazione degli azionisti in assemblea con mezzi elettronici, se non sia necessaria per l'identificazione degli azionisti e per la tutela delle comunicazioni elettroniche (art. 8 Prima Direttiva azionisti), ovvero alla votazione per delega (art. 10 Prima Direttiva azionisti).

Ai basilari strumenti messi in campo dalla Prima Direttiva, ora individuati, se ne aggiungono di nuovi con l'adozione della Seconda Direttiva azionisti. Si è già detto quali fossero gli obiettivi dell'intervento, obiettivi che il legislatore europeo ha inteso perseguire riconoscendo ai soci ulteriori, più forti e più specifici diritti rispetto a quelli già esistenti. Non sarebbe infatti scorretto, a mio avviso, sostenere che sono proprio i soci il principale mezzo di cui il legislatore si serve per contrastare le distorsioni prodotte dal rapporto di agenzia e realizzare le aspirazioni di solidità e stabilità del mercato azionario. In particolare, nel fare questo, il legislatore si rivolge principalmente ai singoli azionisti, ma non esclusivamente, coinvolgendo anche l'assemblea e gli intermediari finanziari attraverso cui gli stessi soci si rapportano alla società (vincolandoli a specifici

2018.” L'atto è consultabile all'indirizzo <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2019/10/18/19G00123/sq> (ultimo accesso 1 febbraio 2021).

obblighi, ad esempio informativi, come si è già visto *sopra*), e ne riconosce la facoltà di espressione in merito all'approvazione di scelte gestorie rilevanti, prima fra tutte la determinazione del compenso degli amministratori. La remunerazione, da *morbo* passa quindi ad essere *strumento incentivante* per la buona riuscita dell'intrapresa economica e per il contenimento dell'*agency problem*. Gli azionisti hanno quindi sia il diritto di votare la politica di remunerazione degli amministratori almeno ogni quattro anni sia quello di votare le relazioni annuali sulla remunerazione contenenti informazioni circa la retribuzione dei singoli amministratori in relazione all'esercizio finanziario precedente. In tal modo se ne garantisce un controllo circolare, che non si limita alla valutazione prospettica dell'idoneità dei compensi per l'esercizio avvenire, ma che, più compiutamente, ne richiede altresì un vaglio di adeguatezza a posteriori rispetto agli effettivi risultati di *performance* conseguiti¹²³. Per far ciò si richiede che la politica di remunerazione ne descriva dettagliatamente le componenti, nella loro natura fissa o variabile e nelle loro ulteriori caratteristiche principali (ad esempio la previsione di corrispettivi per la cessazione dalla carica, i regimi di pensionamento adottati, gli ulteriori bonus e benefici di qualsiasi forma eventualmente accordati, la presenza di clausole di malus o di clawback, la durata dei contratti, ecc.). Ne è altresì imposta una costruzione chiara e comprensibile e l'indicazione dettagliata dei criteri, basati su risultati finanziari e non, utilizzati in caso di attribuzione di compensi in misura variabile. Infine, è fatto obbligo di indicare il processo decisionale adottato in sede di definizione, revisione e attuazione della stessa politica nonché le misure adottate per risolvere i conflitti di interesse eventualmente venuti alla luce.

Si noti tuttavia che, benché ne siano riconosciuti più ampi diritti, l'idea di introdurre incentivi alla partecipazione degli azionisti non rappresenta certo una novità. Eppure, l'intervento europeo non si arresta a questo: anche se non riflessa in un'espressa previsione di legge, l'intera direttiva viene ad essere pervasa dall'idea che ad oggi sia necessario riconoscere una maggior attenzione al coinvolgimento di *tutti* i portatori di interesse nel governo della società¹²⁴, non solo dei soci. Lo esprimono bene le parole del Considerando n. 14, che si riporta integralmente: *“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*

¹²³ Così il Considerando n. 38, che aggiunge come *“In molti casi è possibile valutare solo dopo diversi anni se la remunerazione corrisposta fosse in linea con gli interessi a lungo termine della società. In particolare, la concessione di incentivi a lungo termine può coprire fino a sette-dieci anni e può essere combinata con periodi di differimento di diversi anni”*.

¹²⁴ GLIOZZI, *Lo short-termism e la Direttiva n. 828 UE del 2017*, in *Rivista trimestrale di diritto e procedura civile*, 2020 pp. 841-855. L'autore mette in evidenza come il coinvolgimento degli stakeholders rimane ancora un mero auspicio, e testimonia come il legislatore europeo non arrivi a considerarlo elemento imprescindibile – oltre al coinvolgimento degli azionisti – per il perseguimento degli obiettivi a lungo termine della società.

coinvolgimento di tutti i portatori di interesse, in particolare dei dipendenti, nel governo 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.” Ulteriore conferma di tal proposito è data, a mio avviso, anche dalla circostanza per cui la Direttiva garantisce un più generale coinvolgimento del pubblico, obbligando gli organi amministrativi alla pubblicazione dei documenti sulla remunerazione oggetto di approvazione assembleare (la politica di remunerazione e la relazione sulla remunerazione). L’informativa, infatti, lo si è visto, rappresenta per i soci un primo step per comprendere le dinamiche di *corporate governance* e, successivamente, permettere loro di vigilarne sulla correttezza in termini di sostenibilità rispetto agli interessi sociali. Per questi motivi, dunque, questo inedito interessamento del legislatore europeo alla considerazione e valorizzazione del complesso degli *stakeholders*, sebbene ancora in gestazione, dovrebbe essere guardata con favore. Si tenga in conto, tra l’altro, che la direttiva non costituisce in questo un caso isolato, dal momento che, come meglio chiarito nel prosieguo della trattazione, il legislatore europeo ha rinnovato tale intenzione in diversi provvedimenti risalenti al periodo successivo alla crisi finanziaria.

A completare il quadro così delineato, mi sembra in ogni caso opportuno richiamare le riflessioni di chi, sul punto, si è mostrato più perplesso. Infatti, se guardata da una diversa latitudine, la questione appare piuttosto foriera di criticità, in quanto porta a domandarsi quale sia il vero intento del legislatore comunitario in tema di interesse sociale. Se, cioè, sia seriamente interessato a rivisitare la teoria societaria contrattualistica “pura” e sostituire l’esclusivo interesse al profitto azionario con il perseguimento di ulteriori e più vasti interessi (primariamente sociali e ambientali)¹²⁵. Al momento la questione è ancora irrisolta.

Vi è poi un altro profilo d’innovazione introdotto con la Direttiva del 2017 che conviene ricordare. Si tratta, a ben vedere, di un profilo strettamente connesso a quello della trasparenza e della pubblicità delle remunerazioni. Invero, l’adozione di questi strumenti accresce, oltre al monitoraggio svolto dai singoli soci, anche quello realizzato dagli investitori istituzionali, una speciale categoria di azionisti dotati di maggior peso in termini di partecipazione azionaria e, quindi, realmente capaci di influire sull’adozione di scelte gestorie delicate come quelle in materia di remunerazione degli amministratori. La funzione di questi attori societari verrebbe così ad essere riscoperta, a correttivo della prassi previgente, dimostratasi inefficiente in quanto troppo, ed erroneamente, fiduciosa nella capacità degli amministratori indipendenti di limitare le derive opportunistiche tipiche del sistema delle S.p.a. È quindi in questo contesto che si pongono i numerosi obblighi introdotti dalla direttiva in capo agli investitori istituzionali: di stilare e pubblicare una politica di impegno degli azionisti nella propria strategia di investimento e, annualmente, indicarne le modalità di attuazione; di spiegare i tratti salienti delle proprie strategie di investimento e come esse si inseriscano in

¹²⁵ In tal senso RIGANTI, *La nuova direttiva sui diritti degli azionisti*, cit. riconosce la centralità della questione nel diritto societario.

una gestione societaria di medio-lungo periodo; di rendere noti gli eventuali accordi con i gestori di attivi e le loro principali caratteristiche¹²⁶.

3.3 Profili di diversità tra Prima e Seconda Direttiva azionisti

"We have learned our lessons from the past. For a stable European economy, it is essential to look beyond fast profits and focus on long-term success. The European economy and companies will benefit from the revised shareholders' rights directive. The new European rules will prevent short-term excessive risk-taking. Asset managers and institutional investors will have to factor in long-term perspectives and more transparency in their strategies. Shareholders will have more rights, including having a 'say on the pay' of directors to ensure that salaries are linked to performance." Con queste parole la Commissaria polacca Věra Jourová commentava l'appena approvata Shareholders Rights Directive II, nell'aprile del 2014¹²⁷. Si è detto in apertura come ambedue le Direttive sul coinvolgimento degli azionisti siano per certi versi da considerarsi fortemente legate, non soltanto a livello formale ma anche su un piano teleologico, per essere entrambe mirate al potenziamento del mercato degli investimenti. Allo stesso tempo, però, se ne sono potuti apprezzare i profili di difformità e, in particolare, la più spiccata propensione della seconda rispetto alla prima nello stimolare l'attivismo azionario in merito a taluni profili gestori. A cosa è dovuto, dunque, questo scarto?

Una prima risposta può essere avanzata alla luce dell'affermazione appena riportata: tanto scontato quanto irrompente è stato l'impatto che la crisi finanziaria del 2008 ha avuto sul mercato europeo, un fenomeno che ha indubbiamente cambiato e segnato le sorti dell'evoluzione del diritto societario nell'Unione europea e, di conseguenza, negli Stati membri. La Grande Recessione ha infatti contribuito ad accendere un faro sulle questioni poste dalle remunerazioni degli amministratori, che fino a quel momento erano rimaste nell'ombra di un cieco fideismo nella resilienza del sistema, nella capacità delle principali economie globali di fronteggiare, senza troppi danni collaterali, i piccoli crolli che di tanto in tanto venivano a prodursi. Fu allora, con lo scoppio dei principali scandali aziendali, che si pose, agli occhi del regolatore europeo e del pubblico, la netta sproporzione tra *quantità* dei compensi accordati agli amministratori e *qualità* delle loro prestazioni. Remunerazioni eccessive e non giustificate che incrinarono il rapporto di fiducia tra i soci e le emittenti. Da lì l'affannosa ricerca di argini e contrappesi che ha interessato il legislatore europeo negli anni avvenire, confluita poi nell'adozione della rivisitata formulazione della Direttiva azionisti del 2017.

Oltre al già citato tema delle remunerazioni, la crisi finanziaria ebbe a mettere in evidenza ulteriori e altrettanto sistemiche carenze di *governance* societaria. Solo per citarne alcune, lo scarso impegno degli azionisti e, quindi, lo scarso controllo da essi svolto sull'operato degli amministratori aveva contribuito

¹²⁶ Le disposizioni in parola sono contenute agli artt. 3-octies e 3-nonies; li successivi due articoli, invece, riguardano l'attività dei gestori di attivi (art. 3-decies) e dei consulenti di voto (3-undecies).

¹²⁷ Reperibile all'indirizzo https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/MEX_17_606 (ultimo accesso 29 gennaio 2021).

all'assunzione di scelte gestorie poco lungimiranti e notevolmente avventate, a scapito di quelle che, al contrario, avrebbero potuto essere meno profittevoli ma complessivamente migliori per la tenuta della società. E ancora: i numerosi ostacoli per l'accesso alle informazioni gestorie e gli elevati costi per il loro ottenimento rendevano inverosimile, se non del tutto impossibile, l'effettivo esercizio dei diritti degli azionisti, aumentandone così il disinteresse per le politiche d'impresa, sempre che si fossero dimostrate per essi profittevoli nel breve periodo¹²⁸.

Insomma, la crisi era riuscita a mostrare il vero volto del governo societario, ormai svilito e sfruttato, lasciando ai governi di allora l'arduo compito di intervenire a rianimarlo. È dunque in questo diverso contesto che prende forma la revisione della Prima direttiva azionisti. Segnatamente, le due tappe regolative divergono non solo per la difformità dei contesti in cui hanno avuto origine, ma anche per gli scopi che esse si propongono di realizzare. Per vero, con la prima versione della Direttiva, il legislatore europeo si era proposto il duplice e lineare scopo di aumentare l'appetibilità dell'investimento azionario introducendo maggiori tutele per gli azionisti e, in aggiunta, di promuoverne il coinvolgimento nella vita societaria. L'approccio adottato, tuttavia, era risultato nel complesso abbastanza timido e dunque inefficace a costituire un serio argine al successivo dissesto finanziario¹²⁹. Ciò non solo perché si limitava ad agevolare, almeno sul piano teorico, l'esercizio delle *prerogative* dei soci in assemblea, disinteressandosi di operare altrettanto sul piano degli *obblighi*, ma anche perché pochi dei suggerimenti di *best practices* societarie in tema di remunerazioni fino ad allora recapitati agli Stati membri erano state da questi accolte¹³⁰. È quindi per questo, per rispondere all'insufficienza del primo intervento normativo, che le istituzioni europee intervengono nuovamente. Lo strumento scelto a tal fine, tuttavia, non differisce molto da quello già precedentemente adottato: si pone ancora una volta l'accento sui soci, se ne aumentano i poteri e se ne specificano i diritti, sulla convinzione – già cara al legislatore del 2007 – che una maggiore democratizzazione della *governance* societaria costituisca il mezzo più funzionale a garantire un'efficiente gestione d'impresa¹³¹. In fin dei conti, alla luce di quanto appena detto, da una parte, le Direttive azionisti presentano indubbiamente qualche affinità metodologica mentre, dall'altra, si differenziano sul piano causale, per l'essere l'una antenata e l'altra erede della crisi economica del 2008.

Da ultimo, per completezza, si segnala altresì il divario intercorrente tra le Direttive azionisti e la Direttiva 2013/36/UE sui requisiti patrimoniali (cc.dd. *Capital Requirements Directive* o *CRD IV*), in vigore dal 17 luglio 2013 e

¹²⁸ Una chiara indicazione delle problematiche poste in luce dalla crisi finanziaria è offerta sul sito internet della Commissione europea, al link https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/MEMO_17_592

¹²⁹ Cfr. CIAN, *Diritti degli azionisti ed efficienza organizzativa*, cit.

¹³⁰ Si tratta delle Raccomandazioni 2004/913/CE, 2005/162 e 2009/385, cui fece seguito un esiguo numero di Stati membri. In tal senso cfr. AHERN, *The Mythical Value of Voice and Stewardship in the EU Directive on Long-term Shareholder Engagement*, cit.

¹³¹ Critico sull'intervento del 2007 e sull'opinione in parola è CIAN, *Diritti degli azionisti ed efficienza organizzativa*, cit.

successivamente modificata dalle Direttive 2019/878 e 2019/2034¹³². La disposizione in parola, infatti, disciplina principalmente l'accesso alle attività di raccolta depositi di banche e imprese di investimento, introducendo strumenti di vigilanza sulle istituzioni da parte delle autorità competenti e regolandone la pubblicità. Tuttavia, è possibile cogliere alcuni aspetti di affinità tra quest'ultima e le Direttive azionisti, circostanza che ne giustifica la trattazione in questa sede. Come per queste ultime, infatti, l'intervento legislativo si pone tra i vari obiettivi quello del miglioramento della *governance* di banche e imprese di investimento e ne implementa la trasparenza. Si tratta, anche qui, di misure vincolanti previste per garantire un efficace monitoraggio e una più corretta gestione dei rischi da parte degli organi di gestione delle imprese in questione. In particolare, a tal fine, la normativa interessa anche la materia della remunerazione degli amministratori, richiedendo che le politiche e le prassi in materia di remunerazione "siano *coerenti* con una gestione efficace del rischio"¹³³ e siano "*allineate* alla propensione al rischio, ai valori e agli interessi a lungo termine dell'ente creditizio o dell'impresa di investimento"¹³⁴.

Altre divergenze, poi, riguardano la logica sottostante all'intervento, che, per quanto riguarda i CRD IV, costituisce parte di un filone normativo volto al rafforzamento della resilienza del settore bancario europeo nel periodo successivo alla crisi finanziaria e mira a perseguire risultati di stabilità finanziaria all'interno dell'Unione e a contrastare l'eventuale elusione dei requisiti fissati dalla stessa direttiva¹³⁵; altrettanto differente è l'ambito di applicazione, dal momento che essa concerne esclusivamente l'attività di banche e imprese d'investimento, e, da ultimo, diversi sono gli strumenti di intervento¹³⁶. Purtuttavia la CRD IV introduce alcune misure interessanti in materia di remunerazione, che potrebbero mostrare qualche utilità nella valutazione dell'efficacia dell'intervento del 2017. E ciò anche in considerazione della circostanza per cui la Seconda Direttiva azionisti, lo si è già visto, comporta un rilevante innalzamento degli standard di vigilanza per le politiche remunerative delle società quotate, sempre più simili agli standard adottati per gli istituti creditizi e di investimento.

Quanto alle misure introdotte, la CRD IV stabilisce in primo luogo specifici requisiti strutturali per i compensi, e, in particolare, introduce per gli istituti finanziari un limite massimo di compensi variabili attribuibili (c.d. *bonus cap*), in termini di rapporto massimo tra la componente fissa e quella variabile della

¹³² Le modifiche introducono misure volte rispettivamente a ridurre i rischi del settore finanziario e migliorarne la resilienza rispetto ad eventuali situazioni di criticità e a istituire un quadro di vigilanza prudenziale europeo volto a trovare un punto di equilibrio tra la garanzia di solidità delle stesse imprese e il contenimento dei costi. Un quadro generale della disciplina è fornito al link: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=LEGISSUM%3A240406_3

¹³³ Così il Considerando n. 62.

¹³⁴ Così il Considerando n. 63.

¹³⁵ Così il Considerando n. 67.

¹³⁶ Invero, mentre la Seconda Direttiva azionisti si occupa prettamente di trasparenza informativa e incentivazione del diritto di voce degli azionisti attraverso la previsione del *say-on-pay*, la CRD IV si concentra sulla struttura della remunerazione.

remunerazione complessiva¹³⁷ (per cui la componente variabile non può superare il 100% della componente fissa o la più bassa percentuale stabilita a livello nazionale¹³⁸ ovvero il 200% se approvato dai soci). A sua volta, la norma declina puntualmente quale sia la struttura interna che la remunerazione variabile debba assumere, prevedendo ad esempio che almeno per la metà sia composta da un bilanciamento di azioni e altri strumenti finanziari. Segue poi l'attribuzione alle autorità di vigilanza del compito (e del potere) di imporre agli enti le eventuali misure che si rendano necessarie per contenere i rischi derivanti da una possibile errata predisposizione dell'assetto remunerativo¹³⁹. Inoltre, l'art. 94, che disciplina nel dettaglio la componente variabile della remunerazione, sottolinea inoltre la necessità che la componente fissa sia sufficientemente consistente tanto da consentire, se non ne siano maturate le condizioni, che venga omesso il versamento della componente variabile (lett. f). Si noti peraltro, quale ulteriore profilo di specialità della direttiva, che siffatto regime si applica ad una più vasta componente del personale della società, tra cui: gli alti dirigenti, i cc.dd. "risk takers", il personale che svolge funzioni di controllo e "qualsiasi dipendente che riceva una remunerazione complessiva che lo collochi nella fascia di remunerazione dell'alta dirigenza e dei soggetti che assumono il rischio le cui attività professionali hanno un impatto rilevante sul loro profilo di rischio".¹⁴⁰

Non sono peraltro mancate voci di critica¹⁴¹ sulla CRD IV, che qui si riportano, in quanto potenzialmente utili ad una più consapevole valutazione, *mutatis mutandis*, delle misure introdotte dalla Seconda Direttiva azionisti e delle proposte di quanti abbiano auspicato interventi normativi più incisivi. Tali critiche hanno riguardato, in primis, la scarsa compatibilità delle misure con i fini perseguiti, e, comunque con l'obiettivo di maggior tenuta e stabilità del mercato finanziario nel suo complesso. Da una parte, infatti, la previsione di limiti massimi alla remunerazione variabile provocherebbe un aumento della remunerazione fissa e, pertanto, renderebbe gli istituti finanziari maggiormente vulnerabili ai cicli di mercato e più soggetti al rischio di fallimento. In più, una remunerazione prettamente fissa renderebbe ancor meno temibili per gli amministratori i pregiudizi derivanti da scelte gestorie che si rivelino infelici: ciò incentiverebbe l'assunzione di maggiori rischi da parte del management, che in ogni caso avrebbe poco da perdere; rischi peraltro spesso legati a variabili aleatorie e poco controllabili in chiave prospettica. E ancora: la prospettiva di guadagni pressoché stabili, con una limitatissima possibilità di usufruire di bonus legati alla *performance*, abbasserebbe il livello qualitativo dei gestori, spingendo i più capaci tra loro ad affacciarsi a settori diversi da quello bancario e d'investimento, al fine di poter beneficiare di remunerazioni più cospicue. Ciò ridurrebbe non solo la competitività tra managers nel settore bancario, ma anche la competitività del settore nel suo complesso rispetto a quelli concorrenti. Da ultimo, si ricorda che il tentativo di prevedere "*una taglia uguale per tutti*", ossia di introdurre previsioni

¹³⁷ Si veda, in proposito, il Considerando n. 65, il quale mette in luce anche l'importanza per gli Stati membri di valorizzare il ruolo svolto dagli azionisti, proprietari o soci degli enti nel monitorare il rispetto dei requisiti in punto di compensi.

¹³⁸ Art. 94 co. 2 lett. g).

¹³⁹ Sul punto si veda il Considerando n. 68.

¹⁴⁰ Così l'art. 92 co. 2.

¹⁴¹ In tal senso FERRARINI, UNGUREANU, *Executive Remuneration*, cit.

eccessivamente rigide è l'ontologicamente fallace, specie se si considerano i numerosi profili di specialità che caratterizzano le singole imprese operanti sul mercato.

3.4 L'influsso della crisi economica nella genesi della modifica

Si è già detto dell'importanza che la crisi economica ha avuto nell'originare la modifica alla Direttiva azionisti, rilevanza per giunta messa in risalto dallo stesso legislatore europeo già nel prologo dell'intervento di modifica. Per poter ottenere una comprensione a tutto tondo del fenomeno è però necessario ripercorrere le tappe regolative che hanno segnato il periodo precrisi nonché ricostruire gli avvenimenti susseguenti al dissesto. Questa evoluzione diacronica, che segna il passaggio da un approccio legislativo più vago ad uno più analitico e consapevole per il miglioramento della *governance* e della *performance* societaria, può essere scomposta idealmente in tre fasi, di seguito analizzate.

3.4.1 Prima fase: pre-crisi

La prima fase, che possiamo definire "pre-crisi", copre in realtà un arco temporale che va dai primi anni 2000 al 2009. Essa si apre idealmente con la predisposizione del c.d. Piano di azione europeo, contenuto nella Comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento europeo del 21 maggio 2003¹⁴². Come evocato dal titolo, il piano si proponeva di "modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione europea" e, in particolare di aumentare l'appetibilità dell'investimento azionario, rafforzando i diritti degli azionisti e la tutela dei terzi, nonché di promuovere l'efficienza e la competitività delle imprese. Più nel dettaglio, esso premeditava un intervento dell'Unione su alcuni fondamentali aspetti del governo societario: la trasparenza, il ruolo dei soci, il funzionamento del consiglio di amministrazione, il coordinamento tra gli Stati membri. Invero, questo forte interesse sulla *corporate governance* si giustifica in virtù della sua richiamata *essenzialità* in vista sia di un rafforzamento dell'economia reale, sia dell'ammodernamento e del dinamismo della società industriale¹⁴³. Altrettanto rilevante è altresì il riferimento ai "recenti scandali" riguardanti la dirigenza di numerose società che la Commissione richiama per motivare l'influenza delle pratiche di *governance* sulla fiducia del pubblico nei mercati di capitali¹⁴⁴. Scartata l'eventuale adozione di un codice europeo sul governo societario, la Commissione opta piuttosto per una maggiore armonizzazione delle pratiche societarie tra i vari Stati membri e ne delinea i principali componenti. Quanto alla materia dei compensi, il Piano la considera una delle principali aree di *governance* che possono determinare un conflitto di interessi per gli amministratori, per cui richiede che le decisioni in merito siano

¹⁴² Sul Piano d'azione 2003 e le successive Raccomandazioni si consulti, per una trattazione più ampia, CAPIELLO, *La remunerazione degli amministratori*, cit., p. 88 ss.

¹⁴³ Nell'introduzione al Piano si legge infatti che: "Per una società industriale moderna, dinamica ed interconnessa, l'esistenza di un quadro dinamico e flessibile in materia di diritto delle società e di governo societario è essenziale: essenziale per milioni di investitori, essenziale per dare maggiore spessore al mercato interno e per costruire un mercato europeo dei capitali veramente integrato ed essenziale per massimizzare i benefici dell'allargamento per tutti gli Stati membri, futuri ed attuali." Il testo integrale del piano è consultabile al seguente link: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2003:0284:FIN:IT:PDF> (ultimo accesso 28 gennaio 2021).

¹⁴⁴ Così il Piano, par. 3.1 (pag. 11).

assunte esclusivamente dagli amministratori non esecutivi o dai sindaci, essenzialmente indipendenti; annuncia poi l'adozione di una raccomandazione che definisca i requisiti minimi applicabili al comitato per la remunerazione; richiede che gli azionisti siano posti nelle condizioni di valutare pienamente, "sia ex ante che ex post" il rapporto tra la *performance* societaria e il livello di remunerazione degli amministratori. Con riguardo a quest'ultimo punto, vengono delineati quattro elementi fondamentali capaci di apportare miglioramenti in tal senso: informazioni sulla politica in materia di remunerazione nei conti annuali, informazioni sulla composizione dettagliata della remunerazione dei singoli amministratori nei conti annuali, approvazione preventiva da parte dell'assemblea degli azionisti dei regimi che prevedono l'attribuzione agli amministratori di azioni o di opzioni sulle azioni, adeguata considerazione, nei conti annuali, dei costi sostenuti dalla società in relazione a tali regimi di incentivazione¹⁴⁵.

A ciò hanno poi fatto seguito due interventi¹⁴⁶. Per prima, la Raccomandazione 2004/913/CE *relativa alla promozione di un regime adeguato per quanto riguarda la remunerazione degli amministratori delle società quotate* accoglie ed implementa i propositi del Piano. Essa introduce una procedura di determinazione del compenso degli amministratori, volta ad incrementare il livello di trasparenza delle remunerazioni manageriali nei confronti del mercato e degli azionisti. Segnatamente, la trasparenza in parola viene perseguita in una duplice prospettiva: per un verso, garantendo una completa informazione preventiva, tramite la predisposizione di un'apposita relazione che illustri le politiche di remunerazione per l'anno finanziario a venire e, per l'altro verso, prevedendo altresì che dia conto, seppur sinteticamente, degli esiti delle politiche retributive attuate nel precedente esercizio finanziario¹⁴⁷. La disposizione, poi, suggerisce l'adozione da parte degli Stati membri della procedura di *say-on-pay*, sottoponendo la dichiarazione sulle remunerazioni al voto dei soci in occasione dell'assemblea generale annuale degli azionisti, rimettendo alla discrezionalità nazionale la natura vincolante o consultiva dello stesso voto¹⁴⁸. In terzo luogo, la Raccomandazione sottolinea la necessità di una maggiore *disclosure* della remunerazione complessiva e di quella singolarmente accordata agli amministratori, all'interno del bilancio ovvero nella relazione sulle remunerazioni¹⁴⁹. Da ultimo, pone l'invito a sottoporre all'approvazione degli azionisti anche il regime di remunerazione basato su azioni, se presente, in particolare per quanto riguarda: a) l'attribuzione di prestazioni basate su azioni, comprese le opzioni su azioni; b) la fissazione del numero massimo e delle principali condizioni di attribuzione; c) il termine entro il quale si possono esercitare le opzioni; d) se del caso, le condizioni per qualsiasi successivo

¹⁴⁵ Sul punto si veda anche DE SANTIS, *Remunerazione degli amministratori e governance delle società per azioni*, cit., p. 233 ss.

¹⁴⁶ Il tema è esaminato anche in CAMPOBASSO, *I compensi degli amministratori di società quotate*, cit. e ZANARDO, *I piani di stock options dall'esperienza anglosassone alla disciplina e diffusione nell'ordinamento italiano*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2006, p. 738 ss.

¹⁴⁷ Così la Sez. II, Punto 3 (Informazioni relative alla politica delle remunerazioni degli amministratori), della Raccomandazione 2004/913/CE.

¹⁴⁸ Cfr. Sez. II, Punto 4 (Voto degli azionisti).

¹⁴⁹ Cfr. Sez. III, Punto 5 (Pubblicazione della remunerazione dei singoli amministratori).

cambiamento nel prezzo di esercizio delle opzioni, se consentito dalla legge; e) qualsiasi altro sistema d'incentivi a lungo termine a cui abbiano diritto gli amministratori e che non sia offerto a condizioni analoghe agli altri dipendenti (punto 6.2)¹⁵⁰. A tal fine richiede che agli azionisti venga tempestivamente fornita una compiuta informazione delle proposte di risoluzione¹⁵¹.

L'anno successivo viene emanata una seconda previsione, la Raccomandazione 2005/162/CE, *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*. L'intervento in parola suggerisce agli Stati membri di garantire, nelle società per azioni, un giusto equilibrio tra amministratori esecutivi o con poteri di gestione e amministratori non esecutivi ovvero sindaci (della cui posizione e funzione detta i tratti salienti), per garantire che l'adozione delle scelte gestorie sia sempre frutto di un ampio consenso tra i componenti degli organi societari. Infine, richiede che, qualora il Cda prenda parte al processo di fissazione delle remunerazioni degli amministratori, ne venga istituito all'interno un comitato per la remunerazione e ne delinea la composizione (con prevalenza di amministratori indipendenti, cioè amministratori senza incarichi esecutivi o sindaci), l'attività minima (ad esempio, sottoporre all'approvazione dell'organo amministrativo proposte sulla politica di remunerazione degli amministratori esecutivi) e il funzionamento (ad esempio, la facoltà di confrontarsi con il presidente o l'amministratore delegato sulle remunerazioni degli amministratori esecutivi)¹⁵². In tal modo supera quindi una delle criticità della precedente Raccomandazione, che aveva mancato di specificare le competenze degli organi societari nel deliberare sulla quantificazione dei compensi dei singoli amministratori.

Malgrado la natura non vincolante, i suggerimenti del legislatore europeo in punto di *shareholder voting* avevano trovato alcuni terreni fertili su cui innestarsi. Invero, un esempio virtuoso da richiamare a tal proposito è quello svedese che, con la versione riformata del Companies Act del 2006 si proponeva di rafforzare il ruolo degli azionisti in merito alle decisioni sulle remunerazioni degli amministratori esecutivi e dei membri del *board*. In particolare, la disciplina svedese prevedeva, per le società ad azionariato diffuso, l'approvazione da parte dell'assemblea delle linee-guida per la remunerazione dei dipendenti con posizioni rilevanti, la cui elaborazione era rimessa al *board* e includeva le politiche relative all'uso di strumenti incentivanti come, ad esempio, l'attribuzione di *stock options*. Una volta approvate, le linee-guida vincolavano il *board*, salvo il caso che venisse dato puntuale avviso e giustificazione agli azionisti del mancato rispetto. Da ultimo, la previsione richiedeva altresì l'approvazione dei soci sui compensi spettanti ai membri del consiglio di amministrazione¹⁵³.

¹⁵⁰ Cfr. Sez. IV, Punto 6 (Approvazione degli azionisti).

¹⁵¹ Cfr. Sez. V, Punto 7 (Informazioni).

¹⁵² Cfr. Allegato I, Punto 3. Il testo completo della Raccomandazione è accessibile al link: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX%3A32005H0162> (ultimo accesso 28 gennaio 2021).

¹⁵³ I dati relativi alla disciplina svedese sono riportati da THOMAS, *International Executive Pay: Current Practices and Future Trends*, cit. Altrettanto interessante è l'esempio tedesco che, sul modello delle Raccomandazioni comunitarie introduceva al §120 co. 4 dell'AktG (legge sulle

Entrambi gli interventi appena richiamati, tuttavia, non andarono esenti dal sollevare attente riflessioni in dottrina sulla loro efficacia in termini di concreto impatto sulla struttura e sul funzionamento della *corporate governance* delle società di allora. Una prima censura riguardava la natura non vincolante delle raccomandazioni, che inevitabilmente ne sviliva la portata. Non è però mancato chi ne ha riconosciuto un effetto giuridico indiretto, frutto del principio del legittimo affidamento che richiede ai giudici nazionali di tenere in considerazione anche gli atti non vincolanti nell'interpretazione di norme interne o sovranazionali vincolanti¹⁵⁴; altrettanto ottimista sul punto era l'opinione di chi ne sottolineava l'accoglimento da parte dei legislatori nazionali, sebbene con altrettante misure di *soft law*, comunque rilevanti come strumento per aumentare il valore di quelle imprese che ne facessero propri i suggerimenti¹⁵⁵. Un'ulteriore critica sosteneva uno scarso intervento nel definire puntualmente la struttura dei compensi, dando invece maggior alla trasparenza delle politiche di remunerazione (la prima) e alla centralità delle figure indipendenti (la seconda)¹⁵⁶.

Altre riserve hanno poi riguardato la tardività degli interventi rispetto alle prime evidenze del problema, nonché la circostanza che con i suddetti provvedimenti il legislatore europeo non ha tenuto in dovuta considerazione i limiti, già ampiamente manifestati dalle precedenti previsioni autoregolative adottate in Inghilterra e a cui essi largamente si rifanno. Invero, autorevoli opinioni hanno messo in evidenza quanto tali limiti avessero già portato la stessa Inghilterra a interrogarsi sull'utilità delle soluzioni di *governance* adottate dai codici in parola, motivo per cui risulterebbe ancor più biasimevole la condotta del legislatore europeo¹⁵⁷.

Da ultimo si rammenta che il suggerito ricorso ai comitati per la remunerazione, quali strumenti per la predisposizione di accordi remunerativi più bilanciati e sostenibili, è stato anch'esso oggetto di censure. In particolare, tali censure si sono fondate sulla circostanza per cui essi verrebbero ad avere una scarsa utilità pratica, avendo il legislatore attribuito loro una funzione prettamente e meramente istruttoria e propositiva¹⁵⁸. Senza contare, tra l'altro, le difficoltà legate alla trasposizione di tale misura, concepita per funzionare in un sistema caratterizzato da un azionariato diffuso, quale appunto quello inglese, in altri sistemi europei caratterizzati invece da una prevalente concentrazione azionaria¹⁵⁹. Invero, laddove i soci sono in numero ridotto e detengono una più consistente titolarità azionaria, si registra un loro maggiore attivismo e, pertanto, il ruolo svolto da tali comitati ne risulterebbe notevolmente ridotto.

società per azioni) il voto consultivo dell'assemblea sul compenso dei consiglieri di gestione nelle società quotate. Una maggiore disamina è offerta da PORTALE, *Un nuovo capitolo del governo societario tedesco: l'adeguatezza del compenso del Vorstandsmitglieder*, cit., p. 143 ss.

¹⁵⁴ BRUTTI, *Remunerazione degli amministratori di società quotate e trasparenza*, in *Le società*, 2005, pp. 1315-1319.

¹⁵⁵ FERRARINI, UNGUREANU, *Executive Remuneration*, cit.

¹⁵⁶ BRUTTI, *Remunerazione degli amministratori di società quotate e trasparenza*, cit.

¹⁵⁷ La critica è mossa da DE SANTIS, *Remunerazione degli amministratori e governance delle società per azioni*, cit.

¹⁵⁸ *Ibidem*.

¹⁵⁹ *Ibidem*.

A completare il quadro si rammentano le Raccomandazioni 2009/384/CE in materia di politiche retributive nel settore dei servizi finanziari e 2009/385/CE sul regime di remunerazione degli amministratori delle società quotate, che si pongono a cavallo tra le due fasi precedente e postuma alla crisi finanziaria del 2008. Quest'ultima previsione assume significativa rilevanza in quanto interviene a integrazione delle precedenti raccomandazioni del 2004 e 2005. La norma origina dalla presa d'atto che i precedenti provvedimenti poco avevano contribuito a migliorare le pratiche di governo societario, in particolare non erano realmente riuscite a ridurre l'escalation dei salari amministrativi né a garantire un effettivo controllo da parte degli azionisti. Le cause erano da rinvenirsi, oltre che nei limiti messi in luce dalle critiche sollevate in dottrina e, segnatamente, nella ridotta influenza sugli ordinamenti nazionali, anche nella crescente complessità del pacchetto retributivo, che aveva quindi contribuito a renderlo sempre meno accessibile ai soggetti "esterni" al management che avrebbero dovuto monitorarlo; nonché nel fallimento degli sforzi fatti in vista di un maggior bilanciamento nel rapporto *pay-performance*¹⁶⁰.

Non manchi poi di considerarsi l'influenza della crisi economica di cui la Raccomandazione del 2009 comincia a risentire, tanto da inaugurare un nuovo approccio alle questioni da lungo tempo affrontate dal legislatore europeo: tant'è vero che l'intervento in parola si estende fino a regolare la stessa struttura dei compensi, fino ad allora rimasta intoccata. In sintesi, cinque sono i profili di azione interessati dall'intervento in parola. In primis, sono previsti limiti per le componenti variabili delle retribuzioni, di cui si evidenzia la necessità di prevedere criteri di concessione predeterminati e misurabili, collegati ai risultati di *performance* raggiunti, anche di natura non finanziaria; si auspica inoltre la dilazione del pagamento in un periodo di tempo minimo, al fine di incentivare il raggiungimento di obiettivi di sostenibilità societaria nel lungo periodo (cfr. Sez. II, Punto 3). In secondo luogo, si invitano le società ad includere negli accordi contrattuali stipulati con gli amministratori le c.d. clausole di *claw back*, che consentano alla società di chiedere la restituzione della componente variabile del compenso attribuito qualora le condizioni per la concessione di quella parte della remunerazione si fossero rivelate insussistenti (3.4) In terza istanza, si auspica l'inserimento di limiti ai c.d. paracadute d'oro, ossia al trattamento di fine rapporto, richiedendone una predeterminazione del *quantum* e, possibilmente, un ammontare non superiore alla componente fissa versata in due anni (3.5). Poi, quanto ai piani di compensi basati su azioni, si raccomanda l'adozione della pratica di *share retention*, ossia nella possibilità di acquisire le azioni offerte non prima che siano trascorsi tre anni nonché nella conservazione di una parte delle azioni conseguite in attuazione dei suddetti piani fino al termine dell'incarico (Sez. II Punto 4). Infine, impedisce che i compensi degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei componenti degli organi di controllo includano opzioni su azioni (4.4). Sebbene anche questa volta il legislatore utilizzi lo strumento della previsione non vincolante, non vi sono dubbi che i suggerimenti prescritti abbiano un carattere fortemente invasivo della libertà privata, sintomo di un'incalzante

¹⁶⁰ Queste considerazioni critiche sono sviluppate da CAMPOBASSO, *I compensi degli amministratori di società quotate*, cit.

preoccupazione di riduzione degli “eccessi” nelle retribuzioni messe in luce dalla crisi e di una maggiore sostenibilità societaria.

3.4.2 Seconda fase: post-crisi

L'avvento della crisi economica si pone come spartiacque tra le raccomandazioni del 2004-5 (e successive integrazioni) e il mutato approccio dimostrato dalle istituzioni europee nei provvedimenti adottati a partire dal 2010. Invero, è proprio in quell'anno che la Commissione europea provvede alla pubblicazione del Libro verde in materia di *governance* negli istituti finanziari e le politiche di remunerazione¹⁶¹. Tralasciandone per un attimo l'ambito d'applicazione, riservato al settore finanziario, il documento segna un importante passo nella presa di coscienza delle istituzioni europee della rilevanza di una sana gestione dei rischi d'impresa in vista di una crescita societaria sostenibile, sancendo la centralità della materia di *corporate governance* e del suo rafforzamento nel programma di riforma dei mercati finanziari e di prevenzione delle crisi avviato dalla stessa Commissione¹⁶². Inoltre, degna di nota è la formulata intenzione di avviare “un ampio lavoro di riflessione sul governo societario delle società quotate e, in particolare sulla posizione e il ruolo degli azionisti”, a preannunciare la revisione della Direttiva azionisti del 2017. Brevemente sui contenuti della comunicazione: propone la predisposizione di diversi strumenti atti a perfezionare il funzionamento dell'organo amministrativo, rafforzare le funzioni legate alla gestione dei rischi, perfezionare il ruolo dei soggetti chiamati a svolgere funzioni di vigilanza sul governo societario (e, segnatamente, dei soci). Quanto alla remunerazione, la Commissione prende atto dell'insufficiente e difforme applicazione delle precedenti raccomandazioni sulla remunerazione dei dirigenti e degli amministratori delle società quotate (anche nel settore dei servizi finanziari e ne promuove una riflessione in merito¹⁶³).

A seguire, il 7 luglio 2010 il Parlamento europeo adotta una Risoluzione¹⁶⁴ sulla remunerazione degli amministratori nelle quotate e sulle politiche retributive nel settore dei servizi finanziari, in attuazione delle linee guida dettate dal Libro verde. Lungi dal ripetere le considerazioni già svolte nella comunicazione da cui trae origine, il provvedimento in parola introduce alcuni suggerimenti degni di nota: tra essi, merita di ricordarsi la proposta di rimettere all'autorità di vigilanza

¹⁶¹ Cfr. Commissione europea, comunicazione del 2 giugno 2010, consultabile al link: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2010:0284:FIN:IT:PDF> (ultimo accesso 29 gennaio 2021).

¹⁶² Nella parte introduttiva si legge infatti chiaramente: “*La gravità della crisi finanziaria scatenata, nell'autunno 2008, dal fallimento della banca Lehman Brothers, e legata ad una cartolarizzazione inadeguata del debito ipotecario "subprime" negli Stati Uniti, ha indotto le autorità pubbliche di tutto il mondo a interrogarsi sulla forza reale degli istituti finanziari e sull'adeguatezza del loro sistema di regolamentazione e di vigilanza nei confronti dell'innovazione finanziaria in un mondo globalizzato. [...] Il rafforzamento del governo societario si trova al centro del programma di riforma dei mercati finanziari e di prevenzione delle crisi avviato dalla Commissione. La crescita sostenibile non è pensabile senza una presa di coscienza e una gestione sana dei rischi all'interno di un'impresa.*”

¹⁶³ I punti salienti del documento sono così tratteggiati in DE SANTIS, *Remunerazione degli amministratori e governance delle società per azioni*, cit.

¹⁶⁴ Il testo completo della Risoluzione è disponibile al seguente link: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52010IP0265&from=IT> (ultimo accesso 29 gennaio 2021).

la decisione in merito all'attribuzione *esclusiva* della competenza in materia di compensi al comitato retribuzioni, lasciandone dunque spogliato il consiglio di amministrazione. Una novità ampiamente accolta anche in dottrina¹⁶⁵.

Un processo questo, come appena delineato, che nel settore creditizio e d'investimento ha trovato compimento con l'adozione della Direttiva 76/2010/UE, poi sostituita dalla Direttiva 2013/36/UE (ovvero CRD IV) in materia di vigilanza prudenziale, ambedue a consacrazione dei Principi generali di stabilità finanziaria del 2007 (c.d. *FBS Principles*).

3.4.3 Terza fase: correttivi

Un'importante tappa nell'incentivazione del coinvolgimento degli azionisti nel governo societario e, in particolare, nella determinazione del compenso degli amministratori è stata segnata dalla comunicazione della Commissione del 12 dicembre 2012¹⁶⁶, dal titolo *Piano d'azione: diritto europeo delle società e governo societario – una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili*. Il documento si apre ripercorrendo i principali interventi fino ad allora adottati per implementare l'efficienza delle imprese europee, mettendo altresì in luce il mutato contesto economico e gli ultimi sviluppi del mercato, da cui trae principio l'intervento in oggetto e le misure ad esso susseguenti. Più che mai, in questa occasione, la Commissione chiarisce il ruolo fondamentale assunto dai soci nella promozione di una migliore *governance* delle società per il perseguimento e degli interessi individuali e dell'interesse sociale. Al fine di colmare le lacune a tal proposito emerse dai recenti eventi finanziari, il Piano si propone, tra le altre cose, di offrire agli azionisti maggiori strumenti di controllo della politica retributiva e delle operazioni con parti correlate e al contempo di imporre taluni obblighi in capo agli investitori istituzionali, ai gestori di attivi e ai consulenti in materia di voto, obblighi che attengono principalmente alla divulgazione di informazioni chiare, esaurienti e comparabili relative alla retribuzione (complessiva e individuale) degli amministratori. Annuncia, poi, un successivo intervento europeo di natura cogente che permetta di uniformare le discipline nazionali in punto di diritto di voto sulla politica retributiva e sulla relazione sulle retribuzioni¹⁶⁷. Di particolare valore è anche il successivo riferimento ad un auspicato maggior coinvolgimento dei dipendenti negli affari d'impresa, dei cui interessi il management dovrebbe farsi ugualmente promotore, sempre in una prospettiva di maggior sostenibilità societaria. Benché qui il riferimento attenga esplicitamente alla partecipazione sottoforma di intervento in consiglio e acquisto di azioni, non si può negare che il Piano in parola, oltre a segnare un netto cambio di rotta rispetto alla c.d. Wall Street Rule¹⁶⁸, faccia da

¹⁶⁵ Sul punto, DE SANTIS, *Remunerazione degli amministratori e governance delle società per azioni*, cit., p. 243, rileva che "tale soluzione rappresenta un elemento essenziale nel contesto di una nuova struttura di governo societario".

¹⁶⁶ La comunicazione (COM(2012) 740 final) è integralmente consultabile al link <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2012/IT/1-2012-740-IT-F1-1.Pdf> (ultimo accesso 29 gennaio 2021).

¹⁶⁷ Cfr. Punto 3.1 (Migliore sorveglianza della politica retributiva da parte degli azionisti).

¹⁶⁸ La c.d. Wall Street Rule sancisce che gli azionisti non svolgano alcun ruolo attivo negli affari societari. L'idea è espressa anche con la formula "love 'em or leav 'em" nonché, in economia, con il problema di *free riding*. Una critica a tale regola è espressa dal professor

presagio, sebbene in via ancora embrionale e vaga, ad un futuro e auspicabile passaggio dalla tradizionale teoria della massimizzazione degli interessi azionari alla preferibile *stakeholder value theory*.

La rilevanza del Piano d'azione del 2012 rispetto all'adozione della Seconda Direttiva azionisti è macroscopica, così come dimostra il richiamo che essa ne fa in apertura. Se ne è già visto (v. *sopra*) il fine e il contenuto, ma si è volutamente tralasciata l'indicazione di alcuni interventi precedenti che, a livello meramente nazionale, ne avevano già segnato un preludio. Il principale tra essi è l'*Enterprise and Regulatory Reform Act* adottato nel Regno Unito nel 2013 che, con la sec. 79, introduceva nel *Companies Act* del 2006 una nuova disposizione volta a rafforzare il potere di *voice* dei soci riuniti in assemblea a proposito di compensi degli amministratori. Più precisamente, la norma prevede che la sezione della relazione sulla remunerazione degli amministratori relativa alle politiche di remunerazione sia sottoposta al voto *vincolante* dell'assemblea ordinaria almeno ogni tre anni. La disposizione è perfettamente ricalcata dall'art. 9bis par. 5 della Seconda Direttiva azionisti, con l'unica differenza che quest'ultima previsione richiede il voto almeno ogni *quattro anni ovvero ogni volta che alla politica viene apportata una modifica*. Continuando sulla disciplina d'oltremarica, si prevede altresì che la violazione di siffatta disposizione (o di quelle ad essa strettamente collegate) comporta, tra l'altro, puntuali conseguenze: l'inefficacia dell'obbligo di pagamento eventualmente assunto dalla società ovvero, qualora il pagamento fosse già stato effettuato, l'attribuzione dello stesso alla società che ne verrà dichiarata beneficiaria, nonché il sorgere di responsabilità solidale tra gli amministratori che abbiano autorizzato il pagamento per il risarcimento dei danni causati alla società¹⁶⁹. Sebbene non così puntualmente, nello stesso senso si esprime anche l'art. art. 9bis par. 2 (seconda parte) della Direttiva, che condiziona l'elargizione della remunerazione all'approvazione della politica di remunerazione.

A margine della trattazione appena svolta, si richiama da ultimo un ulteriore atto legislativo che ne integri il quadro così tracciato: mi riferisco, nello specifico, alla Direttiva 2014/95/UE¹⁷⁰ (attuata in Italia con d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254). La norma, intitolata *Comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di imprese e gruppi di grandi dimensioni* assume una qualche rilevanza ai fini della presente ricerca in quanto allarga il campo di informazioni societarie soggette a *disclosure*. Invero si richiede la pubblicazione non solo delle informazioni relative ai flussi finanziari e all'andamento economico della società, ma anche delle notizie di carattere *non finanziario* (c.d. bilancio sociale), ossia la divulgazione di un'analisi del modello aziendale cui la società si ispira e che pure includa dati relativi ad esempio all'impatto ambientale della produzione, agli aspetti sociali, all'impegno assunto nella promozione e nel rispetto dei diritti umani, alle modalità di lotta alla

Lowenstein in *What's Wrong with Wall Street*, riassunta in *Columbia Law Review*, vol. 89, no. 8, 1989, pp. 1970–1972. JSTOR, www.jstor.org/stable/1122792 (ultimo accesso 29 gennaio 2021).

¹⁶⁹ Una puntuale trattazione è offerta da BRUNO, BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori*, cit.

¹⁷⁰ Il provvedimento è reperibile al link <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32014L0095> (ultimo accesso 29 gennaio 2021).

corruzione attiva e passiva avanzate dalla società e così via. L'ambito di applicazione della previsione è limitato alle sole grandi imprese e gruppi che abbiano oltre cinquecento dipendenti ma, malgrado ciò, essa contribuisce a delineare un nuovo volto per l'organo amministrativo: benché non si possa affermare che sia propriamente vincolato al perseguimento di obiettivi *altri* rispetto a quelli della società e dei suoi azionisti, il management, soggetto alle innovative previsioni della Direttiva, è tuttavia chiamato a vagliarli e dare atto, (e, magari, a tenerli a mente al momento dell'assunzione delle scelte di *business*).

Alla luce di tali considerazioni non sembra avventato affermare che, attraverso un percorso segnato dalla svolta della crisi del 2008, le istituzioni europee abbiano raggiunto un rinnovato approccio alla materia di *corporate governance*. Le vecchie teorie del passato, che molto hanno contribuito al dissesto finanziario, *sembrano*, nelle parole del legislatore europeo, ampiamente lontane, sostituite da una rinnovata propensione a sviluppare una visione d'insieme degli interessi che muovono l'operare della società e dei relativi *stakeholders*. La traduzione di questo afflato in interventi concreti è, però, un'altra storia. Nelle pagine che seguono si analizzerà più da vicino la novella del 2017 e si tenterà di scandagliarne le principali virtù e le rispettive debolezze, in vista di una complessiva valutazione dei risultati raggiunti. La chiave di lettura attraverso cui si è scelto di affrontare tale valutazione presenterà una duplice dimensione, permettendo di spaziare da una prospettiva più settoriale ad una più generale. In primo luogo, il capitolo quarto, avrà ad oggetto l'analisi delle disposizioni di carattere remunerativo introdotte dalla Direttiva, al fine di approfondirne il contenuto e vagliarne la portata innovatrice. A questo proposito, particolare rilevanza sarà attribuita all'impatto che tali misure possano avere nel trasformare le prassi operative finora in auge nelle grandi società per azioni. In particolare, a fronte della ricostruzione delle strategie d'innovazione prescelte dal legislatore europeo, offerta in queste pagine, si avrà riguardo a verificarne l'efficacia ai fini dell'incremento della durabilità della vita e delle prospettive di rendimento delle imprese, nonché l'adeguatezza per il raggiungimento di un punto di equilibrio tra gli obiettivi di crescita economica e i bisogni *altri*, ossia di resilienza ecologica e di equità sociale (concetti, questi, in cui si sostanzia la nozione di "sostenibilità d'impresa"). Successivamente, nel capitolo quinto, si volgerà lo sguardo alle modalità di attuazione interna della prescrizione eurounitaria, avvenuta essenzialmente per il tramite delle più recenti modifiche apportate alle disposizioni regolamentari di Consob e Borsa Italiana S.p.a. Ci si porrà altresì il problema se sia possibile un coordinamento tra i principi riformatori da cui esse traggono ispirazione e l'attuale formulazione del diritto positivo italiano in materia societaria. Infine, in linea di continuità con l'analisi fin qui condotta, nel capitolo sesto si procederà a verificare le modalità di esecuzione della disciplina sovranazionale, in uno con le misure applicative interne, volte ad assicurare il rispetto dei valori ivi veicolati e delle regole da essa imposte. Di talché, al vaglio delle sanzioni irrogabili nelle ipotesi di violazione, seguirà l'individuazione degli strumenti di reazione alle deliberazioni assembleari o consigliari illegittime.

4. Le novità introdotte dalla Seconda Direttiva azionisti in tema di remunerazione

Si vedano ora le principali novelle introdotte dalla Seconda Direttiva azionisti in punto di remunerazione. L'articolo 1 par. 3 della Direttiva prescrive la modifica della Prima Direttiva con l'aggiunta del Capo 1bis (*Identificazione degli azionisti, trasmissione delle informazioni e agevolazione dell'esercizio dei diritti di voto degli azionisti*) di cui rilevano, in questa sede, gli artt. 9bis (Diritto di voto sulla politica di remunerazione) e 9ter (Informazioni da fornire e diritto di voto sulla relazione sulla remunerazione). Esse, dunque, dettano disposizioni in materia di voto assembleare in merito a due documenti che assumono il nome di *politica di remunerazione e relazione sulla remunerazione*, disciplinandone i contenuti, le modalità e i tempi di predisposizione, l'organo demandato alla loro elaborazione, le conseguenze di un'eventuale modificazione, la frequenza e la natura del voto espresso dai soci in assemblea. Benché ad un primo sguardo possano apparire esclusivamente volte a prevedere e regolare il voto assembleare, a ben vedere, però, queste norme includono una pluralità di corollari che ne completano e ne perfezionano il contenuto: mi riferisco alle puntualizzazioni in tema di struttura remunerativa, di cui entrambi i documenti sono chiamati a dar conto; al ruolo assunto dal comitato sulla remunerazione nell'elaborazione dei documenti in parola; infine, agli adempimenti pubblicitari richiesti.

Nel prosieguo dell'esposizione, pertanto, si proverà a presentare ognuno di questi cinque aspetti singolarmente, vagliandone i punti di forza e quelli di debolezza, con una particolare attenzione all'idoneità rispetto al raggiungimento degli obiettivi che l'aggiornamento normativo si propone di perseguire¹⁷¹. Prima di passare all'approfondimento appena prospettato, bisogna avvertire che la materia presenta un intenso carattere circolare, tale per cui l'analisi che seguirà non potrà prescindere dal servirsi di richiami a quanto già evidenziato ovvero di rinvii alle successive considerazioni.

La politica di remunerazione trova la propria disciplina all'art. 9bis della Direttiva azionisti, di recente introduzione. Con questa espressione il legislatore europeo ha voluto indicare un documento elaborato dalle società con azioni quotate, segnatamente, afferma il Considerando n. 28, "dagli organismi competenti" in seno ad essa. Quanto alla frequenza con cui tale politica debba essere elaborata, la disciplina è abbastanza reticente, prescrivendone solamente la sottoposizione ad approvazione assembleare *almeno ogni quattro anni* ovvero *ogni volta che alla stessa viene apportata una modifica rilevante*¹⁷². Di talché ne deriverebbe una predisposizione con cadenza almeno quadriennale. Peraltro, sul punto, si registra l'intervento dell'art. 123ter del t.u.f., così come modificato dal decreto legislativo 10 maggio 2019, n. 49, proprio in attuazione della Direttiva 2017/828/UE. La disposizione in parola, infatti, ne precisa la predisposizione almeno ventuno giorni prima della data di riunione dell'assemblea ordinaria, mettendola a disposizione del pubblico, insieme alla relazione sulla

¹⁷¹ Per una più compiuta disamina delle finalità perseguite dagli interventi europei si veda quanto già rilevato nel precedente capitolo.

¹⁷² Cfr. art. 9bis par. 5 della Direttiva (aggiornata).

remunerazione (qui denominata *relazione sui compensi corrisposti*), tramite pubblicazione sul sito Internet della società ovvero altre modalità indicate dalla Consob con regolamento¹⁷³. Dunque, stante la cadenza almeno annuale del *general meeting* assembleare, con altrettanta frequenza sarà elaborata la politica di remunerazione.

Maggiormente prolissa è invece la Direttiva nell'indicazione dei contenuti richiesti, dedicandovi, per vero, l'intero sesto comma dell'art. 9bis, nonché svariati richiami tra i Considerando. La politica di remunerazione deve presentare quantomeno i seguenti contenuti:

- a) Illustrare il modo in cui contribuisce alla strategia aziendale, agli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società;
- b) Indicare dettagliatamente le varie componenti della remunerazione fissa e variabile, "compresi tutti i bonus e gli altri benefici in qualsiasi forma, che possono essere riconosciute agli amministratori e ne indica la proporzione relativa";
- c) Spiegare come è stato tenuto conto del compenso e delle condizioni di lavoro dei dipendenti della società nella determinazione della politica stessa.

Si tratta, come evincibile già da questa breve indicazione contenutistica, di uno strumento attraverso il quale il legislatore europeo intende in un certo senso *internalizzare* nelle singole imprese i principi di sostenibilità sociale ispiratori del diritto societario armonizzato nella sua versione più aggiornata, alla luce del tracollo economico-finanziario del 2008. Pertanto, la politica remunerativa congegnata dalla novella si dovrà mostrare più consapevole della propria influenza per il conseguimento di tali obiettivi, e, quindi, massimamente attenta a realizzare quanto necessario per raggiungerli. Continuando sul contenuto, ulteriore attenzione è riservata all'eventualità (in verità assai frequente nella prassi) che la remunerazione si componga di una parte variabile, anche attraverso l'attribuzione di azioni. Infatti, in queste ipotesi, la politica di remunerazione dovrà altresì indicare i criteri per il riconoscimento della remunerazione variabile, di cui si prevede che siano chiari, esaustivi e differenziati nonché legati a risultati finanziari e non finanziari, "*anche tenendo conto dei criteri relativi alla responsabilità sociale d'impresa*"¹⁷⁴. In relazione ai suddetti criteri la politica è tenuta altresì ad indicare le modalità attraverso cui

¹⁷³ Cfr. art. 123ter co. 1 del t.u.f.

¹⁷⁴ Con l'espressione Responsabilità Sociale d'Impresa (o, in inglese, *Corporate Social Responsibility - CSR*) s'intende comunemente riferirsi alle conseguenze sociali prodotte dall'attività d'impresa. Infatti, secondo i sostenitori di questa concezione, le società dovrebbero essere chiamate a confrontarsi con gli effetti che l'attività d'impresa cagiona su una pluralità di *stakeholders*, influenzando ad esempio la qualità della vita, nonché le scelte economiche e politiche nella società. Un importante contributo nella spiegazione e individuazione dei CSR è offerto da DEVA PRASAD M, *Companies Act, 2013: Incorporating Stakeholder Theory Approach into the Indian Corporate Law*, cit. Ivi l'autore sottolinea la consonanza di tali principi con quelli che ispirano la c.d. *stakeholder theory*, dal momento che sono entrambi approcci alla *governance* societaria volti a garantire una prospettiva olistica attraverso il funzionamento della società. Interessante è, infine, la distinzione offerta tra CSR "impliciti" ed "espliciti": i primi sono fissati da norme e regolamenti, ossia dalla cornice politica e legale all'interno della quale l'impresa opera; i secondi, invece, sono quelli fatti propri dalla singola impresa.

essi contribuiscono al soddisfacimento degli obiettivi di successo a lungo termine della società e i metodi da applicare per determinare la misura in cui i criteri sono soddisfatti; una spiegazione non dissimile è richiesta nel caso di remunerazione basata su azioni. Quanto alle modalità di corresponsione della remunerazione variabile, la politica precisa le informazioni su eventuali periodi di differimento e sulla possibilità per la società di richiederne la restituzione (c.d. clausole di *clawback*). Infine, la politica contiene una serie di indicazioni relative alla contrattazione: la durata, il periodo di preavviso applicabile, le caratteristiche dei regimi pensionistici concordati, le condizioni di cessazione della carica e i pagamenti ad essa connessi.

Dal punto di vista formale, la politica dev'essere chiara e comprensibile e, quando previsto, anche dettagliata. La politica deve riportare puntualmente l'iter decisionale seguito per la sua elaborazione e i soggetti coinvolti, nonché, se del caso, le modifiche apportate e la loro giustificazione rispetto al raggiungimento degli obiettivi di cui sopra.

Se dunque la politica di remunerazione, così come appena delineata, si presenta come atto *programmatico* sul *complesso* delle retribuzioni attribuite al management, di diversa natura è invece la relazione sulla remunerazione di cui al successivo art. 9ter. Questo diverso documento, infatti, si propone di offrire informazioni sui compensi attribuiti *individualmente* agli amministratori e in un'ottica *retrospettiva*, ossia relativa all'ultimo esercizio sociale. Qui, dunque, non solo muta l'analiticità dei dati richiesti, ma altresì il punto di vista con cui tali dati vengono elaborati, affinché ne sia possibile una valutazione a posteriori. Questa seconda attestazione, lungi dall'essere giudicata accessoria e tardiva, va piuttosto considerata in tutta la sua rilevanza, poiché permette in primis di valutare l'adeguatezza della politica remunerativa adottata alle specifiche esigenze e caratteristiche dell'impresa, e, di conseguenza, se non si fosse dimostrata vincente, di calibrarla al meglio per l'esercizio avvenire.

Passando ad esaminarne gli aspetti tecnici, similmente alla precedente, anche la relazione sulla remunerazione è elaborata dalla società con cadenza annuale e in forma chiara e comprensibile. Ciò che maggiormente rileva e che la contraddistingue è senz'altro il contenuto, il quale comprende:

- a) L'indicazione della remunerazione di ciascun amministratore, sia complessivamente sia suddivisa per ciascuna componente, con la specifica indicazione del rapporto tra componente fissa e variabile e la sua conformità alla politica di remunerazione adottata;
- b) La variazione annuale della remunerazione degli amministratori, i risultati della società e il salario medio dei dipendenti negli ultimi cinque esercizi;
- c) Le ulteriori remunerazioni che gli amministratori (individualmente) abbiano ottenuto da società appartenenti allo stesso gruppo;
- d) Il numero di azioni e di *stock options* individualmente attribuite e le relative principali condizioni di esercizio;
- e) Le informazioni concernenti la (eventuale) previsione e attuazione delle clausole di *clawback*;
- f) L'indicazione puntuale di qualsiasi deviazione rispetto alla procedura di attuazione della politica di remunerazione (in questa contenuta);

- g) La spiegazione delle modalità con cui la società ha tenuto in considerazione la votazione dell'assemblea generale relativa alla relazione del precedente esercizio.

Stante la natura personale dei dati riportati nella relazione sulla remunerazione, il legislatore europeo si occupa di svolgere alcune puntualizzazioni in merito al trattamento dei dati personali ivi contenuti. Segnatamente, esclude che nel documento vengano inclusi alcuni dati personali particolarmente sensibili, quali ad esempio quelli che rivelino l'origine razziale, etnica, le opinioni politiche, le convenzioni religiose o filosofiche, l'appartenenza sindacale, i dati genetici, biometrici o relativi alla salute o all'orientamento sessuale, nonché i dati relativi alla situazione familiare dei singoli amministratori (par. 2). Stabilisce poi che il trattamento delle informazioni contenute nella relazione sia finalizzato unicamente ad aumentare la trasparenza della società in materia retributiva, in vista del rafforzamento della responsabilità degli amministratori, per un verso, e della sorveglianza degli azionisti, per l'altro verso. Pertanto ne ammette l'accesso al pubblico per un termine massimo di dieci anni, salva diversa previsione legislativa nazionale (par. 3).

Si precisa altresì che anche la relazione, così come la politica, include nella nozione di remunerazione tutti i benefici in qualsiasi forma riconosciuti o attribuiti ai singoli amministratori nell'esercizio di riferimento ed include i dati relativi ai compensi degli amministratori in carica, di quelli recentemente assunti e degli ex amministratori.

Come già accennato, gli artt. 9bis e ter della Direttiva novellata hanno trovato una sostanziale trascrizione all'art. 123ter del t.u.f., attraverso cui il legislatore italiano ha provveduto all'implementazione interna delle prescrizioni sovranazionali. Il decreto attuativo ha quindi modificato la disposizione del testo unico, che ad oggi parla di *relazione sulla politica di remunerazione e sui compensi corrisposti*. Siffatta relazione si compone a sua volta di due sezioni: la prima, che ricalca quella che la direttiva chiama *politica di remunerazione*, è prevista al terzo comma, mentre la seconda, che invece ricalca la *relazione sulla remunerazione*, trova compiuta disciplina al quarto comma. La disposizione italiana però non si arresta a questo semplice mutamento di denominazione, ma altresì:

- a) Fissa la competenza per la predisposizione e l'approvazione della relazione in capo al consiglio di amministrazione (co. 2);
- b) Estende l'obbligo di descrivere la politica di remunerazione anche con riferimento ai componenti degli organi di controllo, ferma la disciplina di cui all'art. 2402 c.c. (co. 3)
- c) Precisa la natura vincolante del voto assembleare sulla prima sezione della relazione (co. 3-bis) e la natura consultiva per quanto concerne la seconda sezione (co. 6);
- d) Rimette all'adozione di un regolamento Consob la specificazione delle informazioni da includere rispettivamente nella prima e nella seconda sezione, eventualmente differenziando il livello di dettaglio delle informazioni in funzione della dimensione della società (co. 7 e 8);

- e) Sottopone a verifica del revisore legale l'avvenuta predisposizione della seconda sezione della relazione (co. 8-bis);
- f) Fa salve le disposizioni in materia di remunerazioni di cui alla disciplina di settore (co.8-ter).

4.1 Say-on-pay: voto vincolante sulla politica di remunerazione (ovvero 1° sez.)

La Direttiva azionisti, nella sua versione aggiornata al 2017, ha suscitato l'interesse dei più principalmente per essere intervenuta a rafforzare la *voice* degli azionisti riuniti in assemblea, garantendone il diritto di esprimere un voto *vincolante* in merito alla politica di remunerazione predisposta dall'organo amministrativo, con frequenza almeno quadriennale.

La disciplina del *say-on-pay*, invero, ha incontrato il favore di molti, primariamente perché essa si cala perfettamente all'interno di quel filone di intervento europeo inaugurato già con il Piano d'azione del 2003 e successivamente rafforzato in risposta alle nuove esigenze regolative emerse dalla crisi finanziaria del 2008. Quand'anche si adotti una prospettiva interna all'ordinamento nostrano, infatti, l'intervento in parola costituisce un'ulteriore conferma dell'idea di fondo da cui prende le mosse il nostro codice civile che, nel dettare la disciplina in materia di determinazione dei compensi degli amministratori, pone grande accento sulla predisposizione di meccanismi di *governance* volti ad evitare il conflitto di interessi tra soggetti incaricati di assumere le scelte remunerative e i loro beneficiari. Ne è riprova l'individuazione dell'assemblea quale organo cui tali scelte sono rimesse (artt. 2364 e 2389 c.c.).

Questo accresciuto potere che l'intervento europeo riconosce ai soci riuniti in assemblea si declina peraltro in due diversi modi: l'uno più legato ad una visione tradizionale dell'organo assembleare, l'altro, invece, ad una concezione maggiormente progressista. Secondo alcuni, infatti, l'introduzione del diritto di voto *vincolante* in punto di politiche retributive non potrebbe che dar prova di un confermato e rafforzato ruolo della collettività degli azionisti, quale difensore di ultima istanza rispetto a questioni di *governance* particolarmente sensibili, in ragione dell'influenza che esse esercitano sul comportamento del *management* e, quindi, sui risultati di *performance* societaria. Lungi dal voler dare il la a ripensamenti della natura del rapporto soci-amministratori (di cui si è già detto nel Capitolo d'apertura), il rafforzamento del potere assembleare va giustificato in altro modo: alto sarebbe in queste materie, come si diceva, il rischio di incorrere in situazioni di conflittualità da parte degli stessi amministratori, vista non soltanto la posta in gioco ma anche l'elevato potere contrattuale di cui essi godono¹⁷⁵. Altri, invece, hanno scorto nell'intervento in parola una diversa ripercussione sull'organo assembleare. Secondo questa visione ne risulterebbe accresciuto non tanto il potere *collettivo* di monitoraggio e reazione alle eventuali derive egoistiche del *management*, quanto piuttosto, per così dire, un attivismo

¹⁷⁵ Sul punto si veda SCIUTO, *Il ruolo dell'assemblea dei soci nel tipo s.p.a., cit.* che sottolinea l'eccezionalità della posizione assunta dall'organo assembleare in questa materia, limitata alle sole "questioni rispetto alle quali la stessa posizione degli amministratori potrebbe perdere quel ruolo di imparzialità che ne giustifica altrimenti l'autonomia dal potere decisionale assembleare".

individuale “di risposta” alle scelte remunerative già assunte dall’organo amministrativo. In quest’ottica, dunque, il singolo socio investitore, grazie alle informazioni contenute nella documentazione predisposta e messa a disposizione dei gestori, sarebbe posto, nella condizione di poter più agevolmente compiere le proprie valutazioni in merito al mantenimento delle azioni possedute, all’acquisto di nuove ovvero al disinvestimento. Benché non perfettamente in linea con la ratio che aveva guidato il legislatore europeo nell’emanazione della Prima Direttiva azionisti, anche questa diversa interpretazione del *say-on-pay* ne implicherebbe comunque una valorizzazione, come misura capace di fornire agli investitori idonei strumenti per bilanciare gli intenti gestori con le esigenze di un mercato concorrenziale¹⁷⁶.

Ulteriore riflesso dell’odierno rafforzamento del ruolo assembleare è la circostanza per cui l’assemblea dei soci, nell’esteriorizzazione della propria posizione relativamente alle politiche retributive proposte dall’organo amministrativo, possa garantire non solo il riallineamento degli interessi del management (semmai divergenti) ai propri, ma anche il perseguimento di obiettivi *ulteriori*. Segnatamente, obiettivi di *performance* a lungo-termine e di stabilità finanziaria. In tal modo ne risulterebbero beneficiati non solo gli stessi soci, che vedrebbero aumentare il rendimento dei titoli in loro possesso, ma (indirettamente) anche tutti gli altri soggetti (depositanti, creditori, contribuenti) variamente toccati dalle scelte gestorie e dalla conseguente *performance* societaria, scongiurando il prospettarsi di futuri rischi per la tenuta del sistema finanziario.

Se, come si è appena visto, abbondanti e autorevoli parole sono state spese per elogiare la convenienza dell’intervento europeo in esame, altrettante, se non di più, ne hanno invece messo in luce gli aspetti meno felici. Queste ultime trovano origine, perlopiù, nell’adozione da parte di certi autori di un punto di vista non limitato alla mera valutazione del contenuto prescrittivo delle norme della Direttiva, ma, piuttosto, esteso anche ad un esame della loro concretezza e portata pratica.

Un valido punto di partenza sta, a mio avviso, nella lettura e nell’analisi dei dati sulla *corporate governance* nelle società quotate elaborati da Consob. Si è scelto, in questa sede, il report predisposto nel 2018¹⁷⁷ sia per l’attualità dei dati riportati sia perché, ne offre un’utilissima comparazione con quelli raccolti nel quinquennio precedente, permettendo così di adottare una prospettiva diacronica che faccia cogliere immediatamente i profili e di continuità e di novità. Peraltro, si intende sin da subito precisare che l’analisi qui proposta si limiterà a prendere in considerazione la sola sezione del report relativa alla partecipazione degli

¹⁷⁶ Cfr. CHIAPPETTA, *Diritto del governo societario*, Padova, 2020, pp. 119-126. L’autore, *pro futuro*, assegna all’assemblea un nuova posizione quale “luogo in cui il management illustra le strategie e i programmi dell’impresa, spiega la logica delle operazioni price sensitive di cui si è avuta frammentaria notizia nel corso dell’esercizio; espone i risultati e le valutazioni reddituali dell’impresa stessa nonché i flussi finanziari che la caratterizzano”.

¹⁷⁷ Il documento è liberamente consultabile al link: <https://www.consob.it/documents/46180/46181/rcg2018.pdf/549286f4-907e-427c-9fdf-926386140479> (ultimo accesso 5 febbraio 2021).

azionisti alle assemblee e ai risultati del voto sulla politica di remunerazione presentata dal *board*, tralasciando, invece, le restanti parti.

Svolte queste precisazioni, si passi all'analisi di quanto emerge dal documento in parola. Per prima cosa, si evidenzia un registrato aumento della partecipazione degli *investitori istituzionali* alle assemblee, a fronte, però, di una flessione della partecipazione al capitale degli investitori istituzionali italiani e di un leggero aumento di quelli stranieri; aumentato risulta altresì il peso del voto da questi espresso sulle politiche di remunerazione. Di talché ne deriva una ridotta partecipazione assembleare degli *azionisti non istituzionali* ed anche un minor peso in termini di voto. Se dunque l'intento principale del legislatore europeo nell'introduzione di uno strumento di *voice* così congegnato era quello di stimolare l'attivismo azionario, e si fondava sul presupposto che il dinamismo dei soci potesse rappresentare un appianamento delle asimmetrie causate dall'*agency problem*, sin da subito se ne potrebbe dubitare della riuscita.

Invero, siffatto presupposto è tanto assiomatico quanto privo di un riscontro fattuale, dal momento che numerosi studi in materia di *governance* societaria non hanno fatto mistero della frequenza con cui gli interessi perseguiti da talune categorie di azionisti, anziché porsi in opposizione alle speculazioni condotte dagli amministratori, ne condividono piuttosto l'intento. Primi tra tutti, gli investitori istituzionali. Autorevoli voci¹⁷⁸, infatti, hanno contribuito a mettere in luce come tali soggetti preferiscano promuovere profitti a breve termine derivanti dallo scambio di azioni di borsa, invece che optare per l'attivazione da parte della società di strategie di lungo periodo. La diversificazione dei rischi degli investimenti e la salvaguardia del valore azionario per la propria clientela costituiscono, infatti, finalità sconosciute agli azionisti "piccoli" e che contribuiscono, se non ad allineare gli interessi dei gestori di fondi con quelli del management, quantomeno a non ostacolarli. Si dimostra in tal modo come l'intervento del legislatore europeo si fondi su una convinzione piuttosto instabile, tanto più se si considera la scarsissima propensione di suddette categorie azionarie a "rinunciare", in sede assembleare, alla distribuzione degli utili così prodotti per destinarli invece a più duraturi investimenti.

Né tali considerazioni possono dirsi smentite da un constatato aumento del dissenso tra gli investitori in parola in occasione del voto sulla politica di remunerazione nell'anno 2017. In effetti, se comparato con i dati relativi all'anno 2012, suddetto aumento viene a ridursi ad una semplice riconferma di quei più antichi livelli, dopo una riduzione nel periodo 2013-2016. Si vedrà a breve, a fronte dell'attuazione della novella del 2017 negli Stati membri, se la novità del voto vincolante abbia o meno comportato un cambio di passo sul punto.

Da ultimo, si consideri l'opinione di chi, nell'evidenziare la scarsa propensione degli investitori istituzionali ad attivarsi nel limitare i compensi degli amministratori, ha giustamente ricordato che essi stessi svolgono la funzione amministrativa nelle società di investimento per cui operano, quindi frequente è

¹⁷⁸ Così GLIOZZI, *Lo short-termism e la Direttiva n. 828 UE del 2017*, cit. che ne dà prova rilevando il ridotto scarto temporale tra acquisto e rivendita di azioni, passato da una media di quattro anni ad una, più recente, di ventidue secondi. Nella stessa direzione AHERN, *The Mythical Value of Voice and Stewardship in the EU Directive on Long-term Shareholder Engagement*, cit.

la prassi di addivenire ad un tacito accordo tra colleghi e mantenere alta la misura dei compensi¹⁷⁹.

Se questo è quanto i dati riportano relativamente al ruolo degli investitori istituzionali, in cui la Direttiva ha dimostrato ampia (e, forse, ingiustificata) fiducia, si passi ora a considerare quale possa essere, invece, l'impatto del rafforzamento del potere di *voice* dei soci con riferimento ai "piccoli" azionisti. A tal proposito si sono registrate in dottrina due principali notazioni critiche, l'una concernente la partecipazione alla votazione e l'altra relativa alla direzione del voto stesso.

Sotto il primo profilo, infatti, si è diffusamente richiamata l'attenzione sul pericolo, quantomai concreto, di astensionismo al voto da parte dei soci di minoranza. Il fenomeno così concordemente segnalato è stato tuttavia in dottrina variamente giustificato e, a mio parere, ognuna delle annotazioni sollevate merita di essere presa in considerazione e singolarmente approfondita. Poiché infatti ampia è la diversità tra le società quotate, sotto numerosi profili, altrettanto plurimi e variegati saranno i fattori che contribuiscono al fenomeno in parola. Una prima causa è costituita dal disinteresse cui possono andare incontro i piccoli azionisti¹⁸⁰, specie in quelle società caratterizzate da un assetto proprietario concentrato. In queste ipotesi, infatti, la presenza di una maggioranza forte, concentrata nelle mani di un unico azionista o consacrata pattiziamente, inibisce fortemente la minoranza ad intervenire nelle questioni sociali attraverso l'esercizio del voto in assemblea. L'influenza degli assetti proprietari sulla buona riuscita della più recente modifica alla Direttiva è messa altresì in luce da chi, a buon diritto, ha sostenuto che in taluni ordinamenti nazionali, come il nostro, alla già congenita concentrazione del controllo azionario si aggiungono ulteriori incentivi, rappresentati ad esempio dalle azioni a voto maggiorato¹⁸¹. Questo atteggiamento, a sua volta, potrebbe costituire evidenza di altre, più profonde, ragioni. Si pensi, tra le altre, alla già menzionata *apatia razionale* fondata sullo scarto costi-benefici cui andrebbe incontro il socio per il suo eventuale attivismo¹⁸²; oppure, in società la cui *performance* si dimostri essere ottimale, ci si chiede per quale motivo gli azionisti dovrebbero preoccuparsi delle questioni remunerative a fronte di amministratori capaci di operare scelte fortemente redditizie¹⁸³. Altre volte, invece, può accadere che l'astensionismo sia manifestazione di una ben precisa posizione, e, quindi, si faccia mezzo di comunicazione di un chiaro messaggio di disagio riportato dai soci di minoranza. Un messaggio che, se così inteso, si qualificherebbe per una forza addirittura superiore all'espressione di un parere sfavorevole, ma che tuttavia non trova collocazione nelle ristrette maglie di un sistema di voto "binario" che, alla richiesta di approvazione, ammette il solo sì o il solo no¹⁸⁴.

¹⁷⁹ Sul punto si veda GLIOZZI, *Gli alti compensi dei top managers*, cit.

¹⁸⁰ Cfr. GHEYOH NDZI, *Executive remuneration*, cit.

¹⁸¹ Così CIAN, *Diritti degli azionisti ed efficienza organizzativa*, cit.

¹⁸² Sul punto si veda meglio DE SANTIS, *Remunerazione degli amministratori e governance delle società per azioni*, cit. (nt. 55).

¹⁸³ Cfr. GHEYOH NDZI, *Executive remuneration*, cit.

¹⁸⁴ Cfr. AHERN, *The Mythical Value of Voice and Stewardship in the EU Directive on Long-term Shareholder Engagement*, cit.

Quanto al secondo profilo, poi, si è evidenziato che, quando un voto è espresso, sorge ugualmente il pericolo di una tendenza al voto positivo. Anche in questo caso, a determinarla potrebbero concorrere diverse cause. In primo luogo, lo si è già detto, quando la *performance* societaria si dimostra profittevole, esiguo sarebbe l'interesse del piccolo azionariato, beneficiario in sede di distribuzione degli utili, a voler dissentire in merito a politiche remunerative quand'anche largheggianti ma, in fin dei conti, giustificate da scelte gestorie efficienti. Vi sarebbe, inoltre, il timore che l'espressione di un voto contrario sulla politica di remunerazione, piuttosto che limitarsi a incentivare la redditività di lungo periodo, produca effetti inversi nel breve periodo, riducendo il valore di mercato della società¹⁸⁵. Tale aspetto, peraltro, si lega saldamente al problema dei *bias* informativi di cui gli azionisti sono tipicamente vittime. Nella maggioranza dei casi, infatti, la grande massa di investitori si compone di individui privi di alcuna competenza in materia societaria, tantomeno dotati di capacità e/o del tempo necessario per comprendere le informazioni le vengono loro fornite dall'organo di amministrazione. Sicché la capacità di monitoraggio delle politiche remunerative viene ad esserne notevolmente ridotta, se non del tutto azzerata. Sempre che, tra l'altro, si confidi nella correttezza delle informazioni messe a disposizione dal *board*. Senza voler cadere in teorie cospirazioniste, si vuole qui semplicemente mettere in evidenza la frequenza e la facilità con cui gli amministratori possano "inquinare" suddette informazioni, se non proprio stravolgendole quantomeno presentandole nel modo ad essi più favorevole, assicurandosi per tale via una sicura approvazione¹⁸⁶. Ecco quindi che, carenza di interesse da una parte e scarsità e opacità delle informazioni dall'altra, contribuiscono a minare quella premessa su cui l'intera disposizione in esame si fonda: l'efficienza dell'espressione della volontà assembleare¹⁸⁷. Che gli azionisti di minoranza siano individui dotati di razionalità e posti (formalmente) nelle condizioni di poter esercitare una prerogativa cruciale per una durevole tenuta della società, quale appunto il controllo sulle politiche di remunerazione del *management*, non è dubbio, ma ciò *non implica di per sé* che essi, *de facto*, se ne avvalgano¹⁸⁸, né la previsione di un voto sulla politica di remunerazione costituisce fonte sicura di un collegamento tra compensi e la *performance*¹⁸⁹.

Tra le critiche che sono state mosse alla misura del *say-on-pay*, particolare attenzione meritano quelle che ne hanno messo in dubbio l'utilità. In particolare, esse sostengono che il legislatore europeo abbia inteso perseguire un risultato (non solo possibile ma anche auspicabile) servendosi tuttavia di strumenti alquanto obsoleti, sulla convinzione che l'influenza degli azionisti debba inevitabilmente passare attraverso l'assemblea e il voto. Certo, a ciò si potrebbe verosimilmente obiettare che la partecipazione assembleare, di natura collettiva, è cosa diversa dall'attivismo azionario, di natura individuale: tuttavia, a ben

¹⁸⁵ Cfr. GHEYOH NDZI, *Executive remuneration*, cit.

¹⁸⁶ *Ibidem*.

¹⁸⁷ Si veda CIAN, *Diritti degli azionisti ed efficienza organizzativa*, cit.

¹⁸⁸ Emblematico è, a tal proposito, il titolo scelto da AHERN, *The Mythical Value of Voice and Stewardship in the EU Directive on Long-term Shareholder Engagement*, cit.: "Rights di not an engaged shareholder make".

¹⁸⁹ Cfr. AHERN, *The Mythical Value of Voice and Stewardship in the EU Directive on Long-term Shareholder Engagement*, cit.

vedere, la prima non rappresenta altro che un modo di esplicazione del secondo, tale per cui essi si pongono in un rapporto di genere a specie. Insomma, l'espressione del voto in assemblea è la via per così dire *istituzionale* per l'esercizio dell'influenza dei soci, ma ciò non toglie che ve ne siano altre, più *informali* ma ugualmente plausibili¹⁹⁰. Tra di esse si annovera principalmente l'abitudine di svolgere comunicazioni riservate ai soli membri dell'organo amministrativo, singolarmente da parte di un socio che detenga una buona fetta di capitale ovvero in gruppo, bypassando il contesto assembleare e beneficiando così di un minor dispendio di tempo e di formalità. Ugualmente frequente è il dialogo pubblico, da compiersi tramite mass media ovvero, in generale, per mezzo di tecnologie informatiche¹⁹¹. A ciò si aggiunga la circostanza per cui, nelle società a maggioranza concentrata, persino tali strumenti d'influenza sarebbero superflui, essendo quest'ultima potremmo dire *intrinseca* nel maggior peso di cui godono gli azionisti, da cui il naturale allineamento di interessi della maggioranza proprietaria con quelli dei gestori da essa nominati. Nelle ipotesi appena citate, pertanto, i dati relativi alla partecipazione assembleare e al voto sulle politiche di remunerazione potrebbero rivelarsi fuorvianti: i *board* proporrebbero o attuerebbero in prima persona le modifiche auspiccate dagli azionisti, senza essere sollecitati nelle sedi istituzionali a ciò rivolte¹⁹².

Altrettanto negativamente è da valutarsi la frequenza minima con cui il legislatore europeo ha prescritto l'approvazione assembleare sulla politica di remunerazione: lo si ricorderà, qualora ne venga apportata una modifica rilevante e, in ogni caso, almeno ogni quattro anni. Sul punto sorgono almeno due le riflessioni. La prima attiene all'indeterminatezza dell'espressione "modifica rilevante": la direttiva, infatti, non si preoccupa di definirla, nemmeno nei suoi tratti essenziali, lasciandone facoltà agli Stati membri. Ci si potrebbe chiedere allora se si tratti di una scelta felice, considerate le conseguenze che una siffatta eventualità comporterebbe in termini di attivazione di un laborioso meccanismo assembleare ma anche di esercizio di una prerogativa essenziale al monitoraggio del *board* per le scelte gestorie più delicate. Tanto più che non sempre l'attuazione interna ne abbia migliorato la portata: il legislatore italiano, ad esempio, se da una parte (e opportunamente) riduce la cadenza minima del voto a tre anni, dall'altra si limita ad eliminare il riferimento alla "rilevanza" delle modifiche cui debba seguire la nuova approvazione assembleare, senza però offrire alcun chiarimento sulla loro nozione¹⁹³. Di talché, se vi si facessero rientrare anche modifiche marginali e meramente formali, si potrebbe addirittura produrre un opposto effetto di ipertrofia di intervento dell'organo assembleare. A

¹⁹⁰ Cfr. GUACCERO, *L'attivismo azionario: verso una riscoperta del ruolo dell'assemblea (?)*, cit.

¹⁹¹ Sul punto, la dottrina ha svolto considerevoli riflessioni, sia anticipando l'impatto del progresso informatico sullo svolgimento delle assemblee e sull'organizzazione societaria sia, più in generale, evidenziando l'evoluzione delle dinamiche societarie in rapporto all'egemonia assunta negli ultimi decenni dall'internet e dai social networks (si veda CAMPOBASSO, *Il futuro delle società di capitali*, in *Banca Borsa Titoli di credito*, 2019, p. 138 ss.).

¹⁹² GUACCERO, *L'attivismo azionario: verso una riscoperta del ruolo dell'assemblea (?)*, cit. riporta l'esempio del proattivismo delle società statunitensi ad adottare politiche di generosa distribuzione di risorse agli azionisti sotto forma di dividendi o di riacquisto di azioni.

¹⁹³ Cfr. art. 123ter t.u.f.

ciò si aggiunga, in secondo luogo, il sospetto che una frequenza al più tardi quadriennale (triennale, in Italia) potrebbe risultare comunque troppo scarsa rispetto al perseguito obiettivo di rafforzamento della funzione di controllo assegnata all'assemblea ed anche poco dinamica rispetto alle mutevoli esigenze del mercato e dell'impresa. Certo, ai soci resterebbero i tradizionali strumenti di impulso dell'intervento del *board* ma, considerata l'ampia disparità di poteri tra i due organi, sarebbe risultato a mio avviso più conveniente stabilire *di default* e a livello sovranazionale un'approvazione annuale.

Alle considerazioni appena svolte si ricollega un ulteriore rilievo critico sulla coerenza dell'innovata misura del *say-on-pay*: mi riferisco, precisamente, all'ampio spettro di ipotesi derogatorie contemplate dalla Direttiva rispetto alla vincolatività del voto assembleare sulla politica. Invero, il quarto comma dell'art. 9bis attribuisce agli Stati membri la possibilità di derogare alla politica di remunerazione, ancorandone in ogni caso l'esercizio al rispetto di taluni requisiti: prima di tutto, il prodursi di circostanze eccezionali, definite dallo stesso legislatore come "*situazioni in cui la deroga alla politica di remunerazione è necessaria ai fini degli interessi a lungo termine e della sostenibilità della società nel suo complesso o per assicurarne la capacità di stare sul mercato*"; poi, la temporaneità della deroga; infine, la presenza di previsioni, nella stessa politica, che dettino le condizioni procedurali per l'applicazione della deroga e gli specifici elementi della politica su cui tale deroga è ammessa. Ferma restando l'importanza di siffatte condizioni, il profilo in esame potrebbe comunque rendersi foriero di futuri abusi nella prassi, per cui si invita a riservarne la massima attenzione.

Non mi sento invece di condividere le censure di chi rimprovera alla normativa in parola di lasciare eccessivo spazio agli Stati membri nella definizione delle conseguenze in caso di mancata approvazione della politica di remunerazione¹⁹⁴. Ritengo infatti che la previsione di cui al par. 2 dell'art. 9bis sia abbastanza puntuale, specialmente se la si legge in correlazione con le altre disposizioni contenute nella direttiva. Invero, essa distingue due diverse ipotesi, prevedendo che:

- a) qualora non sia ancora stata approvata *alcuna* politica di remunerazione e l'assemblea non approvi la politica proposta, la società possa continuare a remunerare gli amministratori in conformità alle prassi vigenti e provvedere a modificare la politica, sottoponendola poi ad approvazione nella successiva assemblea generale;
- b) qualora sia *già* stata approvata una politica di remunerazione e l'assemblea non approvi la nuova politica proposta, la società possa continuare a remunerare gli amministratori in conformità alla politica vigente e, anche in questo caso, provvedere a modificare la politica e sottoporla ad approvazione nella successiva assemblea generale.

Si tralasci quest'ultima ipotesi, generalmente considerata condivisibile, dal momento che il *board* rimarrebbe comunque vincolato al rispetto della politica

¹⁹⁴ La critica è mossa da AHERN, *The Mythical Value of Voice and Stewardship in the EU Directive on Long-term Shareholder Engagement*, cit.

approvata dai soci, sebbene in tempi più risalenti. Quanto, invece, alla prima eventualità, sebbene mi trovi d'accordo nel ritenerla maggiormente pericolosa rispetto al verificarsi di pratiche opportunistiche del *management* a scapito degli interessi sociali, d'altra parte non credo che essa rappresenti un vizio eccessivamente allarmante. La presenza, a livello nazionale e sovranazionale, di codici di autodisciplina, di regolamenti contenti le *best practices* anche in materia retributiva nonché la natura concorrenziale del mercato capitalistico offrono, a mio avviso, sufficienti ripari dalle suesposte derive, sempreché – si badi – l'impasse abbia natura *passaggera* e non si incorra in situazioni di *cronica* patologia.

Da ultimo, un'annotazione di più ampio respiro. Si è più volte sottolineato come il meccanismo del voto assembleare sulle politiche di remunerazione contribuisce primariamente, insieme con gli altri strumenti predisposti dal legislatore europeo, al rafforzamento del rapporto tra azionariato e management, tanto più che, con la novella, ha assunto natura vincolante. Se per un verso ciò ne produce un più corretto allineamento di interessi, per altro verso comporta un ulteriore indebolimento del potere di *voce* di altri soggetti, non titolari di azioni, altrettanto interessati e influenzati dalla gestione societaria. In piena difformità con quanto declamato nelle notazioni d'apertura nonché con gli obiettivi di fondo da cui prende le mosse la novella, infatti, la Direttiva non contiene alcun riferimento ad altri *stakeholders* né, tantomeno, si preoccupa di attribuirne strumenti di intervento in merito alle linee-guida predisposte dal Cda per la determinazione del compenso degli amministratori. Un'occasione sprecata, quindi, non solo per apportare un sostanziale cambiamento di rotta alla tradizionale *shareholder primacy theory*, ma anche per assicurare, più realisticamente, il successo a lungo termine della società¹⁹⁵.

4.2 Resoconto annuale: voto consultivo sulla relazione sulla remunerazione (ovvero 2° sez.)

Al voto vincolante sulla politica di remunerazione, la novellata Direttiva azionisti ha accompagnato l'introduzione di un voto di natura consultiva sul secondo documento predisposto dall'organo amministrativo: la relazione sulla remunerazione. Il resoconto in questione costituisce, nell'ottica del legislatore sovranazionale, un tassello importante per un miglior scrutinio sull'attuazione delle politiche di remunerazione, permettendo agli azionisti di "valutare se la remunerazione compensi risultati a lungo termine, e di misurare l'evoluzione sul medio e lungo periodo dei risultati e della remunerazione degli amministratori, soprattutto in relazione ai risultati della società"¹⁹⁶. Non solo valutazione prospettica, dunque, ma anche vaglio *a posteriori* dell'adeguatezza dei compensi corrisposti, in vista, perché no, di un più consapevole esercizio del diritto di voto

¹⁹⁵ In tal senso si veda VILLIERS, *Corporate Governance, Employee Voice and the Interests of Employees*, cit.

¹⁹⁶ Si riporta il contenuto del Considerando n. 38 della Direttiva 2017/828/UE. Continua poi sull'importanza di permettere che il controllo assembleare si estenda su un periodo più lungo dell'anno: "In molti casi è possibile valutare solo dopo diversi anni se la remunerazione corrisposta fosse in linea con gli interessi a lungo termine della società. In particolare, la concessione di incentivi a lungo termine può coprire fino a sette-dieci anni e può essere combinata con periodi di differimento di diversi anni."

in assemblea in occasione dell'approvazione della prossima politica di remunerazione.

Non pare opportuno dubitare dell'effetto benefico che questo strumento abbia nell'assicurare una maggiore affidabilità della società e di chi la gestisce nel perseguimento di obiettivi di *performance* durevoli: ne è riprova, in primo luogo, il fatto che, nonostante sia solo consultivo, l'esito della votazione debba in ogni caso essere oggetto di considerazione da parte del *board*, tenuto a spiegare, nel successivo documento, come abbia tenuto conto dell'esito della votazione assembleare precedente. Ne deriverebbe, verosimilmente, in caso di esito negativo, un'attivazione dell'organo amministrativo per adeguare il *quantum* e il *quomodo* dei compensi alle istanze dell'azionariato, guadagnandosi altrimenti il malcontento di quest'ultimo, da una parte, e il discredito dei mercati, dall'altra. Altrettanto vantaggiosa è la frequenza annuale della predisposizione e della sottoposizione del rendiconto all'assemblea, che ne rende più agevole e costante il controllo. Da ultimo, è da salutarsi con favore anche l'attenzione che la Direttiva richiama in punto di responsabilità amministrativa per l'eventuale inosservanza dei doveri di cui all'art. 9ter.

Parimenti degni di nota sono, però, taluni profili della norma che ne facciano presagire carenze in termini di concreta funzionalità. Per vero, quanto alla natura consultiva del voto assembleare, se ne rileva una scarsa compatibilità con l'obiettivo legislativo di rafforzamento del potere di controllo dei soci sull'attuazione delle politiche di remunerazione, a bilanciamento dell'ampio potere di contrattazione esercitato dagli amministratori beneficiari. Potere nuovamente deflazionato dalle possibilità derogatorie contemplate dalla stessa norma che, segnatamente, concede agli Stati membri di optare, per le piccole e medie imprese, per la sostituzione della votazione con una più semplice discussione in assemblea generale, rendendola oggetto di un separato punto all'ordine del giorno, fermo restando, in ogni caso, l'obbligo della società di spiegare nella successiva relazione come abbia tenuto conto della discussione stessa. Verrebbe tuttavia da chiedersi quale possa essere l'utilità concreta di una simile discussione, che, se da un lato permetterebbe una più completa espressione della posizione dei soci, non limitata al semplice voto positivo o negativo, dall'altro lato comunque non consentirebbe di definire ufficialmente (come invece avverrebbe in caso di votazione) il loro favore o la loro contrarietà alle remunerazioni corrisposte, facendo perdere di senso la successiva rendicontazione sulla valutazione espressa dall'assemblea¹⁹⁷. Sarebbe stato piuttosto auspicabile, a mio parere, un'unione dei due elementi: prevedere *espressamente*, cioè, sia una nutrita discussione assembleare, che consentisse ai soci di meglio spiegare il proprio punto di vista e le relative istanze, sia il voto sul documento sottoposto all'attenzione dell'organo assembleare, che permettesse di dare veste formale alle posizioni previamente espresse. E ciò sarebbe stato tanto più utile quanto più avesse riguardato la totalità delle imprese interessate dalla direttiva, applicandosi per di più anche all'approvazione della politica di remunerazione.

¹⁹⁷ La censura in parola non verrebbe comunque meno a fronte della constatazione che il legislatore italiano non ha esercitato tale opzione.

Infine, si richiama anche qui l'annotazione riportata in chiusura del precedente paragrafo: così come il voto sulla politica di remunerazione, anche quello relativo alla relazione sulla remunerazione conferma la scarsa propensione del legislatore europeo ad includere, tra gli aumentati diritti di *voice*, anche quelli di attori sociali *altri* e diversi dagli azionisti (gli *stakeholders*). Si auspica pertanto un ripensamento dell'atteggiamento in parola, in linea con le dichiarazioni programmatiche di cui ai Considerando.

4.3 Struttura remunerativa

L'obbligo di predisporre, sottoporre al voto assembleare e dare pubblico accesso ad una politica di remunerazione volta a soddisfare gli interessi a lungo termine e la sostenibilità societaria e ad una relazione sui compensi corrisposti, che indichi puntualmente la natura e le modalità di corresponsione dei compensi ai singoli amministratori, ha mostrato l'attenzione riservata dal legislatore europeo alla struttura delle remunerazioni, in linea con la consapevolezza del ruolo da essa assunto nella lotta allo *short-termism* e nel conseguente rafforzamento della stabilità societaria.

L'esigenza di contrastare lo *short-termism* deriva dal pericolo di dissesto finanziario che esso comporta, come testimoniato dalla crisi del 2008. Invero, con l'espressione in parola si indica la propensione degli organi di gestione societari ad operare investimenti altamente profittevoli nel breve periodo, preferendo, quindi, gli investimenti nei mercati finanziari a quelli in attività produttive. Ciò consente, per un verso, di produrre profitti da destinare successivamente agli azionisti sottoforma di dividendi ma, per altro verso, riduce la prosperità dell'impresa e, più in generale, riduce i posti di lavoro e rallenta la produttività dell'economia reale (tanto che si è parlato proprio di *finanziarizzazione*). In definitiva, dunque, il mancato reinvestimento dei guadagni realizzati a fronte della distribuzione tra i soci, a sua volta determinato dal perseguimento di obiettivi a breve termine, *corrode* le stesse società e mette a repentaglio la tenuta del sistema economico¹⁹⁸.

Ora, stando così le cose, la soluzione al problema potrebbe apparire alquanto lineare: incentivare, cioè, gli amministratori ad adottare politiche d'investimento più durevoli, invertendo il rapporto tra gli utili distribuiti e quelli impiegati per le attività produttive. Quanto poi ai mezzi per compierla, essi possono essere i più vari. Il legislatore europeo, in particolare, partendo dal presupposto che l'intero fenomeno dello *short-termism* trovi le sue origini nel problema di agenzia, pone l'accento sulla necessità di allineare gli interessi del *management* a quelli degli azionisti *anche attraverso* la predisposizione di forme remunerative che consentano di collegare gli emolumenti ottenuti alle prestazioni della società. Si dà così il benvenuto a politiche che contemplino l'attribuzione di strumenti finanziari partecipativi, solitamente nella forma delle *stock options* (trattasi, lo si ricorda, del diritto di acquistare un certo numero di titoli azionari entro un dato intervallo di tempo e ad un prezzo predeterminato).

Prima di proseguire all'individuazione e all'apprezzamento degli effetti di tale prassi, per maggiore chiarezza espositiva, se ne intende delineare

¹⁹⁸ Cfr. ROBÉ, *The Shareholders Rights Directive II*, cit.

brevemente l'operatività. Nell'ordinamento italiano, tradizionalmente, la realizzazione di un piano di *stock options* richiede due passaggi essenziali: l'aumento di capitale e l'esclusione o limitazione del diritto di opzione dei soci, con l'obbligo di emissione delle azioni con sovrapprezzo a compensare l'eventuale diluizione del valore delle partecipazioni azionarie; l'attuazione è deliberata dall'assemblea previo parere del collegio sindacale, salva l'eventuale delega statutaria agli amministratori (artt. 2441 e 2443 c.c.)¹⁹⁹. Quanto ai tempi di attuazione, si distinguono tre fasi principali:

- a) Il *granting* ovvero l'attribuzione del diritto di opzione dalla società all'amministratore;
- b) Il *vesting* ossia il periodo di maturazione del diritto di opzione;
- c) L'*exercising* cioè il momento a partire dal quale le opzioni sono esercitabili.

Il guadagno per l'amministratore deriva dall'aumento della quotazione delle azioni nel periodo intercorrente tra la prima e la terza fase: questi acquista le azioni ad un prezzo inferiore (quello originario), ottenendo così un guadagno pari alla differenza tra lo *strike price* e il valore di mercato delle azioni al momento dell'acquisto, un guadagno prima *potenziale* e, successivamente, qualora le venda, *reale*.

L'utilizzo delle *stock options* e, più in generale, di strumenti remunerativi incentivanti ha incontrato negli ultimi tempi il favore dei mercati, per valide ragioni. Essi, infatti, non permettono soltanto una riduzione dell'*agency problem* e dei relativi costi, incentivando gli amministratori ad internalizzare l'interesse dei soci alla massimizzazione del valore dell'investimento azionario, ma rivelano anche vantaggi aggiuntivi. In primis, costituiscono uno strumento per l'impresa con cui attrarre e mantenere amministratori altamente qualificati – capaci quindi di sfruttare ampiamente le plusvalenze generate dalle componenti variabili dei propri pacchetti remunerativi – senza che, al contempo, sia richiesto alla società un diretto esborso di risorse²⁰⁰. Similmente, i piani di *stock options* consentono di superare gli eventuali vincoli di liquidità cui la società vada soggetta, soprattutto nei primi periodi d'esercizio.²⁰¹ Infine, conformemente alla loro originaria funzione, promuovono l'assunzione di scelte gestorie più rischiose da parte degli amministratori (altrimenti inclini ad operazioni maggiormente routinarie), aumentando le occasioni di guadagno.²⁰² I vantaggi così delineati risultano d'altronde confermati dal vastissimo ricorso a forme di remunerazione variabile in uso nella prassi: stando ai dati relativi all'anno 2020, se ne sono servite la

¹⁹⁹ Secondo BONAFINI, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, cit., p. 452 ss. superabile sarebbe il riferimento codicistico ai "titoli nuovi" e l'attuazione del piano potrebbe parimenti avvenire tramite acquisto di azioni proprie della società (p. 452).

²⁰⁰ Cfr. ZANARDO, *I piani di stock options dall'esperienza anglosassone alla disciplina e diffusione nell'ordinamento italiano*, cit.

²⁰¹ *Ibidem*.

²⁰² Cfr. ZANARDO, *I piani di stock options dall'esperienza anglosassone alla disciplina e diffusione nell'ordinamento italiano*, cit.; AMATUCCI, *Remunerazione degli amministratori di società quotate e trasparenza*, in *Le società*, 2005, pp. 1315-1319.

totalità delle grandi imprese aderenti al Codice di autodisciplina, a fronte del 94% delle medie imprese e dell'83% delle piccole²⁰³.

Allo stesso modo, tuttavia, la corresponsione di forme remunerative incentivanti non va esente da criticità, ampiamente messe in luce da giuristi ed economisti e di cui se ne offre di seguito una rapida rassegna.²⁰⁴

In primis, quanto agli azionisti, essi ne sono i principali soggetti danneggiati, specialmente se di minoranza, poiché, se da una parte vedono ridotto il rischio di diluizione del valore della propria partecipazione azionaria grazie all'obbligo del sovrapprezzo, dall'altra parte restano comunque privati dell'esercizio del diritto di opzione in origine a loro spettante. Viepiù che, l'effettivo conseguimento dell'obiettivo di stimolare investimenti a lungo termine, ne comporterebbe altresì la riduzione delle occasioni di distribuzione dei dividendi generati dalla società²⁰⁵, per essere questi (nella migliore delle ipotesi) destinati ad attività produttive. Altri autori hanno giustamente evidenziato che, a fronte della scarsa competenza dei soci in materia di *governance* societaria, è frequente che, chiamati ad approvare la politica remunerativa, essi incontrino notevoli difficoltà nella valutazione prospettica dell'adeguatezza del piano e, ancor prima, del costo concretamente sostenuto dall'impresa per l'attribuzione delle *stock options*. Perciò, essendo tali costi sottostimati, i soci risulterebbero più propensi al voto positivo, e ciò comporterebbe un tendenziale rialzo dei compensi.²⁰⁶

Quanto alla figura degli amministratori, beneficiari di pacchetti retributivi legati alla *performance* societaria, si rinvia in primo luogo una possibile situazione di conflitto tra i loro interessi e quelli della società. Invero, uno dei principali deficit strutturali delle *stock options* consiste nella asimmetria tra il mancato guadagno (qualora non siano soddisfatti i criteri di *performance* per l'esercizio del diritto di opzione) e le plusvalenze realizzate (nella contraria ipotesi in cui le scelte d'investimento si siano rivelate felici e il compenso variabile venga quindi ottenuto). Pertanto, avendo poco da perdere e molto da guadagnare, gli amministratori sarebbero tentati di porre in essere investimenti notevolmente più rischiosi di quelli previsti dai teorici delle remunerazioni incentivanti, con altrettanti rischi per la società in termini di stabilità e affidabilità finanziaria. Da qui il pericolo aggiuntivo che agli investimenti di durata prolungata siano invece preferiti obiettivi più prossimi, sicuramente a beneficio del *management*, ma (attenzione) anche dell'azionariato. Non è infatti un mistero, lo si è visto, l'interesse dei soci a vedere accresciuto il valore del proprio investimento nel breve periodo, soprattutto quando si tratti di soci, ad esempio le banche, per cui

²⁰³ Fonte: Comitato di *corporate governance*, *Relazione 2020 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate*, disponibile al link <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/documenti/comitato/rapporto2020.pdf> (ultimo accesso 8 febbraio 2021).

²⁰⁴ Quanto all'utilizzo di *stock options*, i conseguenti effetti distorsivi sono chiaramente messi in luce nella trattazione offerta da CAPIELLO, *La remunerazione degli amministratori*, cit., p. 50 ss.

²⁰⁵ Così BONAFINI, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, cit., p. 423

²⁰⁶ Si tratta della c.d. *perceived cost of stock option theory*, dettagliatamente spiegata in DE SANTIS, *Remunerazione degli amministratori e governance delle società per azioni*, cit., p. 195 ss.

internalizzati sono soltanto i profitti, al contrario delle perdite²⁰⁷. Non è difficile scorgere, qui, quello stesso disallineamento tra rischi e potenziali guadagni di cui poc'anzi si è detto con riguardo agli amministratori.

Un'asimmetria, questa, confermata dalla pratica correttiva del c.d. *repricing* ovvero riprezzamento delle azioni: trattasi di una rinegoziazione dello *strike price* (il corrispettivo versato dal beneficiario al momento di esercizio dell'opzione per l'acquisto del titolo azionario) volta a ricalibrarne l'eccessiva crescita eventualmente prodottasi durante il periodo di maturazione del diritto di opzione. Una pratica che, a prima vista, potrebbe apparire innocua se non giusta, specialmente qualora l'aumento sia derivato da eventi esterni alla società e come tali ingovernabili dai suoi organi. A ben vedere, tuttavia, la prassi ha mostrato la tendenza all'attribuzione di tale potere dall'assemblea all'organo amministrativo già con la delibera di emissione del piano, nonché l'esclusivo ricorso allo strumento in parola soltanto qualora ne possa derivare un beneficio per l'amministratore coinvolto²⁰⁸.

Infatti, se da un lato viene largamente utilizzato quando il prezzo di esercizio dell'opzione risulta aumentato, ciò non avviene mai nelle ipotesi contrarie, ossia quando tale prezzo sia andato incontro a decremento. Né vale a giustificarlo l'originario intento di mantenere l'effetto incentivante (nel lungo periodo) insito nell'attribuzione di *stock options*, dal momento che l'esito effettivo è piuttosto quello contrario²⁰⁹. Per vero, ancor più pericolosa è la pratica del c.d. *repricing furtivo*, ossia dell'emissione da parte della società di nuove opzioni ad un prezzo di esercizio più basso, da integrare alle precedenti opzioni già assegnate al *management* e ormai divenute *out-of-the-money*. In tal modo, infatti, ai rischi appena richiamati si aggiungerebbe quello derivante dalla maggior attitudine del *repricing furtivo* a sfuggire al controllo degli azionisti, in quanto manca una formale attività di *repricing*, celata sotto una perfetta adempienza alle previsioni contrattuali.²¹⁰

Da richiamare è, infine, la concessione di *opzioni ricaricabili* (c.d. *reloaded options*). Anche questa prassi, come le precedenti, mortifica gli incentivi derivanti dall'attribuzione di opzioni poiché consiste nella concessione automatica di opzioni da parte della società quando gli amministratori esercitano quelle già in possesso: il meccanismo si presta a facili profitti, poiché, esercitando l'opzione ogni volta che il prezzo delle azioni supera quello precedente, il beneficiario ne frutterebbe anche i minimi incrementi di prezzo e si assicurerebbe un guadagno anche quando l'andamento del valore azionario è tendenzialmente piatto. Si nota

²⁰⁷ Così CONFORTINI, *Stock option e bonus tra rischio d'impresa e rischio sistemico* (commento alla normativa), in *Contratto e impresa*, 2011, p. 978 ss.

²⁰⁸ BEBCHUCK, FRIED, *Pay without performance*, cit., p. 198 ss., evidenziano che il ricorso allo strumento del *repricing* è avvenuto di frequente anche in ipotesi in cui non ve ne fosse una stretta necessità, ossia quando lo *strike price* non fosse cresciuto eccessivamente. Tale prassi confermerebbe ulteriormente il pensiero "testa vinco, croce non perdo", ossia avvantaggerebbe il *management* qualunque sia l'andamento della società, a discapito dell'intento incentivante dell'attribuzione di compensi *equity-based*.

²⁰⁹ Si veda in proposito BONAFINI, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, cit., p. 433 ss.

²¹⁰ Cfr. BEBCHUCK, FRIED, *Pay without performance*, cit., *ibidem*.

quindi come l'attribuzione di remunerazioni *equity-based*, piuttosto che spingere i gestori ad allineare i propri obiettivi con quelli azionari, offre non solo ampie possibilità di guadagno per gli amministratori, ma contribuisce altresì a scollegare tali guadagni dalla prestazione.²¹¹

Continuando sul tema, c'è chi ha invece sostenuto una debole convenienza per gli amministratori ad essere retribuiti per mezzo di *stock options*, affermando che, per il *management*, il valore delle opzioni sarebbe piuttosto inferiore rispetto a quello sostenuto dalla società nell'elargirle. Ciò a causa sia della scarsa diversificazione degli investimenti sia della limitatezza delle risorse economiche degli amministratori, per i quali, quindi, l'acquisto di numerose opzioni della stessa società non avrebbe convenienza. Pertanto, a fronte di tali ostacoli, l'offerta societaria dovrebbe mostrarsi particolarmente accattivante, aumentando cioè il valore complessivo dei pacchetti remunerativi negoziati con gli amministratori, specie nelle loro componenti variabili²¹². Così facendo, tuttavia, abbandonato il pericolo di *short-termism*, si incapperebbe nell'altrettanto indesiderato innalzamento dei compensi.

Altrettanto pericolosi e, come tali, degni di specifica attenzione, sono i meccanismi sovente (anche se non sempre lecitamente) adottati dagli amministratori per creare bolle speculative da sfruttare al fine di ottenere plusvalenze maggiori al momento della vendita delle azioni acquistate esercitandone le relative opzioni. L'obiettivo sottostante a questa prassi sarebbe quello di gonfiare (realmente o fittiziamente) il valore delle azioni societarie, acquistarle a prezzo fisso (inferiore al nuovo valore di mercato) e poi rivenderle a fronte di corrispettivi notevolmente più alti. A grandi linee ciò si potrebbe realizzare o attuando una politica di autofinanziamento della società prima della scadenza del *vesting period* invece che distribuire gli utili tra i soci (e qui l'incremento di valore sarebbe piuttosto concreto) oppure simulando profitti inesistenti (in tal caso, invece, l'incremento sarebbe soltanto apparente). Una prassi tanto temibile quanto ben conosciuta dalle cronache finanziarie del 2008. Altrettanto rischiosa sarebbe l'eventualità che gli amministratori falsifichino la contabilità attraverso previsioni di guadagno pessimistiche ovvero omettendo di diffondere informazioni negative sulle prospettive reddituali della società, evitando una riduzione del valore di mercato delle relative azioni.²¹³

Gli interventi fin qui esaminati sono relativi alla fase di *exercising*, e assumono pertanto una posizione *a valle* nel meccanismo di attribuzione delle *stock options*. Ad essi si aggiungano le eventuali manipolazioni *a monte*, relative cioè al momento del *granting*. In quest'ultimo caso, infatti, i futuri beneficiari sarebbero mossi dal diverso obiettivo di ridurre il valore di mercato delle azioni

²¹¹ *Ibidem*.

²¹² Così DE SANTIS, *Remunerazione degli amministratori e governance delle società per azioni*, cit., p. 195 ss., il quale sostiene anche che l'effettivo abbattimento degli *agency costs* possa attuarsi per il tramite di meccanismi retributivi legati alla *performance* solo qualora la partecipazione concessa agli amministratori ricopra, per assurdo, il 100% dei titoli emessi dalla società.

²¹³ Gli strumenti sono così declinati da BONAFINI, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, cit., p. 452 ss.; si veda anche AMATUCCI, *Remunerazione degli amministratori di società quotate e trasparenza*, cit.

oggetto di opzione, in modo da contrattarne uno *strike price* più vantaggioso. A tal fine essi potrebbero, anche in questo caso, ricalibrare artatamente il flusso informativo relativamente a talune notizie *price sensitive* oppure, ancora, retrodatare l'assegnazione delle opzioni ad un momento in cui il valore delle azioni era più basso²¹⁴.

Insomma, senza soffermarci ulteriormente sugli strumenti (potenzialmente) messi in atto dagli amministratori per sfruttare a proprio vantaggio le opzioni ricevute dalla società, dal quadro appena delineato emerge chiaramente il rischio di abusi contabili e di mercato cui l'attribuzione di *stock options* potrebbe condurre. Una minaccia che include, nelle ipotesi più gravi, anche lo sfruttamento di informazioni privilegiate, quasi a ricadere nelle fattispecie penalistiche di *insider trading*, e che tanto più dovrebbe preoccupare se ci si soffermasse a vagliarne l'estrema difficoltà di intercettazione: a ciò non valgono i parametri (ancora troppo generici) che suggeriscono di guardare all'eccessivo ricorso alla leva finanziaria o all'aumentata frequenza di *financial restatements*, ossia di rettificazioni della contabilità dovute ad errori o ad illeciti contabili²¹⁵. Ugualmente complessa è anche l'individuazione di possibili strumenti contenitivi, di parametri cioè non manipolabili cui ancorare il riconoscimento della remunerazione variabile.

Ci si potrebbe domandare, a questo punto, se la Direttiva abbia messo in campo strumenti utili a circoscrivere i rischi appena delineati, in cosa essi consistano e soprattutto se siano adeguati a raggiungerne lo scopo. In particolare, nel fronteggiare il pericolo di *short-termism*, il legislatore europeo ha scelto di operare principalmente su tre profili: incentivare gli intermediari finanziari a monitorare l'attività delle società di cui detengono le azioni; migliorare la trasparenza e la pubblicità delle remunerazioni degli amministratori; incoraggiare l'attivismo azionario²¹⁶. Malgrado ciò, secondo autorevoli e condivisibili opinioni, non possono dirsi sforzi sufficienti. Vediamo perché.

Innanzitutto, l'intervento normativo del 2017 sarebbe il prodotto di una visione miope, limitata ad offrire soluzioni che possano ridurre gli investimenti a breve termine, senza tuttavia mostrare preoccupazione per indagarne e comprenderne il reale fondamento. Sul presupposto che per combattere lo *short-termism* sia necessario ridurre il problema di agenzia che ne è causa²¹⁷, il legislatore europeo sceglie di intervenire a stimolare l'allineamento di interessi tra managers e azionisti, dimostrandosi in tal modo incosciente (o noncurante)

²¹⁴ Cfr. AMATUCCI, *Remunerazione degli amministratori di società quotate e trasparenza*, cit.

²¹⁵ *Ibidem*.

²¹⁶ La ricostruzione dei provvedimenti messi in campo dalla novellata Direttiva allo scopo di contrastare il fenomeno di *short-termism* è offerta da GLIOZZI, *Lo short-termism e la Direttiva n. 828 UE del 2017*, cit.

²¹⁷ Alcuni autori, infatti, non concordano sulla convenienza per il regolatore di adottare, in partenza, una prospettiva incentrata sul problema di agenzia, poiché condurrebbe ad una distorsione nei termini del triplice rapporto società-soci-amministratori: poiché gli azionisti non sono i proprietari della società né gli amministratori i loro agenti, è errato ed anzi controproducente un intervento che induca gli amministratori a perseguire gli interessi dei soci piuttosto che quelli della società. Così ROBÉ, *The Shareholders Rights Directive II*, cit.

dei limiti cui vada incontro tale strumento e dell'esistenza di misure diverse e più efficaci, che coinvolgano una pluralità di interessati. Ne è riprova l'esclusiva predisposizione di controlli *interni*, ostinata a propugnare l'idea (alquanto fragile) che vede i soci, in ultima istanza, sempre e comunque accomunati dall'obiettivo di massimizzazione degli interessi dell'impresa nel suo complesso, disponibili a declinare le più invitanti prospettive di immediato guadagno²¹⁸ e a votare in assemblea²¹⁹ a favore del reinvestimento degli utili prodotti²²⁰.

Condivisibile è altresì l'appunto di chi rimprovera al legislatore europeo l'aver dato per certo (ed erroneamente) che l'introduzione di forme di remunerazione variabile comporti di per sé un collegamento tra compensi attribuiti e *performance* realizzate. Tale convinzione, infatti, sarebbe messa in luce dalla particolare incidenza della novella in punto di *corporate governance* e alla contemporanea disattenzione nel dettare specifici strumenti utili a collegare i compensi così corrisposti a criteri di *performance* in termini "relativi" invece che "assoluti". Ciò in quanto l'incremento del valore di mercato delle azioni non costituisce sempre (anzi, quasi mai) il frutto di ottime scelte gestorie (che ne abbiano incrementato il valore) quanto piuttosto di fattori esterni all'impresa (tanto da essere chiamati "frutti fortuiti"²²¹), quali ad esempio: fenomeni di inflazione, fluttuazioni di mercato, *trends* relativi ad un certo settore di mercato, calo del prezzo delle materie prime, dei tassi d'interesse e così via²²².

Quanto poi alla fiducia riposta dalla Direttiva sui gestori di fondi cui è richiesta l'elaborazione di una politica di impegno nelle società partecipate ovvero, in alternativa, una spiegazione della mancata predisposizione, verrebbe da domandarsi se lo strumento del *comply or explain* sia efficace o se a tali investitori non convenga, piuttosto, limitarsi a spiegare perché non hanno inteso seguirne i suggerimenti. A me sembra quantomai condivisibile l'opinione di chi ne offre risposta negativa, evidenziando sia i costi che questi soci sarebbero cimati a sostenere per realizzare un tale compito, sia le difficoltà di ricalibrare le proprie strategie d'investimento da un modello "riduci e distribuisci" ad uno

²¹⁸ Convinzione condivisa da CAMPOBASSO, *Il futuro delle società di capitali*, cit.

²¹⁹ Tanto più che la distribuzione degli utili nelle S.p.a. è rimessa all'apprezzamento discrezionale dell'assemblea, né questa è tenuta a motivarne la scelta. È questo l'approdo, ormai pacifico, cui è giunta la giurisprudenza, secondo cui: "Va osservato, infatti, che in tema di società per azioni, il diritto individuale del singolo azionista a conseguire l'utile di bilancio sorge soltanto se e nella misura in cui la maggioranza assembleare ne disponga l'erogazione ai soci, mentre, prima di tale momento, vi è una semplice aspettativa, potendo l'assemblea sociale impiegare diversamente gli utili o anche rinviarne la distribuzione all'interesse della società. Ai sensi dell'art. 2433 c.c., comma 1, non è, pertanto, configurabile un diritto del socio agli utili senza una preventiva Deliberazione assembleare in tal senso, rientrando nei poteri dell'assemblea - in sede approvativa del bilancio - la facoltà di disporre l'accantonamento o il reimpiego nell'interesse della stessa società (cfr. Cass. 2959/1993; 1395/1973)." (Cass. 2.03.2016, n. 4119, in *IlSocietario.it*, 2016).

²²⁰ Sul punto si veda GLIOZZI, *Lo short-termism e la Direttiva n. 828 UE del 2017*, cit.

²²¹ Così BEBCHUCK, FRIED, *Pay without performance*, cit., p. 164 ss. Quale strumento per ridurre gli effetti negativi, gli autori suggeriscono l'introduzione di obblighi di *disclosure* che richiedano l'indicazione specifica della parte di guadagno ottenuto dall'esercizio delle opzioni derivante da risultati di *performance*, proprio per distinguerla dai frutti fortuiti.

²²² Così ZANARDO, *I piani di stock options dall'esperienza anglosassone alla disciplina e diffusione nell'ordinamento italiano*, cit.; GLIOZZI, *Gli alti compensi dei top managers*, cit.

“risparmia e reinvesti”. Si ritiene pertanto abbastanza improbabile che, messi di fronte alla scelta, essi optino per la strada più impervia.²²³

Si vedano, da ultimo, talune proposte avanzate in dottrina per l'introduzione di strumenti funzionali a ridurre i rischi di *short-termism*. Una prima posizione²²⁴ promuove un più incisivo intervento pubblico nelle scelte di *governance* maggiormente sensibili, ad esempio con l'introduzione di un tetto massimo fisso alla remunerazione complessiva conferibile agli amministratori attraverso norme di natura cogente. Questo più spiccato statalismo consentirebbe di limitare l'autonomia delle società quotate nella parte in cui pongono in essere attività di gestione a breve termine, quali, ad esempio, la distribuzione di alti dividendi, l'acquisto di azioni proprie, il perseguimento di obiettivi corrispondenti a quelli degli investitori istituzionali, ecc. Anche se con sfumature diverse, coloro che sostengono queste misure ne offrono giustificazione richiamando la necessità di tutelare, in tal modo, l'interesse generale alla stabilità e all'equità del sistema economico complessivo, ribilanciando gli squilibri tipici del mercato capitalistico (e che trovano chiara manifestazione nelle disuguaglianze remunerative), che tanto hanno contribuito a causare la crisi finanziaria.

A sostegno si richiama, da un lato, la natura squisitamente teorica delle tesi per cui le dinamiche di mercato realizzerebbero *di per sé* la più corretta distribuzione delle risorse, dal momento che ciò è vero solo qualora si presupponesse una concorrenzialità *perfetta*, irrealizzabile nel concreto; dall'altro lato se ne afferma la conformità ai principi costituzionali di utilità sociale (art. 41) e di proporzionalità tra retribuzione e attività svolta (art. 36). Sovente si richiama, quale normativa esemplare sul punto, quella adottata nell'ordinamento tedesco che già molto tempo addietro introduceva criteri di *adeguatezza* (o *ragionevolezza*) nella determinazione del compenso del consiglio di gestione. Ciò, si è detto²²⁵, permetterebbe di garantire una gestione dell'impresa durevole, di richiedere all'organo deputato a determinare la remunerazione (ivi, il consiglio di sorveglianza) una maggiore attenzione nella sua strutturazione, di migliorare la trasparenza dei compensi dell'organo di gestione verso gli azionisti e verso il pubblico.²²⁶

²²³ Così GLIOZZI, *Lo short-termism e la Direttiva n. 828 UE del 2017*, cit.

²²⁴ A proporre un più incisivo intervento pubblico per fronteggiare lo *short-termism* è GLIOZZI, *La distribuzione delle ricchezze e l'utilità sociale: l'importanza dell'art. 41 della Costituzione*, cit. Interessante è la riserva mossa in punto di compatibilità dell'art. 2389 co. 3 c.c. con il principio di cui all'art. 41 Cost., in quanto l'attribuzione allo stesso consiglio di amministrazione del potere di determinare il compenso degli amministratori muniti di particolari cariche ne costituirebbe forte incentivo a “calare la mano”, agevolando la contrattazione di pacchetti retributivi fortemente sproporzionati. Anche GLIOZZI, *Lo short-termism e la Direttiva n. 828 UE del 2017*, cit.

²²⁵ Cfr. AMATUCCI, MOLLO, *La remunerazione degli amministratori di banche e di imprese di investimento nella Direttiva 2013/36/UE*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2014, p. 453 ss. in tema di banche e imprese di investimento, ma i risultati sarebbero a mio avviso da estendere a tutte le società per azioni quotate.

²²⁶ Un importante contributo sulla riforma del §87 dell'AktG tedesco del 2009 è realizzata da PORTALE, *Un nuovo capitolo del governo societario tedesco: l'adeguatezza del compenso del Vorstandsmitglieder*, cit., pp.138-139, in cui l'autore richiama l'attenzione sulla concretizzazione

Sul fronte opposto, altra parte della dottrina ha invece ritenuto che un intervento troppo puntuale, specie se accompagnato dall'introduzione di un *cap* fisso, potrebbe essere, se non *incostituzionale*, quantomeno *sconveniente*²²⁷. Orientamento che mi pare maggiormente condivisibile. Il dubbio di compatibilità ai principi della Carta fondamentale scaturisce dalla tutela che lo stesso art. 41 riconosce alla libertà d'iniziativa economica privata, compresi gli atti di esercizio dell'impresa: le scelte di *governance*, la determinazione dei compensi. In punto di convenienza, poi, si è argomentato variamente: mettendo in evidenza il rischio che un simile intervento possa provocare una vera e propria *fuga* di talenti o verso Paesi che adottino legislazioni più liberali oppure verso imprese cui tale disciplina non sarebbe applicabile; richiamando l'attenzione sulla carenza di conoscenze e competenze specifiche in capo ai governi, difficilmente capaci di equilibrare correttamente compensi e prospettive d'affari dell'impresa; sottolineando i pregiudizi di un'eccessiva regolamentazione (di cui si è già ampiamente detto *sopra*). A ciò si aggiungano gli ulteriori rilievi critici già riportati a proposito di CRD IV, ma validi anche in questa sede. Certo, non sono mancate in Italia proposte normative in questa direzione, che però, e non a caso, non hanno mai incontrato compiuta realizzazione²²⁸.

Da guardare con favore è infine, a mio avviso, la tesi di chi ha auspicato una mobilitazione dei legislatori nazionali attraverso lo strumento *fiscale*, introducendo imposte sui redditi via via crescenti al diminuire del periodo di maturazione dei guadagni.²²⁹ Si tratta di una proposta particolarmente interessante, in quanto la normativa fiscale costituirebbe un giusto compromesso tra un maggior controllo pubblico sulle scelte remunerative della società e il rischio di ricadere in un'ingerenza insopportabile e, come si è detto, passibile di valutazioni di illegittimità costituzionale. In più, simili misure dovrebbero riguardare non solo i redditi derivanti dall'esercizio *attuale* della professione, ma anche forme di remunerazione ad essa assimilabili, primi fra tutti i trattamenti pensionistici, costituendo anch'essi forme di *extra* compensi, opache e insensibili alle prestazioni dell'amministratore²³⁰. Un esempio da imitare potrebbe essere, in questo caso, quello dell'ordinamento francese, in cui, in ottica di bilanciamento tra retribuzione degli *executives* e degli altri dipendenti dell'impresa, era stata

del criterio di "normalità" della remunerazione nonché sulla struttura che il compenso debba assumere per risultare collegato al durevole sviluppo dell'impresa, così come richiesto dalla novella, riportando altresì i relativi commenti emersi in dottrina.

²²⁷ Così CONFORTINI, *Stock option e bonus tra rischio d'impresa e rischio sistemico*, cit.

²²⁸ Esse sono ben delineate da DE SANTIS, *Remunerazione degli amministratori e governance delle società per azioni*, cit., p. 261 ss.

²²⁹ Si veda ROBÉ, *The Shareholders Rights Directive II*, cit.

²³⁰ Così BEBCHUCK, FRIED, *Pay without performance*, cit., p. 115, che evidenziano come le pensioni degli *executives*, oltre a differenziarsi (quantitativamente e qualitativamente) dalle pensioni garantite agli altri dipendenti, spesso non sono soggette a obblighi di *disclosure* (soprattutto quando assumono la forma di bonus o di contratti di consulenza post-pensionamento, poiché appunto elargite ad individui non più in carica). Similmente MORRIS, GREGORY-SMITH, MAIN, MONTAGNOLI, WRIGHT, *Executive pensions and the pay-performance relation. Evidence from changes to pension legislation in the UK*, in *Oxford economic papers*, 2020, pp. 1-20, che, nel misurare l'impatto delle pensioni degli amministratori esecutivi sul rapporto *pay-performance*, ne affermano la natura di pagamenti nascosti, strumenti sovente utilizzati dagli *executives* per aumentare il compenso complessivo senza suscitare critiche da altri *stakeholders*.

introdotta una “super tassa” del 75% da applicarsi ai compensi superiori al milione di Euro²³¹.

4.4 Comitato sulla remunerazione

Al comitato sulla remunerazione non è garantito un posto di rilievo nella novella del 2017. In realtà, esso compare soltanto una volta all’art. 9ter par. 6 ultimo capoverso, relativo al contenuto della politica di remunerazione, la quale deve indicare l’iter decisionale adottato per la sua definizione, revisione e attuazione “e, se del caso, il ruolo del comitato per la remunerazione o di altri comitati interessati”. Malgrado la scarsa importanza che la Direttiva sembra attribuire a quest’organismo societario, se ne può tuttavia affermare un ruolo non così marginale, sia perché presagito nel Piano di azione del 2003 sia perché più puntualmente introdotto e disciplinato con la Raccomandazione 2005/162/CE. Nel precedente capitolo, lo si ricorderà, ne sono state svolte alcune considerazioni critiche che qui sembra il caso di riprendere.

Infatti, il ruolo del comitato per la remunerazione trova maggiore valorizzazione nelle *best practices* contenute nel Codice di autodisciplina di Borsa Italiana S.p.a. che, già diverso tempo prima dell’entrata in vigore della Direttiva aveva preannunciato l’introduzione di una relazione sulla remunerazione. Pertanto, nel presente paragrafo, all’analisi delle prescrizioni sovranazionali si preferirà, piuttosto, l’analisi delle raccomandazioni del Codice relative al comitato, anticipando in parte ciò che sarà oggetto di miglior valutazione nel successivo capitolo. In aggiunta, la necessità di spendere qualche parola a proposito di *remuneration committee* viene ad essere confermata dalla sua ampia presenza nella prassi²³², vista l’estrema diffusione registrata nelle quotate italiane²³³ che, nel 2020, si attestava al 94% delle società censite (mentre nei restanti casi era comunque offerta una spiegazione per la sua assenza)²³⁴.

Quanto alle raccomandazioni del Codice, esse tracciano sia le funzioni sia la composizione del comitato. Le prime vengono affidate dall’organo di amministrazione e consistono in: assistenza al Cda nell’elaborazione della politica per la remunerazione; elaborazione di proposte o espressione di pareri

²³¹ Lo riportano FERRARINI, UNGUREANU, *Executive Remuneration*, cit. La misura è stata poi dichiarata incostituzionale dal *Conseil constitutionnel* sulla base di motivazioni (contrarietà al principio di uguaglianza poiché applicata su base individuale) che tuttavia non minano alla bontà di un intervento fiscale per ridurre le disuguaglianze remunerative tra *management* e lavoratori, nonché in vista di una maggior stabilità finanziaria dell’impresa.

²³² L’ampio ricorso al comitato per la remunerazione, tuttavia, non sempre persegue linearmente gli obiettivi indicati al Codice di autodisciplina. Spesso infatti viene ad essere adottato in quanto consente di governare il problema del conflitto di interessi. Invero, come approfondito da CAMPOBASSO, *I compensi degli amministratori di società quotate*, cit. per un verso, il comitato assicura la conformità della delibera assembleare sui compensi degli amministratori all’interesse sociale, evitando l’annullamento della delibera ex art. 2391 c.c. e, per un altro verso, evita l’applicazione del complesso meccanismo previsto dall’art. 2391bis c.c. per le operazioni con parti correlate quando si tratti di amministratore con particolari cariche e l’assemblea non abbia determinato un tetto massimo alla remunerazione complessiva degli amministratori.

²³³ Così CAMPOBASSO, *I compensi degli amministratori di società quotate*, cit.

²³⁴ Il dato è riferito da *Report on Corporate Governance in Italy: the implementation of the Italian Corporate Governance Code (2020)*, pubblicato da Assonime- Emittenti Titoli, cit.

sulla remunerazione degli amministratori esecutivi e di quelli che ricoprono particolari cariche nonché sulla fissazione degli obiettivi di *performance* correlati alla componente variabile della remunerazione stessa; monitoraggio sulla concreta applicazione della politica per la remunerazione e verifica dell'effettivo raggiungimento degli obiettivi di *performance*; valutazione periodica dell'adeguatezza e della coerenza della politica per la remunerazione degli amministratori e del top management²³⁵. Siffatta previsione si pone, a sua volta, nel solco delle raccomandazioni, sempre contenute nel Codice, relative al funzionamento dell'organo di amministrazione. Segnatamente, le Raccomandazioni nn. 16 e 17 di cui all'art. 3 consigliano l'istituzione di comitati interni all'organo di amministrazione con funzioni istruttorie, propositive e consultive, definendone altresì i compiti e determinandone la composizione. Relativamente alla composizione, poi, il Codice raccomanda la presenza di soli amministratori indipendenti oppure, in alternativa, di amministratori non esecutivi a maggioranza indipendente (guidata da un presidente parimenti indipendente). Infine, nel nominare i componenti della commissione, il Cda dovrebbe, stando al Codice, privilegiare componenti competenti ed esperti, evitando un'eccessiva concentrazione di incarichi, soprattutto nelle società di grandi dimensioni.

Si segnala, tra l'altro, un'amplissima adesione alle suddette raccomandazioni che raggiunge complessivamente il 94% nelle società quotate italiane²³⁶. Inoltre, le riunioni si svolgono con una frequenza media di circa 5.2 volte all'anno, con maggiore frequenza nelle società di grandi dimensioni e nel settore finanziario e per una durata all'incirca di un'ora (entrambi i dati sono inferiori rispetto che alle commissioni nomine e controllo e rischi). Da ultimo, quando le funzioni raccomandate per il comitato sono riservate all'organo di amministrazione, il Codice esclude che possano partecipare (e votare) alla riunione gli amministratori del cui compenso si discute²³⁷.

A fronte dell'inquadramento appena fornito, è possibile riportare qualche considerazione in merito all'opportunità della presenza di un comitato per la remunerazione; considerazioni che non possono prescindere dalla verifica della sua indipendenza, elemento che contraddistingue quest'organo e ne auspica l'adozione nelle maggiori S.p.a.²³⁸ A tal fine il regolatore del Codice di autodisciplina introduce, lo si è visto, numerose misure volte a garantirla. Ciò che preme rilevare in questa sede, però, è che, malgrado gli sforzi fatti, sussistono

²³⁵ Così l'art. 5 Racc. n. 25 del Codice di autodisciplina.

²³⁶ Anche questi dati sono ripresi da *Report on Corporate Governance in Italy: the implementation of the Italian Corporate Governance Code (2020)*, pubblicato da Assonime-Emittenti Titoli, *cit.* In particolare, del 94% delle società quotate conformatesi alle previsioni del Codice, il 54% adotta una composizione di soli amministratori indipendenti, mentre il 40% prevede un comitato composto da amministratori non esecutivi a maggioranza indipendente; il restante 6% delle quotate, invece, non si adegua alla previsione in parola ovvero non adotta il Codice.

²³⁷ Così, in combinato, gli artt. 3 Racc. n. 16 e 5 Racc. n. 26 del Codice di autodisciplina.

²³⁸ Cfr. CAPPIELLO, *La remunerazione degli amministratori, cit.*, p. 70 ss. che, nell'analizzare le opposte teorie statunitensi di Bebchuck-Fried e Murphy sulla relazione intercorrente tra incentivi azionari e governo societario, ne evidenzia un punto di convergenza nel ritenere l'indipendenza dei soggetti chiamati a decidere sulla remunerazione (segnatamente, degli amministratori esecutivi) un elemento essenziale, insieme ad un'adeguata preparazione e responsabilizzazione, al fine di evitare risultati aberranti, derivanti dall'attribuzione di compensi immotivatamente eccessivi.

ancora alcuni margini di possibile condizionamento. Mi riferisco in particolare alla facoltà ad essi concessa di avvalersi di consulenti salariali *esterni*, espressamente contemplata dall'art. 3 racc. 17 ultimo capoverso del Codice, che qui si riporta: "*I comitati hanno la facoltà di accedere alle informazioni e alle funzioni aziendali necessarie per lo svolgimento dei propri compiti, disporre di risorse finanziarie e avvalersi di consulenti esterni, nei termini stabiliti dall'organo di amministrazione.*" I rischi cagionati dall'esercizio di questa opzione possono essere ricostruiti come segue, in riferimento a un triplice ordine di elementi²³⁹. In primo luogo, in quanto soggetti esterni all'organizzazione societaria e poiché nessuna specificazione è prevista sul punto, è verosimile che siffatti individui non posseggano né siano tenuti a rispettare alcun requisito di indipendenza. A ciò si aggiungano sia il numero ridotto di consulenti presenti sul mercato, sia il rischio che le società si imbattano nel c.d. *shopping for opinion*, per tale intendendosi la prassi di consultare una pluralità di professionisti fino ad individuare quelli disposti ad accordare salari più elevati. Provocando in tal modo non solo un'indebita esternalizzazione delle scelte remunerative, ma anche, e più gravemente, un abusivo sperpero di risorse societarie.

4.5 Pubblicità e pay disclosure

Sia la politica di remunerazione che la relazione sulla remunerazione sono soggette a obblighi pubblicitari. Per la prima, all'art. 9bis par. 7 il legislatore comunitario ne prevede la pubblicazione sul sito internet della società, e ne stabilisce il libero accesso al pubblico per almeno tutto il periodo della sua applicabilità; la pubblicazione deve avvenire *senza indugio* dopo la votazione assembleare ed essere accompagnata dall'indicazione della data e dei risultati di voto. Anche della seconda, come previsto dai commi 5 e 6 dell'art. 9ter, ne è richiesta la pubblicazione in via telematica sul sito web della società, per un periodo, questa volta, di dieci anni ovvero del periodo più lungo previsto a livello nazionale per scopi diversi, quali ad esempio l'avvio di azioni legali²⁴⁰. Resta comunque ferma la possibilità per gli Stati membri di prevedere modalità alternative per la pubblicazione della relazione, ad esempio come parte integrante della relazione sul governo societario o della relazione sulla remunerazione²⁴¹. In ogni caso, a tutela dei dati personali degli amministratori cui la remunerazione si riferisce, la *disclosure* di tali informazioni non sarà più possibile al raggiungimento del decimo anno dalla pubblicazione. Per la restante regolamentazione in punto di trattamento dei dati si fa rinvio a quanto riportato in apertura del capitolo. Quanto, infine, alla forma che la relazione debba assumere, la materia è demandata a successivi orientamenti adottati dalla Commissione, affinché sia resa possibile una presentazione standardizzata delle informazioni che ne permetta una più facile comprensione e comparazione.

La scelta fatta propria dal legislatore europeo nel prescrivere un così puntuale e ampio accesso alle informazioni contenute nei documenti sulla remunerazione predisposti dalla società si giustifica, ancora una volta, con il perseguimento degli obiettivi cui tutto l'intervento riformatore è improntato. Difatti,

²³⁹ Le considerazioni qui riportate sono riprese da GHEYOH NDZI, *Executive remuneration*, cit.

²⁴⁰ Lo si evince dal Considerando n. 33.

²⁴¹ Così il Considerando n. 32.

come enfatizzato nei Considerando n. 32 e ss. della Direttiva, la pubblicazione della relazione sulla remunerazione (ma ciò vale parimenti per la politica sulla remunerazione) mira al perseguire quattro scopi principali: il primo, a garantire una maggiore trasparenza della società; il secondo, ad accrescere la responsabilità degli amministratori; il terzo, ad assicurare una migliore sorveglianza degli azionisti sulla remunerazione degli amministratori, in modo da evitare o risolvere tempestivamente potenziali situazioni di ingiustificato eccesso dei compensi attribuiti al management; il quarto, a consentire anche ai potenziali investitori e portatori di interesse di valutare la remunerazione degli amministratori e la sua correlazione con la politica di remunerazione e i risultati conseguiti dalla società. Si tratta invero di scopi, come consapevolmente messo in luce nella stessa direttiva, il cui raggiungimento non sarebbe garantito qualora la pubblicazione avvenisse in forma anonima ovvero non permettesse una ricostruzione a tutto tondo della remunerazione spettante al singolo amministratore, ad esempio tralasciando di puntualizzarne la composizione ovvero le somme ottenute da parte di imprese appartenenti allo stesso gruppo di cui fa parte la società in questione.

A fronte di quanto emerso finora, non si può negare di riconoscere allo strumento pubblicitario il merito primario di costituire un mezzo *poco costoso*²⁴² per semplificare notevolmente la raccolta di informazioni in punto di remunerazioni e, perciò, rendere più concreto ed attuale lo svolgimento di verifiche sulla loro adeguatezza. Verifiche che, come si diceva, verrebbero demandate in via non esclusiva agli azionisti, ricomprendendo altresì, tra i controllori, una più vasta gamma di portatori di interesse definibili come “pubblico” o “risparmiatori”. Dal canto loro, gli azionisti se ne avvarrebbero primariamente in sede di votazione assembleare, ma anche come fondamento per l’attivazione di rimedi in caso di violazione della politica approvata: azioni di responsabilità nei confronti degli amministratori, impugnazione delle delibere del consiglio di amministrazione (si pensi al caso in cui sia lo stesso *board* a determinare il compenso degli amministratori muniti di particolari cariche) ovvero, in situazioni meno gravi, per stimolare l’intervento dell’Autorità di vigilanza.

Viceversa, per quanto riguarda i risparmiatori, se da una parte la *disclosure* faciliterebbe l’emersione e la disapprovazione di pratiche remunerative inadempienti rispetto alla politica adottata, nelle ipotesi inverse ne accrescerebbe la fiducia. Tanto più se si considera l’ampia ricchezza informativa prescritta dalla Direttiva e dalle disposizioni attuative interne e, in generale, il principio della trasparenza che permea l’intera novella, coinvolgendo anche attori ulteriori (gli investitori istituzionali, i gestori di attivi, i *proxy advisors*): il virtuosismo delle imprese più attente a sostenere politiche remunerative che ne garantiscano il successo a lungo termine farebbe da motore per assicurarsi la stima del pubblico e il supporto dei governi²⁴³.

²⁴² Così DE SANTIS, *Remunerazione degli amministratori e governance delle società per azioni*, cit., p. 266 ss.

²⁴³ In dottrina si è parlato di “costi reputazionali” in merito all’adozione da parte della società di scelte più o meno virtuose in materia di remunerazione degli amministratori. In particolare, si veda THOMAS, *International Executive Pay: Current Practices and Future Trends*, cit. Un altro

A sostenere questa presentazione ottimistica della *disclosure* viene altresì la previsione che ne estende l'applicazione, benché limitatamente al nostro ordinamento, anche al *quantum* e al *quomodo* della remunerazione dei componenti degli organi di controllo (art. 123ter co. 3 e 4 t.u.f.). Questa apertura, lungi dal voler parificare la più rigida disciplina della remunerazione dei sindaci a quella, più blanda e lacunosa, degli amministratori, si contraddistingue tuttavia per un volontario allargamento dell'ambito di indagine soggettivo della relazione sulla politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti. Si rafforza così l'idea che il credito di un'impresa venga tanto più rafforzato quanto più mostri con franchezza il *prezzo* della propria "classe dirigente".

Per offrire un quadro esaustivo in punto di pubblicità remunerativa, non può prescindersi dall'indicare alcuni profili di maggiore debolezza, in termini teorici e pratici. In prima battuta, va ricordata la presumibile facilità con cui gli argini a prima vista così ben saldamente posti dalla disciplina europea potrebbero essere aggirati dai corpi societari chiamati a redigere e a mettere a disposizione del pubblico i documenti sulla politica e sui compensi corrisposti. La crescente complessità che i pacchetti retributivi hanno raggiunto negli ultimi anni costituisce, infatti, una prova di quell'attività di "*camouflage*"²⁴⁴ operata dagli amministratori che ne contrattano con il *board* le specifiche condizioni. Una tale opacità difficilmente sarebbe superabile semplicemente garantendo l'accesso a dati che, agli occhi di qualunque *outsider*, risulterebbero essenzialmente *inaccessibili*. Pertanto, come autorevolmente rilevato in dottrina²⁴⁵, l'accento sulla *disclosure*, se certamente eviterebbe la stipulazione di pacchetti retributivi manifestamente eccessivi, lascerebbe comunque al riparo quegli accordi che, seppur inefficienti, non lo lascino trasparire.

A ciò si ricollega l'ulteriore limite dell'efficienza della soluzione in parola rispetto alle problematiche di remunerazione degli amministratori. Se da un lato c'è chi ne nega un reale potere regolamentare, preferendo piuttosto (e a ragione) definirla un mero "riflesso della regolamentazione all'esterno"²⁴⁶, dall'altro lato

importante contributo in materia è offerto da BEBCHUCK, FRIED, *Pay without performance*, cit., p. 76 ss. Ivi gli autori mettono in evidenza i benefici derivanti dai "limiti dello scandalo", sia sul piano economico, all'interno del mercato del controllo societario e del mercato del lavoro laddove gli amministratori che abbiano contrattato pacchetti retributivi eccessivi risulterebbero penalizzati, sia sul piano soggettivo, evidenziando i fattori sociali e psicologici che porterebbero gli amministratori a non voler disattendere le aspettative di quelle categorie sociali e professionali che li guardano con stima. A ciò si accompagnano tuttavia degli svantaggi: invero, affinché si possano produrre i suddetti effetti benefici è necessario da una parte che gli accordi siano percepiti come illegali (non solo eccessivi) e, dall'altra parte, che lo scandalo sia esteso ad un rilevante gruppo di osservatori le cui opinioni maggiormente interessano (investitori istituzionali, media economici e finanziari, gruppi sociali e professionali cui i consiglieri di amministrazione appartengono).

²⁴⁴ L'espressione è usata da BEBCHUCK, FRIED, *Pay without performance*, cit., p. 76 ss. e ripresa da DE SANTIS, *Remunerazione degli amministratori e governance delle società per azioni*, cit., p. 269. Essa si riferisce non solo ad attività di oscuramento o mascheramento dell'esatta composizione dei compensi, ma anche a vere e proprie attività di falsificazione documentale, di sicura illiceità.

²⁴⁵ Così BEBCHUCK, FRIED, *Pay without performance*, cit., *ibidem*.

²⁴⁶ DE SANTIS, *Remunerazione degli amministratori e governance delle società per azioni*, cit., p. 268.

tale efficienza sarebbe comunque fortemente ostacolata nella pratica da numerosi fattori: la carenza di competenze e conoscenze in materia di remunerazioni proprio da parte dei soggetti che sarebbero chiamati a monitorarne l'adeguatezza, siano essi azionisti o risparmiatori; la tardività con cui il controllo verrebbe ad essere svolto, posto che, quand'anche la pubblicazione delle informazioni avvenga tempestivamente da parte della società, la loro concreta diffusione tra il pubblico richiederebbe tempi tanto più lunghi quanto più vasta è la compagine degli interessati; la fiacchezza di un eventuale intervento, specie se attivato dalla collettività degli *stakeholders*, vista la carenza di strumenti a loro disposizione, tra cui si annoverano quelli di tipo politico (sollevare pressioni a livello istituzionale, sollecitando l'intervento dei governi) e quelli di tipo economico (disinvestimento di risorse), entrambi insufficienti di fronte all'irruenza di un'eventuale situazione di crisi finanziaria.

Infine, come mostrato dalle esperienze del passato, spesso il rischio cui tali politiche divulgative sottopongono i mercati è notevolmente superiore agli eventuali benefici da esse derivanti. Invero, la possibilità di comparazione salariale tra i diversi amministratori a livello non solo regionale ma globale, potrebbe verosimilmente comportarne un aumento: la competizione tra managers spingerebbe questi ultimi ad avanzare richieste remunerative sempre più alte e a preferire quei mercati in cui esse possano trovare soddisfazione; contemporaneamente, la competizione tra società le indurrebbe ad adeguare le paghe concesse ai propri amministratori a quelle praticate dai più celebri *competitors*, al fine di garantirsi amministratori capaci, in entrata, ed evitarne la dispersione, in uscita²⁴⁷. Sarebbe questo il già citato "effetto leva", capace di instaurare un circolo vizioso in tutta contrarietà ai valori cui il legislatore europeo aderisce e agli obiettivi che si ripromette di perseguire con gli interventi normativi qui esaminati.

²⁴⁷ *Ivi*, p. 269. La critica è altresì avanzata da AHERN, *The Mythical Value of Voice and Stewardship in the EU Directive on Long-term Shareholder Engagement*, *cit.*

5. L'attuazione della disciplina europea in Italia

A completamento del quadro finora tracciato, gli ultimi due capitoli del presente lavoro saranno dedicati alla disamina degli interventi del legislatore italiano in attuazione della novellata Direttiva azionisti, nonché volti ad introdurre puntualizzazioni o esercitare opzioni laddove la normativa sovranazionale lo consenta.

Il primo passo per l'attuazione della Direttiva in Italia venne mosso già nel 2017 quando, con l'approvazione della legge di delegazione europea n. 163, il Parlamento delegava al Governo la predisposizione dei necessari strumenti per l'adeguamento della normativa nazionale alle prescrizioni dettate dal legislatore europeo, indicando altresì principi e criteri direttivi cui l'organo esecutivo avrebbe dovuto attenersi nell'esercizio della delega stessa, in aggiunta ai più generali criteri di cui all'art. 32 della legge n. 234 del 2012²⁴⁸. Seguiva, l'8 maggio 2019, l'approvazione del decreto legislativo n. 49 per l'introduzione di nuove misure volte a incoraggiare l'impegno a lungo termine degli azionisti, in particolare, per quel che riguarda la remunerazione gestoria, disponendo all'art. 3 la modificazione dell'art. 123-ter del t.u.f (di cui si è già parlato)²⁴⁹. Infine, in ossequio alla legge di delegazione europea del 2018 (art. 7 legge 4 ottobre 2019, n. 117), a completare l'attuazione della riforma sovranazionale sul profilo del conseguente sistema sanzionatorio, il 14 luglio 2020 veniva pubblicato il decreto legislativo n. 84.

Nella trattazione di seguito svolta, ci si concentrerà su due interventi regolamentari, concernenti le modifiche apportate al Regolamento emittenti adottato da Consob e al Codice di autodisciplina di Borsa Italiana S.p.a. Al successivo capitolo, invece, è rinviata la trattazione della disciplina d'attuazione in materia di sanzioni derivanti dalla violazione delle nuove prescrizioni sulla remunerazione amministrativa. Quanto, infine, all'ordine di trattazione delle questioni, esso seguirà un andamento bifasico: dapprima il focus sugli aspetti formali e strutturali della disciplina esaminata (vincolatività, ambito d'applicazione, ecc.) e, a seguire, l'indicazione dei principali profili d'innovazione introdotti ed il vaglio sulla loro convenienza.

5.1 Il Regolamento Emittenti

Il Regolamento Consob n. 11971/1999 (di seguito Regolamento Emittenti)²⁵⁰ è un regolamento attuativo del decreto legislativo 24 febbraio 1998,

²⁴⁸ Tra essi si ricordano in particolare il principio della semplificazione dei procedimenti (lett. a), il principio del coordinamento con la disciplina vigente (lett. b), il divieto di prevedere o mantenere livelli di regolazione superiori ai minimi richiesti dalle direttive (lett. c), il rispetto delle modificazioni alle direttive nel frattempo intervenute (lett. f), la parità di trattamento (lett. i).

²⁴⁹ Un'analisi completa della struttura e del contenuto del decreto attuativo è fornita da SOTTORIVA, CERRI, *L'attuazione della Direttiva (UE) 2017/828 sull'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti*, in *ilsocietario.it*, 21/5/2019, disponibile gratuitamente al link <http://ilsocietario.it/articoli/focus/l-attuazione-della-direttiva-ue-2017828-sull-incoraggiamento-dell-impegno-lungo> (ultimo accesso il 16 febbraio 2021)

²⁵⁰ Il Regolamento ed i relativi allegati sono disponibili presso il sito internet della Consob, al link: <https://www.consob.it/web/area-pubblica/tuf-e-regolamenti-consob> (ultimo accesso 12 febbraio 2021).

n. 58 (t.u.f.), e, come tale, fonte normativa secondaria vincolante, applicabile agli emittenti strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante, ossia quelli che rispettino entrambi i requisiti dettati dal primo comma dell'art. 2bis dello stesso Regolamento (quali l'avere più di cinquecento azionisti diversi dai soci di controllo che detengano complessivamente almeno il 5% del capitale sociale e il superare due dei tre limiti indicati dall'art. 2435-bis c.c. per la redazione del bilancio in forma abbreviata).

La rilevanza dell'analisi del Regolamento Emittenti svolta in questa sede è data dal fatto che esso è stato interessato da un recentissimo aggiornamento, con le delibere n. 21623 e n. 21625 del 10 dicembre 2020 e n. 21639 del 15 dicembre 2020, entrate in vigore dal 1° gennaio 2021, al fine di perfezionare la previgente disciplina in attuazione della Direttiva 2017/828/UE. Nonostante, come si è visto nei capitoli precedenti, la novella sovranazionale abbia introdotto svariate misure innovative per la regolamentazione della remunerazione degli amministratori di società quotate, è da rilevarsi che, quanto alla modifica del Regolamento Emittenti, un'altrettanta notevole trasformazione non si è verificata. Invero, come è stato evidenziato dalla stessa Autorità di vigilanza, molte delle previsioni introdotte dalla Direttiva erano già state fatte oggetto dei suggerimenti contenuti nelle precedenti Raccomandazioni europee, molte delle quali avevano trovato concretizzazione nel presente Regolamento. In particolare, nel documento di consultazione alle modifiche redatto da Consob nell'ottobre del 2019 si legge che: *“L'implementazione nell'ordinamento domestico delle innovazioni introdotte dalla SHRD 2 in materia di remunerazione presenta un limitato impatto sugli operatori in considerazione della presenza, ormai risalente, di consolidati obblighi di trasparenza su base individuale dei compensi corrisposti ai membri degli organi di amministrazione, controllo e direttori generali delle società quotate, nonché delle modifiche legislative in passato introdotte con l'obiettivo di dare attuazione alle Raccomandazioni della Commissione Europea sulla remunerazione degli amministratori di società quotate e sul ruolo dei consiglieri non esecutivi nella gestione dei conflitti di interesse.”*²⁵¹

Segnatamente, le modifiche in parola sono apportate in ottemperanza del richiamo contenuto all'aggiornato art. 123-ter t.u.f., che richiede alla Consob di fornire tramite regolamento specifica indicazione dei contenuti di cui alla prima sezione della relazione sulla remunerazione, successivamente da sottoporsi ad approvazione assembleare (settimo comma); e, poi, rimette al predetto regolamento non solo l'indicazione del contenuto della seconda sezione della relazione ma anche la facoltà di individuare i dirigenti con responsabilità strategiche per i quali le informazioni siano fornite in forma nominativa e di differenziare il livello di dettaglio delle informazioni in funzione della dimensione della società (ottavo comma).

²⁵¹ Consob, Modifiche al Regolamento sulle operazioni con parti correlate, al Regolamento mercati e al Regolamento emittenti in materia di trasparenza delle remunerazioni, dei gestori degli attivi e dei consulenti in materia di voto in recepimento della Direttiva (UE) 2017/828 (Shareholder Rights Directive 2) - Documento per la consultazione del 31 ottobre 2019. Il documento è reperibile all'indirizzo web: https://www.consob.it/cnbarchives/documenti/Regolamentazione/lavori_preparatori/consultazione_recepimento_direttiva_ue_2017_828.pdf (ultimo accesso il 12 febbraio 2021).

5.1.1 Le novità relative alla politica di remunerazione

Quanto alla prima sezione, ne è derivata la novella dell'art. 84-quater del Regolamento, concernente le prescrizioni riguardanti il contenuto della politica in materia di remunerazione, con l'inserimento del nuovo comma 2-bis. Più nel dettaglio, la nuova disposizione riprende il contenuto dell'art. 9-bis par. 6 della Direttiva e richiede altresì una specifica indicazione degli elementi della politica derogabili in presenza delle circostanze eccezionali di cui all'art. 123-ter co. 3-bis del t.u.f. Nel fare ciò, la disposizione mira a coordinare tali deroghe con la procedura richiesta alla società in caso di attribuzione di compensi a membri degli organi sociali o dirigenti con responsabilità strategiche, ribadendo l'applicazione in ogni caso della disciplina in materia di operazioni con parti correlate. Meno rilevanti sono, invece, le modifiche relative al comma 1 dello stesso articolo, limitatesi ad un allineamento testuale con la nuova rubrica dell'art. 123-ter del t.u.f. (prima semplicemente "politica sulla remunerazione") e alla riproduzione del regime di pubblicità e relative limitazioni alla pubblicazione dei dati personali di cui all'art. 9-ter paragrafi 2, 3 e 5 della Direttiva. Infine, il modello di *disclosure* per la prima sezione contenuto nello schema 7-bis del terzo allegato al Regolamento viene ad essere integrato con elementi inediti. Tra essi, particolare rilevanza assumono le specificazioni in materia di componente variabile della remunerazione, che prevedono:

- a) Un inedito riferimento alla circostanza che la politica indichi obiettivi di *performance* di *natura finanziaria e non finanziaria*, se del caso tenendo conto dei criteri relativi alla responsabilità sociale d'impresa (lett. g);
- b) Un ulteriore affinamento dell'informazione relativa ai criteri utilizzati per la valutazione degli obiettivi di *performance*, specificando cioè l'indicazione della componente variabile connessa al raggiungimento degli obiettivi, eventualmente distinta in base al livello di conseguimento degli stessi (lett. h);
- c) L'indicazione di informazioni che evidenzino il contributo offerto dalla politica di remunerazione, in particolare nella parte relativa alle componenti variabili, alla realizzazione delle finalità di contribuzione alla strategia aziendale, al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società (lett. i);
- d) Una più puntuale indicazione del contenuto della politica in materia di trattamenti di fine carica o rapporto (lett. l).

La novità di cui alla lettera g), in linea con la previsione di cui al terzo capoverso dell'art. 9-bis par. 6 della Direttiva, è uno dei pochi richiami svolti dal legislatore europeo a parametri *altri* rispetto alla tradizionale massimizzazione del valore azionario, attraverso cui valutare l'adeguatezza della politica remunerativa, con particolare riferimento alle forme di remunerazione variabile. Ad essa si accompagnano anche le novelle di cui alle lettere h) e i), che permettono di garantire una migliore trasparenza delle informazioni fornite nella politica di remunerazione in caso di *performance* sopra o sotto al *target* e, quindi, di meglio apprezzare l'effettivo raggiungimento, per tali mezzi, delle finalità dettate dalla Direttiva. Attraverso la novella, dunque, il legislatore europeo rinnova l'attenzione sul desiderato rafforzamento del legame intercorrente tra remunerazione e sostenibilità e ne permette l'ingresso altrettanto

manifestamente negli ordinamenti interni, portando con sé un ripensamento delle tradizionali visioni d'intrapresa societaria ivi presenti.

Ulteriore conferma dell'intento in parola la si ritrova nell'introduzione del decreto legislativo 30 dicembre 2016, n. 254 che, in attuazione della direttiva 2014/95/UE, stabilisce l'obbligo per le imprese di grandi dimensioni di predisporre una *rendicontazione non finanziaria*, ossia una forma di comunicazione al pubblico delle *performance* ambientali e sociali dell'impresa²⁵². Nonostante il ridotto ambito di applicazione, il provvedimento segna un enorme passo in avanti verso la maturazione della consapevolezza dell'impatto dell'attività d'impresa sugli aspetti ecologici e sociali emergenti nelle società contemporanee. Nel riprendere le considerazioni svolte nel terzo capitolo, si vuole qui evidenziare come il futuro delle scelte di governo societario sia sempre più destinato ad addivenire ad un inedito bilanciamento di interessi tra la massimizzazione delle aspettative di guadagno proprie dell'azionariato, da un lato, e la minimizzazione dei rischi prodotti dal mancato rispetto degli interessi ambientali, etici e sociali, dall'altro²⁵³. Un bilanciamento che, ancora adesso, risulta condizionato dalle teorie di primazia dell'investimento azionario e che, come si vedrà più avanti, richiede senz'altro ulteriori sforzi per un completo conseguimento.

Quanto alle informazioni sui trattamenti di fine carica di cui alla lettera l), se ne saluta con favore l'introduzione, poiché mostra la presa di coscienza del regolatore italiano della frequente opacità cui soggiacciono tali strumenti remunerativi, così come emersa nell'esperienza pratica. Infatti, essi sono spesso formulati in maniera ambigua o generica e quindi inidonei a permettere agli investitori di svolgere un concreto apprezzamento dei trattamenti in parola, contribuendo alla creazione di quel disallineamento informativo che, come si è più volte ribadito, avvalga il perseverare di pratiche retributive scarsamente efficienti.

Infine, concordemente all'allargamento soggettivo della relazione sulla politica di remunerazione anche ai componenti degli organi di controllo, operata dai commi 3 e 4 dell'art. 123-ter del t.u.f. e nel rispetto dell'art. 2402 c.c., la novella dispone che vengano altresì fornite informazioni sulla remunerazione dei sindaci, limitatamente alle informazioni generali sugli eventuali criteri di determinazione del compenso e sugli eventuali approfondimenti sulla quantificazione dell'impegno richiesto per lo svolgimento dell'incarico che l'organo di controllo uscente abbia predisposto in vista della formulazione di proposte all'assemblea in materia di compenso, così come raccomandato dalle previsioni del Codice di autodisciplina (punto 2).

²⁵² Per una maggiore disamina della disciplina in materia di informazioni non finanziarie si veda MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *Rivista delle società*, 2019, p. 992 ss. L'autore si propone di indagare se le regole in materia di diffusione di informazioni non finanziarie offrano spazi per un ripensamento del concetto di interesse sociale nelle società quotate. Segnatamente, l'introduzione del d. lgs. n. 254/2016, ha sollevato questioni relative alle modalità con cui gli amministratori siano tenuti a bilanciare l'interesse sociale con gli obiettivi di natura etica, sociale e ambientale.

²⁵³ In accordo MONTALENTI, *L'interesse sociale: una sintesi*, in *Rivista delle società*, 2018, p. 303.

5.1.2 Le novità relative alla relazione sulla remunerazione

Con riferimento alla seconda sezione della relazione, invece, le modifiche riguardano in primo luogo l'allineamento del contenuto prescrittivo alle informazioni previste dall'art. 9-ter par. 1 della Direttiva, relativamente all'applicazione di meccanismi di correzione dei compensi variabili, quali l'introduzione di clausole di *malus* e *claw-back*, alla proporzione tra compensi in misura fissa e variabile, ecc. (punti dall'1.3 all'1.6). Altre dettagliate informazioni richieste dalla novella sono poi scaturite dall'analisi dell'evoluzione della prassi di mercato in tema di trasparenza delle remunerazioni e riguardano, in particolare, la trasparenza delle buonuscite maturate dopo l'entrata in vigore del Regolamento stesso. In proposito, tra le nuove informazioni richieste si ricordano l'indicazione (punto 1.2): della circostanza che ne giustifica la maturazione; dei compensi di fine carica o di cessazione del rapporto di lavoro, distinguendo la parte immediatamente corrisposta da quella differita e la fonte delle singole componenti; dell'importo degli eventuali benefici in natura accordati alla cessazione dell'incarico. Da ultimo, l'aggiornata versione dell'informativa sui compensi corrisposti prevede l'indicazione degli obiettivi di *performance* raggiunti in confronto con quelli previsti in partenza (punto 1.1).

Quest'ultimo punto assume particolare rilevanza in quanto permette di accrescere l'*accountability* delle imprese in relazione alla concreta corresponsione *ex post* dei compensi commisurati alla *performance*. In tal modo, infatti, si avvantaggiano gli azionisti nella valutazione dell'idoneità delle politiche previamente approvate a garantire l'effettivo perseguimento degli obiettivi di crescita duratura dell'impresa, anche in vista della votazione assembleare sulla futura politica proposta dal *board*. Ma c'è di più: in tal modo si attribuisce compiutezza e concretezza agli obiettivi finanziari e non finanziari inseriti nella prima sezione del piano, e, adottando una prospettiva *a posteriori*, si richiama l'attenzione sul raggiungimento dei risultati ambientali e sociali ivi prefissati. Una *disclosure* che, come si diceva più sopra in tema di pubblicità delle informazioni retributive, favorisce una rinnovata fiducia nel sistema produttivo anche da parte del pubblico dei risparmiatori, che, indotti all'investimento, si ritrovano anch'essi coinvolti nel più generale progetto di sviluppo sostenibile delle economie dei Paesi europei.

5.2 Il Nuovo Codice di autodisciplina delle società quotate

Il Codice di Autodisciplina delle società quotate (d'ora in poi, il Codice), redatto nel 1999 dal Comitato per la *Corporate Governance* promosso da Borsa Italiana S.p.a., riunisce in un unico *corpus* normativo le "best practices" in materia di organizzazione e funzionamento delle società quotate italiane. In particolare, esso è rivolto a tutte le società con azioni quotate sul Mercato Telematico Azionario (MAT) gestito da Borsa Italiana, a prescindere dal modello societario da esse concretamente adottato, ferma restando tuttavia la facoltà di seguirlo anche da parte di società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio. Infatti, le raccomandazioni ivi contenute sono soggette a volontaria adesione, di cui è richiesta l'esplicitazione nella relazione sul governo societario e gli assetti proprietari, insieme con l'indicazione delle modalità di concreta applicazione del Codice stesso e degli eventuali scostamenti, specificandone anche: a) le modalità con cui le raccomandazioni sono state disattese; b) la relativa

giustificazione e le modalità di assunzione della decisione di discostarsi; c) il momento a partire dal quale si prevede l'applicazione della *best practice* raccomandata – in caso di scostamento temporaneo; d) gli eventuali comportamenti adottati in alternativa a quello suggerito dal Codice e la loro convenienza rispetto agli obiettivi di buon governo societario (secondo la logica del *comply or explain*).

Medesimo meccanismo è utilizzato all'art. 123-bis co. 2 del t.u.f. che, nell'obbligare le "società emittenti valori mobiliari ammessi alle negoziazioni in mercati regolamentati" ad indicare, tra le altre informazioni contenute nella relazione sul governo societario, l'adesione ad un codice di autodisciplina promosso da società di gestione dei mercati o da associazioni di categoria, richiede altresì di motivare "*le ragioni dell'eventuale mancata adesione ad una o più disposizioni, nonché le pratiche di governo societario effettivamente applicate dalla società al di là degli obblighi previsti dalle norme legislative o regolamentari*" (lett. a). Inoltre, si precisa che, in conformità ai principi di flessibilità e proporzionalità applicativa cui il Codice è improntato, alcune raccomandazioni sono riservate ad un più ristretto ambito applicativo, a seconda della dimensione e degli assetti proprietari della società (per cui, ad esempio, a fronte di raccomandazioni rivolte alle sole società di maggiori dimensioni ne è prevista l'applicazione con modalità semplificate per quelle che non vi rientrano).

Anche il Codice di autodisciplina, così come il predetto Regolamento emittenti, è recentemente andato incontro ad aggiornamento, frutto di una revisione complessiva maturata a partire dal luglio del 2018 (periodo a cui risale la precedente versione) e in vigore a partire dal primo esercizio successivo al 31 dicembre 2020. Sul piano esterno, la novella richiede alle società che lo adottano o intendano adottarlo, di informarne il mercato nella relazione sul governo societario da pubblicarsi nel corso del 2022. Quanto al termine iniziale, a quello sopra indicato seguono due deroghe: la prima, prevede l'applicazione della raccomandazione n. 8, relativa alle quote di genere negli organi di amministrazione e controllo, a partire dal primo rinnovo successivo alla cessazione degli effetti delle disposizioni legislative che ne impongano una diversa quota; la seconda, prevede *per le sole società grandi* l'applicazione della raccomandazione n. 5, relativa alla presenza di membri indipendenti nell'organo di amministrazione, a partire dal primo rinnovo dell'organo stesso successivo al 31 dicembre 2020.

Quanto alla struttura, il Codice presenta, a seguito dell'ultima novella, un impianto semplificato, ossia bipartito in principi e raccomandazioni: i primi sono volti ad indicare gli obiettivi di *governance* mentre le seconde stabiliscono gli strumenti e le azioni migliori per il raggiungimento dei predetti obiettivi. Già sul piano formale si constata quindi una prima novità che caratterizza il nuovo Codice: i vecchi "criteri applicativi" vengono sostituiti dalle raccomandazioni e vengono altresì eliminati i "commenti", aventi la duplice finalità di chiarire la portata dei principi e dei criteri applicativi, anche tramite esemplificazioni, e di descrivere ulteriori modalità per il perseguimento degli obiettivi ivi indicati. Tale funzione chiarificatrice e integratrice viene ora assunta dalle sessioni di "Q&A" e

dalla pubblicazione telematica dei relativi contenuti²⁵⁴. Una semplificazione che si estende anche al numero degli articoli, ridotto da 10 a 6 attraverso una concentrazione più efficiente dei profili di *governance* trattati. Tutto ciò, in linea con uno dei principali scopi della novella, ossia la volontà di offrire alle società quotate uno strumento di autodisciplina *più snello* e “*che agevoli una più sostanziale applicazione delle best practice*”²⁵⁵ ivi elaborate.

5.2.1 Il successo sostenibile: obiettivi e strumenti d’azione nella prospettiva di una politica remunerativa incentivante

Sul piano sostanziale, invece, la principale novità inserita nel Codice è costituita dall’introduzione del concetto di “successo sostenibile”, quale obiettivo primario dell’organo amministrativo in relazione sia alla società in sé sia al gruppo cui eventualmente essa faccia capo, così come riportato sin dai principi I e II (art. 1)²⁵⁶. Esso viene poi richiamato al principio XV in materia di remunerazione (art. 5), e ne viene attribuito un ruolo chiave quale obiettivo su cui incentrare l’intera politica di remunerazione degli amministratori predisposta dal *board*. Infine, è altresì presente al principio XVIII in punto di sistema di controllo interno e gestione dei rischi (art. 6), richiedendosi che anche quest’ultimo si componga di regole, procedure e strutture organizzative volte, appunto, alla finalità ultima di contribuire al successo sostenibile della società.

La definizione di successo sostenibile è fornita dallo stesso regolatore e consiste in un “*obiettivo che guida l’azione dell’organo di amministrazione e che si sostanzia nella creazione di valore nel lungo termine a beneficio degli azionisti, tenendo conto degli interessi degli altri stakeholder rilevanti per la società.*” Nella prospettiva adottata dal Codice, dunque, lo scopo della grande impresa non dovrebbe limitarsi a considerare unicamente gli interessi degli azionisti, ma sarebbe pure necessario un adeguato apprezzamento degli interessi degli altri *stakeholders*, cui è riconosciuto il ruolo di “garanti” per lo sviluppo duraturo dell’intrapresa economica. In tal modo risulterebbe favorito il soddisfacimento dei bisogni economici e produttivi sia attuali sia futuri dell’impresa, della quale sarebbero irrobustite le prospettive di continuità e creazione di valore nel tempo, grazie al raggiungimento di un punto di equilibrio con i più diffusi bisogni ambientali e sociali. Alla luce dell’ampia portata dell’obiettivo in parola e coerentemente ad esso, il Codice ne richiede non solo una generale individuazione e attuazione all’interno del piano industriale, insieme al relativo periodico monitoraggio (così l’art. 1 racc. 1), ma intende, anzi, calarlo all’interno di tutti i profili di maggior rilievo nell’organizzazione societaria. Per farlo, dunque, interviene integrando l’obiettivo di successo sostenibile anche con riguardo alle

²⁵⁴ L’edizione 2020 delle Q&A per l’applicazione del Codice di autodisciplina è consultabile al link: <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/2020qa.pdf> (ultimo accesso 13 febbraio 2021).

²⁵⁵ Così il Comunicato stampa del 23 luglio 2019 – Comitato per la *Corporate Governance*: definita la roadmap per l’adozione della nuova edizione del Codice di Autodisciplina, reperibile al link: <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/news/20190723.pdf> (ultimo accesso 13 febbraio 2021).

²⁵⁶ Se ne riporta il contenuto: “*I. L’organo di amministrazione guida la società perseguendone il successo sostenibile. II. L’organo di amministrazione definisce le strategie della società e del gruppo ad essa facente capo in coerenza con il principio I e ne monitora l’attuazione.*”

politiche di remunerazione e al sistema di controllo interno²⁵⁷, rendendolo, in definitiva, un concetto immanente nell'intera auto-regolamentazione²⁵⁸.

Da ciò se ne deduce l'importanza: il focus che si offrirà nel prosieguo in punto di sostenibilità si giustifica, invero, all'interno di una trattazione incentrata su tematiche prettamente retributive, con il convincimento che proprio la remunerazione possa costituire uno strumento incentivante per il raggiungimento di obiettivi societari non lucrativi, in particolar modo se connessi all'attribuzione, per gli amministratori, di forme remunerative legate alla *performance*. A ciò si aggiunga che, nell'opinione di un'avveduta dottrina²⁵⁹ e in un'ottica più generale, il rilievo attribuito dal regolatore interno e dal legislatore eurounitario ai versanti non finanziari ed alle tempistiche dell'operato societario celerebbe, qualora se ne voglia cogliere un qualche apporto innovatore, un ampliamento della discrezionalità amministrativa. Invero, a prescindere dal peso specifico che si voglia riconoscere alle disposizioni di dettaglio, le novità regolative ora considerate hanno chiaramente introdotto nel sistema di diritto societario un "germe" di responsabilità sociale, che si sostanzia nell'innalzamento degli *standards* di tutela ambientale e sociale non soltanto a livello giuridico, ma soprattutto a livello percettivo. Da qui, l'effetto di un incremento di pressione sociale sui *board* affinché orientino ai suddetti fini le future politiche d'impresa. Risulta pertanto opportuno affrontare nel prosieguo la questione dell'*an* e del *quomodo* l'evoluzione normativa sia conciliabile con la condizione vigente del diritto societario italiano, attraverso una più dettagliata analisi della composizione degli interessi all'interno del modello S.p.a.

Tornando all'oggetto di indagine da cui si era partiti, e rileggendo la statuizione del 2020 in una prospettiva comparatistica, si nota come essa non costituisca un *unicum* tra le disposizioni regolamentari europee. In primo luogo, essa si pone nell'alveo delle considerazioni emerse dall'incontro annuale dei sei Presidenti dei Comitati per la *Corporate governance* di Francia, Germania, Italia, Olanda, Regno Unito e Svezia, i quali già nel 2018 avevano sollevato il proprio appello per il miglioramento delle disposizioni dei rispettivi Codici accogliendo la nozione di "*Environmental, Social and Governance*" (ESG). L'espressione in parola ha trovato una prima formulazione nel contesto statunitense ed in particolare ha accompagnato la nascita delle c.d. *benefit corporations* (di cui meglio si dirà più avanti). Essa si contraddistingue per indicare una pluralità di fattori attraverso cui realizzare uno *screening* delle singole imprese e valutarne la *performance* in termini di sostenibilità e impatto sociale in uno specifico lasso

²⁵⁷ Le considerazioni qui svolte sono riprese da AMATO, PIEROTTI, MACRÌ, *Il successo sostenibile nel Codice di Autodisciplina 2020: ruolo dell'organo di amministrazione e remunerazione*, in *dirittobancario.it*, 19 novembre 2020, disponibile al link: <https://www.dirittobancario.it/approfondimenti/societa/il-successo-sostenibile-nel-codice-di-autodisciplina-2020-ruolo-dell-organo-di-amministrazione> (ultimo accesso il 13 febbraio 2021) i quali offrono un'approfondita analisi della novellata versione del Codice di autodisciplina.

²⁵⁸ Così TOMBARI, LUCIANO, *Il "nuovo" Codice di Corporate Governance delle società quotate: prime riflessioni*, in *ilsocietario.it*, 18 marzo 2020, disponibile al link: <http://ilsocietario.it/articoli/focus/il-nuovo-codice-di-corporate-governance-delle-societ-quotate-prime-riflessioni> (ultimo accesso il 13 febbraio 2021).

²⁵⁹ Così ANGELICI, "*Potere*" e "*interessi*" nella grande impresa azionaria: a proposito di un recente libro di Umberto Tombari, in *Rivista delle società*, 2020, p. 4.

temporale, fattori posti a beneficio delle società e degli investitori e, di conseguenza, funzionali alla riduzione dei rischi di mercato cui tali soggetti sono esposti.

Tali fattori si pongono all'interno del più ampio fenomeno di *investimento responsabile* (IR), intendendo con ciò tutte quelle attività di collocamento di risorse volte al perseguimento di obiettivi economici e non economici. Il concetto "ESG" si fonda su tre pilastri fondamentali, quali, appunto, l'ambiente, la comunità sociale e la gestione d'impresa. Si pensi, ad esempio, per quanto riguarda il fronte ambientale, al tasso di innovazione ecologica adottato dall'impresa, alle risorse utilizzate e alle emissioni prodotte; sul fronte sociale, all'attenzione riservata al rispetto dei diritti umani ed alla parità di genere tra i lavoratori, nonché alla garanzia di ambienti di lavoro sani e sicuri; infine, sul fronte della gestione, alle prerogative assicurate agli azionisti, alla struttura assunta dal *board* ma anche al rapporto tra la remunerazione degli amministratori e il rendimento azionario. Perciò la valutazione complessiva dell'impresa inevitabilmente ne risentirebbe qualora i componenti del *board* ottengano utilità sproporzionate rispetto all'andamento dell'impresa, a detrimento del complesso di investitori e di *stakeholders*.

Va da sé che sarebbe inopportuno ed errato tentare una netta suddivisione tra queste tre categorie dal momento che lo scarso grado di conformità alle soglie minime dettate dalle une influirebbe in ogni caso sulle altre. Tant'è vero che, già in questi ultimi anni, si sta assistendo ai pregiudizi cagionati dal cambiamento climatico sulle comunità e sulle categorie sociali più indigenti in tutto il mondo. Ancora, la nozione di ESG si pone in stretta correlazione con la nozione di CSR (*Corporate Social Responsibility*)²⁶⁰. Ciò nel senso che l'adozione di criteri di valutazione ambientale, sociale e di *governance* mette bene in rilievo l'impatto che le politiche d'investimento producono sull'ecosistema, sulle condizioni di lavoro degli impiegati e sulle relazioni di potere nella gestione di una data società. Pertanto, quanto maggiore è il rispetto degli standard ESG, tanto maggiore sarà il livello di responsabilità sociale riconosciuto all'impresa.

L'attenzione per il rispetto di siffatti parametri, si diceva, nata al di là dell'Oceano, ha via via conquistato gran parte degli operatori finanziari e dei regolatori nazionali e sovranazionali del Vecchio continente (Commissione europea compresa²⁶¹), tanto da trovare impiego non solo quale criterio di valutazione della sostenibilità d'impresa nella predisposizione e nello sviluppo delle strategie di investimento, ma anche come caposaldo per la progettazione di una cornice normativa più efficiente e maggiormente incentivante al perseguimento di obiettivi di economia sostenibile. Ne ha fatto seguito l'invito, rivolto al legislatore, di riservare una maggiore attenzione sia nell'introdurre e nel monitorare il rispetto dei criteri ESG sia nel tenerli in considerazione per i futuri interventi normativi, nonché l'appello reciproco tra i Presidenti dei Comitati interessati per l'adozione di un approccio condiviso nell'introduzione di *standards*

²⁶⁰ Sulla definizione ed i caratteri fondamentali del concetto di CSR si veda nt. 173.

²⁶¹ E lo si è visto nel Cap. 3.

di gestione più sostenibili.²⁶² Un appello pienamente accolto dal Comitato per la *Corporate governance* italiano che, nel predisporre il piano d'azione in previsione della più recente Direttiva, si proponeva in tal modo di offrire risposta alle nuove sfide derivanti dall'evoluzione del mercato, affermando che: *“In tale prospettiva, particolare enfasi verrà attribuita all'integrazione della sostenibilità, anche ambientale e sociale, nelle strategie, nella gestione dei rischi e nelle politiche di remunerazione delle società quotate e allo sviluppo di un più intenso dialogo tra queste ultime e i loro investitori e gli altri stakeholders rilevanti.”*²⁶³

Inoltre, quanto alle previsioni del Codice in materia di remunerazione, esse trovavano antecedenti già nell' *UK Corporate Governance Code* del 2018 e nel *Belgian Code on Corporate Governance* del 2020.²⁶⁴ Ambedue le raccolte regolamentari, infatti, richiedevano la predisposizione di una politica di remunerazione volta a supportare le strategie societarie di lungo periodo e a promuovere la creazione di valore sostenibile per l'impresa.²⁶⁵ Similmente, anche il *Corporate Governance Code of Listed Corporations* 2018 francese²⁶⁶ e il *German Corporate Governance Code*²⁶⁷, mentre gli attuali codici svedese e

²⁶² Common statement by the Six Chairs Group - The Six Chairs commit to enhance sustainability best practices within *corporate governance* codes (dicembre 2018), disponibile al link: <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/news/commonstatement2018.pdf> (ultimo accesso il 13 febbraio 2021).

²⁶³ Cfr. Comunicato stampa del 23 luglio 2019, *cit.*

²⁶⁴ Lo evidenziano AMATO, PIEROTTI, MACRÌ, *Il successo sostenibile nel Codice di Autodisciplina 2020: ruolo dell'organo di amministrazione e remunerazione*, *cit.*

²⁶⁵ Si riporta il testo originale delle disposizioni richiamate:

UK Corporate Governance Code del 2018, art. 5: *“Remuneration policies and practices should be designed to support strategy and promote long-term sustainable success. Executive remuneration should be aligned to company purpose and values, and be clearly linked to the successful delivery of the company’s long-term strategy.”* Il documento completo è disponibile al link: <https://www.frc.org.uk/getattachment/88bd8c45-50ea-4841-95b0-d2f4f48069a2/2018-UK-Corporate-Governance-Code-FINAL.PDF> (ultimo accesso il 13 febbraio 2021).

Belgian Code on Corporate Governance del 2020, Principle 7.1 (trad. inglese): *“The board should adopt, upon the advice of the remuneration committee, a remuneration policy designed to achieve the following objectives: - to attract, reward and retain the necessary talent; - to promote the achievement of strategic objectives in accordance with the company’s risk appetite and behavioural norms; and - to promote sustainable value creation.”* Il documento completo è disponibile al link: https://ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/2020_belgian_code_on_corporate_governance.pdf (ultimo accesso il 13 febbraio 2021).

²⁶⁶ *Corporate Governance Code of Listed Corporations* 2018, Principle 24.1.1. (trad. inglese): *“The compensation of these directors [i componenti del board] must be competitive, adapted to the company’s strategy and context and must aim, in particular, to improve its performance and competitiveness over the medium and long term, notably by incorporating one or more criteria related to social and environmental responsibility.”* Il documento completo è disponibile al link: https://ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/afep-medef-code-revision-june-2018-eng_2.pdf (ultimo accesso il 13 febbraio 2021).

²⁶⁷ *German Corporate Governance Code* 2019, Principle 23 (trad. inglese): *“The remuneration structure of listed companies is to be oriented towards the company’s sustainable and long-term development. Management Board remuneration is to be set in a way that promotes the corporate strategy and the company’s long-term development.”* Il documento completo è disponibile al link: https://ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/191216_german_corporate_governance_code.pdf (ultimo accesso il 13 febbraio 2021).

olandese si limitano ad un più blando richiamo alla creazione di valore a lungo termine, senza fare espressa menzione del concetto di successo sostenibile²⁶⁸.

Per il resto, l'art. 5 del Codice non presenta considerevoli innovazioni, riprendendo, piuttosto, il dettato della precedente formulazione (vecchio art. 6). Semmai è possibile rilevare qualche apertura alla remunerazione variabile degli amministratori non esecutivi: infatti, le precedenti raccomandazioni ne vietavano la retribuzione attraverso piani di remunerazione basati su azioni, salvo l'assunzione di una motivata decisione da parte dell'assemblea dei soci (6.C.4); tale limitazione viene ora eliminata, ma resta fermo l'invito a che tale compenso non sia legato a obiettivi di *performance* finanziaria, se non per una parte non significativa (art. 5 Racc. n. 29, in vigore); ciò in ragione del ruolo da questi svolto in relazione all'assunzione di funzioni direttive e decisionali, e, pertanto, di una ridotta esigenza di riallineamento dei loro interessi con quelli degli azionisti²⁶⁹. Seguono poi alcune disposizioni di maggior dettaglio in punto di politica per la remunerazione degli amministratori esecutivi e del *top management* (Racc. nn. 27-28) e in tema di predisposizione di un comunicato da parte dell'organo amministrativo, poi diffuso al mercato, in occasione della cessazione dalla carica e/o dello scioglimento del rapporto con un amministratore esecutivo o un direttore generale (Racc. n. 31). Quanto, infine, alla novellata disciplina delle funzioni e della composizione del Comitato remunerazioni, si rinvia alla più ampia trattazione contenuta nel precedente capitolo²⁷⁰.

5.2.2 Implicazioni in tema di “funzionalizzazione” del tipo S.p.a.

Nel commentare la disciplina del Codice, diversi interpreti ne hanno messo in luce il carattere innovativo e innovatore. Invero, si è evidenziato come la declinazione del concetto di successo sostenibile nei diversi ambiti della *governance* societaria e l'attenzione ad esso attribuita dal Comitato di *corporate governance* abbia spostato lo scopo cardine della grande impresa dalla (mera) creazione di valore per gli azionisti verso una dimensione più ampia, “*ove il profitto è l'auspicabile prodotto della ragion d'essere dell'impresa societaria ma non si identifica più integralmente con essa*”. La sostenibilità, infatti, costituisce

²⁶⁸ Dutch *Corporate Governance Code* – 2016, Chapter 3 (Remuneration), la versione in lingua inglese del codice è liberamente accessibile al link: https://ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/thenetherlands_cgcode_2016.pdf (ultimo accesso il 13 febbraio 2021); The Swedish *Corporate Governance Code* (2016), Article 9 (Remuneration of the board and executive management), la versione in lingua inglese del codice è liberamente accessibile al link: https://ecgi.global/sites/default/files/codes/documents/the_swedish_corporate_governance_code_1_december_2016.pdf (ultimo accesso il 13 febbraio 2021).

²⁶⁹ Una critica al previgente divieto di remunerazione degli amministratori indipendenti tramite forme di compenso legate alla *performance* è espressa da CAPPIELLO, *La remunerazione degli amministratori*, p. 107 ss. e 140 ss. *cit.* L'autore sottolinea gli indubbi vantaggi in termini di efficacia ed efficienza del sistema di governo societario derivanti dall'utilizzo di strumenti incentivanti, al contrario svincolandoli dal produrre un sicuro effetto pregiudizievole per l'autonomia di giudizio degli amministratori indipendenti: se opportunamente calibrati, invece, tali strumenti potrebbero creare una “*virtuosa divergenza di interessi*” tra amministratori esecutivi ed amministratori indipendenti nonché avere effetti stimolanti per il miglior espletamento delle relative funzioni di alta amministrazione e supervisione.

²⁷⁰ Cfr. Cap. 4, par. 4.4.

un pilastro della *Corporate Social Responsibility (CSR)*²⁷¹, poiché chiarisce l'impatto che le politiche d'investimento hanno (soprattutto) sulla vita sociale e sull'ambiente, e pone quindi le basi per stimolare le imprese a dare maggiore rilevanza ai suddetti fattori anche nella determinazione dei criteri cui ancorare l'ammontare e le modalità di corresponsione del compenso degli amministratori.

Invero, come si è già avuto modo di evidenziare, il perseguimento di obiettivi di sostenibilità sociale ed ecologica costituisce un importante strumento per la valutazione della *performance* societaria, a sua volta principale parametro di riferimento nella determinazione dei compensi gestori in forma variabile. Alla base di tale apprezzamento si pone un'interpretazione estensiva del concetto di interesse, che include sia valutazioni economiche sia un giudizio in merito al più generale benessere degli *stakeholders* coinvolti nell'attività d'impresa. Una valutazione questa che, secondo recenti studi di dottrina, assumerebbe un carattere tanto più dettagliato ed affidabile quanto più tenga conto non solo delle informazioni relative alle strategie di investimento sostenibile messe in campo dalla società (c.d. *ESG ratings*)²⁷², ma anche del valore creato dall'attività d'impresa (c.d. *Added Value*).

In particolare, l'attribuzione alla nozione di interesse di un'evidente natura multidimensionale porta con sé il bisogno che anche i criteri utilizzati per vagliarne il raggiungimento siano in grado di coglierne le molteplici sfaccettature. Ragion per cui, secondo questa tesi, sarebbe vantaggioso commisurare la distribuzione del "valore aggiunto" tra i singoli portatori di interesse. Peraltro, la necessità di considerare una pluralità di fattori nell'esaminare i risultati conseguiti dalle scelte di gestione, andrebbe altresì estesa alla fase di assunzione di tali scelte, affinché gli stessi individui che, insieme agli azionisti, contribuiscono alla

²⁷¹ La dottrina ha provveduto ad evidenziare ampiamente i limiti con cui si scontra il concetto di CSR, sia in termini di genuinità dell'accoglimento da parte delle maggiori *companies* a livello mondiale sia in termini di portata innovativa in merito alla declinazione pluralistica o monistica degli interessi sociali. Rilevante è il contributo di ANGELICI, *Divagazioni sulla "responsabilità sociale" d'impresa*, in *Rivista delle società*, 2018, p. 3.

²⁷² La ricerca cui ci si riferisce è stata condotta da SIGNORI, SAN-JOSE, RETOLAZA, RUSCONI, *Stakeholder Value Creation: Comparing ESG and Value Added in European Companies*, in *Sustainability*, 2021, p. 1392, liberamente accessibile al link: <https://www.mdpi.com/2071-1050/13/3/1392> (ultimo accesso il 2 aprile 2021). Ivi gli autori riportano i principali fattori elaborati da Refinitiv per l'attribuzione alle imprese di un punteggio ESG, quali, brevemente:

- a) Il punteggio sulla forza lavoro misura la capacità dell'impresa di assicurare la soddisfazione professionale, la sicurezza e la salubrità del posto di lavoro, la valorizzazione della diversità e delle pari opportunità e lo sviluppo di opportunità per i lavoratori;
- b) Il punteggio sui diritti umani misura la capacità dell'impresa di assicurare il rispetto delle convenzioni sui diritti umani fondamentali;
- c) Il punteggio sulla comunità misura l'impegno dell'impresa alla legalità, alla protezione della salute pubblica e al rispetto dell'etica d'impresa;
- d) Il punteggio sulla gestione misura l'impegno e la capacità dell'impresa di attuare le *best practices* in materia di *governance*;
- e) Il punteggio sulla riduzione delle emissioni misura l'impegno e la capacità dell'impresa alla riduzione delle emissioni nella produzione e nei processi operativi.

Collegandosi al link <https://www.refinitiv.com/en/sustainable-finance/esg-scores#terms-of-use> è possibile svolgere una ricerca mirata a singole società per conoscere il relativo punteggio ESG, sia in termini globali sia in relazione alle singole componenti ambientale, sociale e di *governance*.

creazione di ricchezza (attraverso modalità variabili e per lo più non finanziarie, quali il lavoro) possano goderne i risultati (ad esempio, ricevendo una remunerazione adeguata alla prestazione svolta, nonché sufficiente a garantire loro una vita dignitosa).

Si parla, a tal proposito, di *distributional fairness*: “*It is exactly at the moment of producing goods or providing services that a company creates value(s) and distributes them to different stakeholders as remuneration for their participation. A fair value creation process asks for a fair distribution of value during its realization.*” Ad esso è contrapposto il concetto di *wealth appropriation*, ovverosia il tentativo di conservare quanta più ricchezza possibile a beneficio della società e del suo azionariato, a discapito degli altri soggetti che, per l'appunto, ne hanno contribuito alla creazione (clienti, fornitori, finanziatori, lavoratori e comunità).²⁷³

Il profitto, dunque, non più l'unico fine dell'impresa societaria. Potrebbe il richiamato concetto di successo sostenibile costituire l'innescò per una rivoluzione della teoria societaria tradizionale, che, invece, ne mette al centro il fine di lucro, ossia la produzione e la distribuzione di utili tra i soci? E ancora: si tratterebbe davvero di un sovvertimento dello *status quo* oppure il nostro ordinamento già contempla il perseguimento di interessi ulteriori rispetto all'interesse sociale strettamente inteso? Infine, qualora si sostenesse tale ultima posizione, a quali conseguenze andrebbe incontro la società che non se ne conformasse?

Nel ricercare una risposta a tali quesiti, si è preferito in questa sede soffermare l'attenzione sui primi due, indagando l'ammissibilità dell'accoglimento di una nozione pluralista di interesse sociale, e tralasciando, invece, le connesse problematiche di “gerarchizzazione” interna all'interesse stesso²⁷⁴ e di *enforcement*²⁷⁵. Venendo ora al merito della questione, il punto di partenza va individuato nella previsione contenuta all'art. 2247 del Codice civile: “*Con il contratto di società due o più persone conferiscono beni o servizi per l'esercizio in comune di un'attività economica allo scopo di dividerne gli utili.*” La disposizione costituisce il cardine della materia societaria in relazione al campo delle società lucrative, in quanto, per un verso, stabilisce i requisiti necessari per la costituzione di una società (quali, a) i conferimenti; b) l'esercizio di un'attività economica; c) lo scopo lucrativo) e, per altro verso, ne permette il differenziamento rispetto alle società cooperative, caratterizzate dallo scopo mutualistico, cioè di procurare ai soci un vantaggio patrimoniale diretto attraverso la fornitura degli stessi beni e servizi per il conseguimento dei quali la cooperativa è sorta²⁷⁶.

A fronte di una così certa delimitazione della struttura e delle componenti societarie offerta dalla previsione civilistica sembrerebbe di potersi senz'altro

²⁷³ V. SIGNORI, SAN-JOSE, RETOLAZA, RUSCONI, *Stakeholder Value Creation, ibidem, cit.*

²⁷⁴ Con ciò intendendosi l'operazione di organizzazione degli interessi secondo un ordine di inderogabilità nel perseguimento.

²⁷⁵ Per un approfondimento sul tema si consulti COUTINHO DE ABREU, *CSR - “responsabilità” senza responsabilità (legale)?*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2019, p. 1088.

²⁷⁶ Per un approfondimento in tema di scopo mutualistico (e relative gradazioni) si veda, tra gli altri, la ricostruzione offerta da Cass., 8.09.1999, n. 9513, in *Giust. civ.*, 2000, p. 365.

negare l'ammissibilità di qualsivoglia diverso intento da sommare (o, peggio ancora, sostituire) al fine di distribuzione degli utili tra i soci. Ma si tratterebbe di una conclusione affrettata, nonché errata. L'ordinamento italiano fornisce infatti diversi esempi in cui all'interesse dei soci alla produzione e distribuzione di utili si accompagnano "altri interessi", "*posti sullo stesso piano e coinvolti, a vario titolo e causa, nell'impresa azionaria*"²⁷⁷. Il più celebre è rappresentato dalle c.d. società benefit, introdotte con la Legge di stabilità del 2016²⁷⁸ per la prima volta in Europa e al mondo al di fuori degli USA, dove sono nate nel 2010.

La *benefit corporation* consiste in un modello societario volontariamente finalizzato al perseguimento di obiettivi ulteriori rispetto allo scopo di lucro, segnatamente, a *finalità di beneficio comune*, ossia uno o più effetti positivi su persone, comunità, territori e ambiente, beni ed attività culturali e sociali, enti e associazioni ed altri portatori di interessi. Infatti, come affermato nello stesso sito web d'informazione ad esso dedicato a cura di B Lab in collaborazione con AssoBenefit, "*Le Società Benefit perseguono tali finalità di beneficio comune in modo responsabile, sostenibile e trasparente e la loro gestione richiede ai manager il bilanciamento tra l'interesse dei soci e l'interesse della collettività*"²⁷⁹, finalità da indicarsi nell'oggetto sociale. A ciò si accompagna una peculiare disciplina che impone:

- a) Che la gestione sia svolta in una prospettiva di bilanciamento²⁸⁰ tra l'interesse dei soci e l'interesse di coloro sui quali l'attività sociale possa avere impatto (co. 377);
- b) L'indicazione nell'oggetto sociale delle specifiche finalità di beneficio comune che la società intende perseguire (co. 378);

²⁷⁷ Così TOMBARI, *L'organo amministrativo di S.p.A. tra "interessi dei soci" ed "altri interessi"*, in *Rivista delle società*, 2018, p. 20 ss. Ivi l'Autore si propone di indagare la legittimità del perseguimento da parte delle S.p.a. di interessi diversi dal tradizionale scopo lucrativo, giungendo, infine, ad una risposta affermativa.

²⁷⁸ La disciplina è contenuta nella legge n. 208 del 28/12/2015 (legge di Stabilità 2016), art.1, commi 376-384, in vigore dal 1° gennaio 2016.

²⁷⁹ Si consulti l'indirizzo <https://www.societabenefit.net/cosa-sono-le-societa-benefit/> (ultimo accesso il 13 febbraio 2021).

²⁸⁰ È proprio questo il principale elemento scriminante tra il tipo sociale *benefit* e la società-impresa sociale: al contemperamento d'interessi nel primo si contrappone una netta riduzione della finalità lucrativa nella seconda. Lo evidenzia TOMBARI, "*Potere" e "interessi" nella grande impresa azionaria*, Milano, 2019, p. 68. Quanto invece alla differenza tra le società *benefit* e le società che adottano un modello di gestione improntato alla CSR, essa va ricercata sul piano della natura volontaristica e, di conseguenza, dell'*enforcement*: sebbene anche le società *benefit* assumano il dovere di perseguire finalità di beneficio comune *volontariamente*, si tratta tuttavia di una libera scelta dei soci e che trova conferma in una specifica previsione statutaria; al contrario nell'ambito CSR manca del tutto un profilo di doverosità e la scelta è rimessa alla discrezionalità amministrativa. In aggiunta, in una prospettiva di contrapposizione tra lettura istituzionalistica e contrattualistica dello scopo sociale, se la dottrina CSR sarebbe da intendersi quale espressione della prima, non così invece per il tipo sociale *benefit*, espressione piuttosto di un "contrattualismo estremo". Così ANGELICI, *Divagazioni sulla "responsabilità sociale" d'impresa*, cit. Più di recente, l'autore ha attribuito alla Responsabilità Sociale d'Impresa la funzione non solo di strumento attraverso cui ottimizzare il perseguimento dello scopo lucrativo, ma anche di mezzo di rilegittimazione della grande impresa nei postumi della crisi finanziaria dello scorso decennio: v. ANGELICI, "*Potere" e "interessi" nella grande impresa azionaria: a proposito di un recente libro di Umberto Tombari*, cit

- c) L'obbligo di redigere annualmente una Relazione concernente il perseguimento del "beneficio comune" da allegare al bilancio, indicando altresì gli obiettivi e le azioni realizzate dall'organo amministrativo, la valutazione dell'impatto generato, nonché gli obiettivi da perseguire nell'esercizio successivo (co. 382);
- d) L'obbligo di pubblicazione della Relazione annuale sul sito internet della società (co. 383);
- e) L'individuazione di uno o più soggetti responsabili a cui affidare funzioni e compiti volti al perseguimento delle suddette finalità (co. 380);
- f) Che l'inosservanza di tali obblighi porti alla configurazione di una responsabilità e/o revoca per giusta causa degli amministratori (co. 381);
- g) Che il mancato perseguimento delle finalità di beneficio comune comporti l'applicazione delle disposizioni in materia di pubblicità ingannevole e del codice di consumo (co. 384).

L'introduzione delle società benefit ha segnato, nel contesto italiano, una netta cesura con il fino ad allora intoccato requisito lucrativo quale unica ed irrinunciabile causa dell'esistenza dell'impresa sottoforma di società. Un'evoluzione che, tuttavia, non ha stravolto i restanti capisaldi della materia societaria, quanto, piuttosto, ha offerto la possibilità di aggiungervi finalità supplementari al tipico scopo di lucro²⁸¹ e, come emerso dalla breve carrellata normativa appena richiamata, ha introdotto obblighi ulteriori, segnatamente in punto di responsabilità e trasparenza: quanto alla prima, le *benefit corporations* sono chiamate a tenere conto del proprio impatto sulla società e l'ambiente, ponendo questa consapevolezza quale punto di partenza per la massimizzazione del valore dell'impresa in modo sostenibile, ossia nel lungo periodo e per tutti gli *stakeholders*; quanto alla seconda, poi, tali società sono tenute a comunicare e divulgare i risultati conseguiti, i progressi e i nuovi impegni assunti nei confronti degli azionisti e del pubblico.

La nascita delle *benefit corporations* in Italia, tuttavia, ha offerto man forte alle letture più tradizionaliste del contratto sociale: si è sostenuto, infatti, che l'introduzione di questo nuovo e diverso tipo societario caratterizzato dal perseguimento di obiettivi non necessariamente e direttamente redditizi per l'azionariato abbia in realtà rafforzato la struttura di tutte quelle S.p.a. che benefit non sono, riconducendole nelle più strette maglie di cui all'art. 2247 c.c. Ma si tratterebbe, ancora una volta, di una tesi poco convincente²⁸². Ciò in quanto le

²⁸¹ Le società benefit si distinguono a loro volta dalle organizzazioni non profit, in cui lo scopo di lucro è totalmente escluso.

²⁸² A tal riguardo si riporta il commento di MONTALENTI, *L'interesse sociale: una sintesi*, in *Rivista delle società*, cit.: "Non ritengo invece che si possa argomentare, a contrario, come si è recentemente sostenuto, che « quanto al tema della possibilità per la società non benefit di esercitare, in misura rilevante, attività volte al bene comune e prive di qualsiasi finalità lucrativa, ... questa possibilità, ammesso che esistesse prima della legge sulle società benefit ... non è oggi più consentita nel nostro ordinamento e si porrebbe in espresso contrasto con il richiamato art. 379 » (30).

Più precisamente: vero è che le società non benefit potranno perseguire l'interesse sociale nei termini di "composizione" di interessi plurimi, e quindi anche — volontariamente — di interessi sociali, ambientali e culturali, nei termini sopra precisati, mentre la società benefit, dovrà

società “tradizionali” intenzionate a perseguire finalità di beneficio comune di natura sociale o ambientale, potrebbero comunque fare ricorso ad una modifica dell’atto costitutivo o dello statuto, aggiungendo tale scopo a quelli previamente contemplati e diventando, in tal modo, delle “benefit di fatto”. Oppure, in alternativa, potrebbero comunque perseguire tali scopi attraverso atti o attività isolate ovvero in via residuale o strumentale rispetto all’interesse sociale²⁸³. Ora, ferma tale premessa, consolidata in dottrina ben prima dell’istituzione del tipo societario “*benefit*”, non resta che chiedersi se sia possibile e/o auspicabile rileggere in termini più attuali i predetti caratteri di residualità e strumentalità. A mio avviso una risposta affermativa è possibile, seppur con un *caveat*: si renderebbe necessario, infatti, adottare una più ampia e progressista nozione di interesse sociale, come ad esempio quale quella emersa dalle più recenti elaborazioni dottrinali d’oltremontana. La tesi in parola prende abbrivio dal considerare la società come un “fascio di relazioni” basate sulla fiducia (*trust*) tra *management* e azionariato, che a sua volta si sostanzia in e si nutre dell’impegno assunto dai gestori al perseguimento dello scopo sociale. Scopo che, qui, viene a coincidere in primo luogo con la “risoluzione dei problemi degli individui e del pianeta” e si volge al raggiungimento dei plurimi obiettivi di crescita economica, di imprenditorialità, di innovazione e, più in generale, di creazione di valore. In questo contesto si lascia spazio marginale ed incidentale alla produzione di profitti, realizzando così un’inversione di gradazione rispetto al modo con cui tradizionalmente si è inteso il rapporto tra scopo lucrativo e interessi ‘collettivi’. In sintesi, adottando quest’angolo di visuale, il focus dell’attività d’impresa viene a spostarsi dalla massimizzazione dei dividendi (“*making good*”) alla valorizzazione delle componenti non finanziarie del capitale, quali la componente umana, naturale e sociale (“*doing good*”).²⁸⁴

Peraltro, qualora non ci si voglia spingere fino a questo punto, a fronte di un dato normativo attualmente invariato, una via alternativa alla valorizzazione degli interessi diffusi sarebbe quella di adottare una visione dell’interesse sociale di matrice tedesca, ossia intendendo tale espressione come formula riassuntiva della varietà degli interessi perseguiti dall’organo amministrativo, in un quadro di

perseguire espressamente «la finalità di beneficio comune», ma ravvisare una sorta di contrapposizione antinomica, per tutte le ragioni esposte, non è, a mio parere, corretto.»

²⁸³ Così TOMBARI, *L’organo amministrativo di S.p.A. tra “interessi dei soci” ed “altri interessi”*, cit.; TOMBARI, “Potere” e “interessi” nella grande impresa azionaria, Milano, 2019, p. 68. Similmente MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, cit., che, nell’escludere l’esistenza di un dovere in capo agli amministratori di società quotate di perseguire obiettivi non finanziari qualora ciò comporti un sacrificio delle aspettative di lucro degli azionisti, a contrario, sembra ammettere la possibilità di perseguire finalità *altre* dallo scopo di lucro purché con esso non confliggenti. Interessante è altresì l’analisi condotta da MONTALENTI, *L’interesse sociale: una sintesi*, in *Rivista delle società*, cit.: l’autore, pur riconoscendo l’attuale persistenza dello scopo di profitto quale “interesse sociale ultimo”, sostiene la possibilità di declinarlo nella diversa e più efficiente formulazione di “interesse dell’impresa”, inteso come momento di integrazione dell’interesse egoistico dei soci con gli interessi degli altri *stakeholders*, “*interessi che operano o come limite o come “dovere di funzionalizzazione compositiva” degli stessi allo scopo di lucro o per disposizione di legge o per contratto o in via di autodisciplina o in base ad una valutazione di costs and benefits*”.

²⁸⁴ Si veda FERRARINI, *An Alternative View of Corporate Purpose: Colin Mayer on Prosperity*, in *Rivista delle società*, 2020, p. 27 ss.

reciproca composizione e mediazione.²⁸⁵ Simile visione parrebbe oltretutto confermata da chi, più ottimisticamente, sostiene l'obsolescenza della massimizzazione del profitto come unico fine dell'impresa, a fronte di un panorama societario ad oggi sempre più attento alle istanze provenienti dalla collettività²⁸⁶, e ciò prescindendo dalle ragioni che giustificano tale premura (variamente individuabili in intenti di irrobustimento reputazionale, di riduzione del rischio d'impresa e di sostenibilità nel lungo periodo, o altri).

Si consideri ad ogni modo che, l'adozione di una lettura progressista del dispositivo di cui all'art. 2247 c.c. vanta il pregio di fugare ogni dubbio da un'eventuale possibile ricaduta in una "*shareholder theory* mascherata", e cioè della persistente interpretazione della norma in parola in funzione dell'arricchimento dei titolari delle quote azionarie.²⁸⁷ Nondimeno, essa incontra ampio disaccordo tra i commentatori della normativa in parola i quali ne evidenziano, *rebus sic stantibus*, l'inconciliabilità testuale con le aperture appena evidenziate.²⁸⁸

Preso atto per un verso della ontologica chiusura della formulazione attuale dell'art. 2247 c.c., e, per altro verso, della difficile giustificabilità di una lettura estensiva della lettera della legge sul modello inglese o tedesco, si rende a questo punto necessario indagare l'esistenza di altri (e, se possibile, meno impervi) percorsi da seguire per addivenire ad una migliore aderenza del dato giuridico alla realtà societaria. Non più discutibile è infatti il *trend* diffusosi negli ultimi decenni tra le maggiori *companies* globali nello sviluppo di un sempre maggior interesse a temi di gestione responsabile d'impresa, nonostante la loro scarsa inclinazione all'adozione della forma *benefit*. Altrettanto consistente è stato l'impiego destinato dal legislatore speciale al modello societario, quale strumento "funzionalizzato" al raggiungimento di scopi sociali e, più in generale, non lucrativi.²⁸⁹

Una prima via potrebbe consistere nel fornire una lettura estensiva dello scopo di lucro, allargandone le maglie fino a ricomprendervi il vincolo per il *board* all'apprezzamento di elementi ulteriori di natura non economica, al momento della individuazione e valutazione delle strategie d'azione migliori per la società. Alla base del tentativo in parola si pone la natura fluida del concetto lucrativo, il cui contenuto già ha incontrato molteplici integrazioni a seguito degli ultimi interventi legislativi e interpretativi: si pensi all'emanazione della Seconda Direttiva azionisti, qui d'interesse, che ha introdotto la necessità dell'adozione di

²⁸⁵ Così TOMBARI, "*Potere*" e "*interessi*" nella grande impresa azionaria, Milano, 2019, p. 44.

²⁸⁶ Così FERRARINI, *An Alternative View of Corporate Purpose*, *ibidem*, cit.

²⁸⁷ Si tratta di un rischio non particolarmente remoto giacché, gran parte della letteratura sul tema sostiene che la stessa Sez. 172 dell'UK Companies Act del 2006 (v. nt. n. 63), nello stabilire che la gestione dell'impresa debba promuovere il successo della società a beneficio della totalità dei suoi *membri*, e, solo in seconda battuta che tale successo sia altresì correlato al benessere degli altri *stakeholders*, sembrerebbe affermare la natura soltanto derivata del perseguimento di quest'ultimo scopo rispetto al primario obiettivo di guadagno degli *shareholders*.

²⁸⁸ V. nt. 275.

²⁸⁹ Così TOMBARI, "*Potere*" e "*interessi*" nella grande impresa azionaria, Milano, 2019, p. 98 ss.

una prospettiva d'azione societaria di medio-lungo termine per migliorarne la stabilità e la sostenibilità, finalità accentuata anche dal Codice di autodisciplina di cui ci si sta occupando; le stesse finalità sarebbero tra l'altro raggiungibili in via esegetica attraverso una rilettura estensiva dei doveri di diligenza e corretta gestione societaria di cui agli artt. 2392 c.c. (sulla responsabilità dei gestori verso la società) e 2497 c.c. (sulla responsabilità delle società che svolgono attività di direzione e coordinamento).²⁹⁰ Per quanto tale via appaia piuttosto agevole, essa tuttavia non si distingue per la sua forza innovativa né è capace di cogliere appieno le pressanti esigenze di cambiamento che, come si diceva, provengono dalla prassi.

A questo proposito, una risposta ottimale consisterebbe (*de iure condendo*) in un complessivo ripensamento della componente finalistica del tipo sociale S.p.a., cui far seguire una riscrittura della disposizione di cui al 2247 c.c. Il pregio di un simile intervento andrebbe ricercato in una miglior aderenza del dato normativo ai canoni di sostenibilità aziendale evidenziati a più livelli dai regolatori interni e sovranazionali. In più, esso si porrebbe in linea di continuità con l'introduzione delle società *benefit* nel nostro Paese, quale strumento di *empowerment* azionario (ossia di valorizzazione dell'autonomia dei soci nella definizione dei valori da perseguirsi con lo strumento societario²⁹¹). Ugualmente solida sarebbe poi la giustificazione pratica dell'opportunità in parola: se la formulazione attuale dell'art. 2247 c.c. costituisce il frutto di una libera scelta del legislatore del '42, realizzata peraltro in un contesto comparatistico disomogeneo sul punto, allora, in un mutato contesto come quello attuale, non potrebbe essere più conveniente offrire una risposta alle incombenti istanze di cambiamento con uno strumento altrettanto vigoroso. Quanto poi al merito dell'intervento, nella varietà delle specifiche alternative disponibili, esso quantomeno dovrebbe comportare una rinuncia all'odierna equivalenza tra società azionaria e scopo lucrativo, permettendo piuttosto una formulazione variabile dell'interesse sociale a seconda delle esigenze proprie dell'impresa considerata. Sotto questo aspetto, una proposta interessante suggerisce di accordare ai contraenti la facoltà di scegliere uno tra tre diversi fini cui indirizzare la nascita società: uno scopo unicamente lucrativo, uno scopo unicamente non lucrativo ovvero un contemperamento tra i precedenti due²⁹² (e che prenderebbe il posto dell'attuale modello *benefit*).

A voler offrire un quadro più dettagliato dell'ampio dibattito in corso sulla necessità di un siffatto cambiamento, non può tacersi la posizione di chi, nel prendere atto delle difficoltà poste dalla crisi pandemica in corso e dell'immediato bisogno di interventi volti a fronteggiarla, si mostra nondimeno cauto nel riconoscere una qualche utilità all'accoglimento di una nozione di interesse sociale in termini pluralistici.²⁹³ Ed infatti, nel suggerire le *policies* più idonee a garantire una subitanea ripresa dell'economia nazionale dalla depressione

²⁹⁰ *Ivi*, p. 88 ss.

²⁹¹ *Ivi*, p. 71.

²⁹² *Ivi*, p. 103 ss.

²⁹³ PALMIERI, *La crisi del diritto societario e la riscoperta del valore della "nuda" impresa nell'economia post covid-19 (con uno sguardo all'art. 41 della costituzione)*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 2021, p. 18 ss.

finanziaria (e, più di recente, sanitaria), questi autori non concedono alcuno spazio ad “*interventi normativi od interpretativi volti ad alterare l'identità dello strumento societario proprio sotto il profilo della sua funzione che deve restare saldamente ancorata alla matrice contrattuale, in primis, sotto il profilo dell'interesse da perseguire*”. Per avvalorarlo, essi fanno leva principalmente sulle controindicazioni a cui tale apertura potrebbe condurre, sia in termini funzionali, poiché “appesantirebbe ulteriormente gli assetti organizzativi interni delle strutture societarie”, sia in termini di legittimità, poiché limiterebbe la discrezionalità degli amministratori nel direzionare le scelte gestorie assunte, in palese contrasto con la *business judgment rule*. Invero, lo si sottolinea, ciò che tale tesi ripudia non è la possibilità che, *su base volontaria*, il *management* abbia a cuore finalità di benessere collettivo, quanto piuttosto la *normativizzazione* di tali finalità, intesa come espressione dell'intento governativo di strumentalizzazione del modello societario a sopperire a funzioni tipiche dell'attività pubblicitaria. Una tesi, questa, che tuttavia sconta a mio avviso oggettivi limiti sul piano della coerenza interna e della giustificazione delle proprie premesse. In primo luogo non si coglie alcuna linearità tra l'affermazione che vede la soluzione al contingente stato di crisi nell'immutata interpretazione delle logiche d'investimento nella grande impresa e l'asserzione d'apertura secondo cui proprio tali logiche abbiano contribuito (e pure in via determinante) all'insorgenza del dissesto. Tantomeno si comprende, alla luce delle esperienze post-2008, come l'affidarsi alla libera scelta privata possa essere strumento efficiente e sufficiente al sempre più urgente bisogno di responsabilizzazione del mondo imprenditoriale verso i bisogni della comunità. Se è vero, come è sostenuto, che l'attuale contesto pandemico invochi la necessità di una svolta radicale rispetto al passato, allora reclamare un “*back to basics*” ed auspicare una stagione di “controriforme” nel senso della valorizzazione dell'essenza originaria del fenomeno imprenditoriale (la “*nuda impresa*”) sembra piuttosto un tentativo di recuperare ambizioni oramai pacificamente smentite dai fatti. Senza considerarne, da ultimo, come tale approccio si mostri quanto mai miope rispetto ai valori (e doveri) fondamentali di solidarietà politica, *economica e sociale* sanciti all'art. 2 della Costituzione, cui inevitabilmente soggiace anche la grande impresa azionaria.

Anche sul piano comparato emergono spunti in direzione progressista. In primo luogo, nell'ordinamento tedesco è da tempo prevalente l'opinione, avvalorata dalla formulazione del riformato Codice di *corporate governance* del 2009, secondo cui l'organo amministrativo sia tenuto a realizzare una mediazione tra tutti gli interessi coinvolti nell'impresa, avendo a cuore, dunque, non solo quelli dei soci ma anche quelli dei lavoratori e della collettività; l'unico limite sarebbe costituito dalla sopravvivenza dell'impresa.²⁹⁴ Similmente il §70/I

²⁹⁴ La crisi dei mercati finanziari ha prodotto una rinnovata affermazione della teoria di *stakeholder value*, tradizionalmente accolta dall'ordinamento tedesco sin dal 1937 (§70 AktG nella formulazione allora in vigore) e che, solo sul finire degli anni Novanta, per l'influsso delle teorie statunitensi, aveva cominciato a vacillare. Una conferma è data altresì dalle più recenti proposte legislative (2012 e 2017) volte a concretizzare lo scopo della società con l'interesse dell'impresa, in considerazione anche dei profili sociali e ambientali della sua attività. Sullo stesso piano, infine, le pronunce giurisprudenziali, che, chiamate a vagliare l'ammissibilità delle erogazioni liberali realizzate dalla società per scopi diversi dall'oggetto sociale, ne hanno

dell'Aktiengesetz austriaco, che espressamente conferisce al consiglio di gestione la valorizzazione di una molteplicità di interessi (azionisti, lavoratori dipendenti, interesse pubblico) nella conduzione amministrativa della società.²⁹⁵ Aperture nella stessa direzione sono rinvenibili nell'ordinamento francese, portoghese e, addirittura, statunitense.²⁹⁶ In particolare, una importante peculiarità del sistema d'oltralpe, che lo connota rispetto alla rigidità statutaria tedesca, sta nell'attribuzione ai soci della facoltà di specificare nello statuto il precipuo interesse perseguito dall'impresa. Interesse che, a fronte degli ultimi interventi riformatori, risulta essere sempre più influenzato dallo stretto legame che il legislatore ha inteso affermare tra la disciplina di diritto societario e il benessere della pluralità di *stakeholders* che con le società viene a contatto. Invero, il nuovo art. 1833 del *code civil* sembrerebbe separare l'interesse dei soci, espresso al momento della stipulazione del contratto sociale e scevro da ogni funzionalizzazione in senso "altruista", dall'interesse sociale, che invece assumerebbe rilievo gestorio e veicolerebbe l'organo amministrativo alla considerazione di ulteriori interessi, di carattere sociale e ambientale.²⁹⁷ Un modello questo che, posta l'attiguità dell'ordinamento francese al sistema italiano, presenta un indubbio valore nella prospettiva di un futuro sviluppo normativo interno. Venendo all'esperienza portoghese, anche qui l'art. 64 (1) b) del Codice delle Società Commerciali richiama l'attenzione gestoria sulla valutazione degli interessi degli altri *stakeholders*, come i lavoratori, i clienti e i creditori, in un'ottica di sostenibilità e durabilità dell'attività azionaria. Negli Stati Uniti, invece, l'elaborazione di una teoria di *governance* sostenibile ha trovato inaugurazione nella Business Roundtable²⁹⁸ del 19 agosto 2019, in occasione del quale 181 CEOs di società statunitensi hanno sottoscritto una dichiarazione d'impegno nella gestione d'impresa a beneficio di tutti gli *stakeholders* (riservando peraltro agli azionisti l'ultima posizione nell'elencazione di tali portatori d'interesse).²⁹⁹ Impegno richiamato anche dalle parole del CEO del

riconosciuto legittimità ai sensi del diritto societario, seppur con alcune limitazioni. Nel dettaglio, si veda HOPT, VEIL, *Gli stakeholders nel diritto azionario tedesco: il concetto e l'applicazione. Spunti comparatistici di diritto europeo e statunitense*, in *Rivista delle società*, 2020, p. 921 ss.

²⁹⁵ Così TOMBARI, "Potere" e "interessi" nella grande impresa azionaria, Milano, 2019, p. 44.

²⁹⁶ *Ibidem*.

²⁹⁷ In questa prospettiva ANGELICI, "Potere" e "interessi" nella grande impresa azionaria: a proposito di un recente libro di Umberto Tombari, *cit.* Se ne rileva tuttavia una depotenziata portata applicativa, a fronte dell'esplicita esclusione dell'applicazione della sanzione della nullità per gli atti sociali in contrasto con i suddetti obiettivi sociali e ambientali.

²⁹⁸ La *Business Roundtable* (BRT) è un'associazione no-profit statunitense, fondata nel 1972 e con sede a Washington D.C., che riunisce i *chief executive officers* delle principali società statunitensi. Essa, attraverso la formulazione di una solida regolamentazione, è finalizzata allo sviluppo di un'economia florida e di ampie opportunità per il popolo americano. Per maggiori informazioni si consulti il sito internet: <https://www.businessroundtable.org/about-us> (ultimo accesso il 1 aprile 2021).

²⁹⁹ Peraltro, l'iniziativa è stata criticata per l'omessa consultazione dei *boards* prima della firma. Una simile lacuna, dunque, testimonierebbe la scarsa importanza pratica attribuita dai CEOs agli impegni ivi assunti. Così BEBCHUK, TALLARITA, 'Stakeholder' Capitalism Seems Mostly for Show, in *Wall Street Journal*, 6 August 2020, disponibile all'indirizzo: <https://www.wsj.com/articles/stakeholder-capitalism-seems-mostly-for-show-11596755220> (ultimo accesso il 1 aprile 2021). È interessante notare come l'autore metta ben in rilievo la necessità che una transizione effettiva possa essere raggiunta solo attraverso il contributo di tutti

gruppo Blackrock, Larry Fink, che, nella lettera annuale indirizzata agli amministratori delegati delle società appartenenti al gruppo, pone l'accento anche su di un rafforzato impegno nell'affrontare le specifiche problematiche della gestione del capitale e del cambiamento climatico, sempre più pressanti alla luce della crisi pandemica in atto.³⁰⁰ A ciò si aggiunga l'interessante proposta elaborata dall'ex *chief justice* della Corte Suprema del Delaware Leo E. Strine, da cui l'invito all'adozione di un rinnovato sistema di capitalismo "illuminato" nonché "equo e sostenibile", volto a sovvertire l'attuale sistema statunitense di *corporate governance short-term oriented* a favore di una maggiore convergenza tra l'orizzonte temporale d'investimento societario e le esigenze delle economie reali. Rileva a tal fine soprattutto l'attenzione rivolta al ruolo assunto dai lavoratori, cui andrebbe assicurata una posizione di spicco, tanto da spingere l'autore a sostituire il tradizionale concetto di ESG con la più puntuale nozione di EESG (laddove la seconda "E" sta per "employees").³⁰¹ Altrettanto notevole è il modello indiano, laddove, il Companies Act 2013 sulla scorta del precedente esempio inglese³⁰² propone un innovativo approccio pluralista, volto a stimolare l'esercizio dell'attività d'impresa in modo socialmente ed ecologicamente più sostenibile nonché l'adozione di scelte gestorie funzionali al conseguimento di obiettivi a

i livelli sociali, in particolare attraverso l'adozione di partenariati tra gli enti governativi ed il settore privato.

³⁰⁰ Il documento in lingua italiana è accessibile all'indirizzo <https://www.blackrock.com/it/investitori-privati/2021-larry-fink-lettera-ceo> (ultimo accesso il 3 aprile 2021).

³⁰¹ STRINE, *Toward Fair and Sustainable Capitalism: A Comprehensive Proposal to Help American Workers, Restore Fair Gainsharing between Employees and Shareholders, and Increase American Competitiveness by Reorienting Our Corporate Governance System Toward Sustainable Long-Term Growth and Encouraging Investments in America's Future*, University of Pennsylvania, Institute for Law & Economic Research Paper No. 19-39, 2020, disponibile all'indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=3461924> (ultimo accesso il 1 aprile 2021). L'autore elabora una proposta di "Fair and Sustainable Capitalism" che trova fondamento in quattro pilastri: l'attribuzione ai lavoratori di un maggior diritto di *voice* all'interno delle riunioni assembleari e consiliari, insieme con un rafforzamento della disciplina giuslavoristica intesa a semplificarne l'associazionismo ed incentivarne l'attivismo; l'attenzione al ruolo giocato dagli investitori istituzionali nell'esercizio del voto in assemblea; l'adozione di riforme in materia fiscale e contabile al fine di creare incentivi verso un nuovo modello d'investimento a lungo termine; la revisione del sistema di tutela giurisdizionale volta a riequilibrare le esigenze rimediale della classe lavoratrice rispetto alle élite societarie. Tra i numerosi suggerimenti ivi contenuti, assumono particolare rilevanza quelli incentrati sulla *disclosure* ed i conseguenti effetti in punto di affidabilità societaria, quali ad esempio: l'elaborazione di un report annuale avente ad oggetto l'impatto aziendale su lavoratori, consumatori, comunità, ambiente e nazione; l'attuazione di riforme in materia contabile volte ad equiparare il trattamento riservato agli investimenti in capitale umano con quello riservato alle altre forme di investimento a lungo termine; la diffusione di informazioni basilari sulle modalità di gestione e trattamento della forza lavoro; l'indicazione trimestrale dei profitti, accompagnata da specifica collocazione nel contesto del piano d'investimento sostenibile; la semplificazione delle modalità di trasformazione delle grandi imprese in *benefit corporations*; l'obbligatoria assunzione della veste di *benefit corporations* per le società che godano di sostegni federali.

³⁰² Il riferimento è all'UK Companies Act 2006, che adotta il concetto di *Enlightened Shareholder Value* (ESV), secondo cui alla massimizzazione dell'investimento azionario possano accompagnarsi gli interessi di altri *stakeholders*, perlomeno nella misura in cui non contrastino con l'interesse tipico dell'azionista (cfr. sec. 172). Entrambe le nozioni di ESV e CRS sono conformi nell'orientare la disciplina societaria verso il modello di primazia degli *stakeholders*, ponendosi in contrasto all'opposta *Shareholder Value Orientation* (SVO), ancora in auge nel contesto statunitense.

lungo termine. A tal fine introduce diversi strumenti, tra cui: l'indicazione di un importo minimo da finalizzare al perseguimento di obiettivi sociali; l'istituzione di una commissione CSR (responsabile per la formulazione di una politica CSR e del relativo monitoraggio); la prescrizione di specifici obblighi degli amministratori, anche a favore di *stakeholders* diversi dai soci.³⁰³

5.2.3 Considerazioni applicative

L'opportunità concessa dal legislatore italiano del 2016, comunque, coglie nel segno. Ne è riprova l'entusiasmo con cui è stata accolta l'introduzione del nuovo modello societario, ad oggi adottato da oltre 200 società, operanti in svariati settori³⁰⁴. È l'espressione di una maturata consapevolezza del mercato e delle stesse imprese che la creazione di valore per gli azionisti non può prescindere dal garantire un benessere diffuso alla popolazione nel suo complesso e della concreta possibilità di serena convivenza di ambedue gli intenti: un nuovo sistema economico, dunque, detto *multi-stakeholder capitalism*. Ma, nella pratica, in cosa si sostanzia questo bisogno di rinnovamento? Lo spiega chiaramente Dan Schulman, CEO di PayPal, in una recente intervista rilasciata in occasione della conferenza TED Talk 2020: *"And so, I think every CEO, every company, needs to really now start to think about, especially maybe as a result of this crisis, but as I mentioned, we had a crisis before this, how do we put our employees first, take care of them? Because if you do that, you'll take care of customers, and if you take care of customers, you'll take care of shareholders, inevitably. And so this has been a huge part of it about for the last year or so."*³⁰⁵

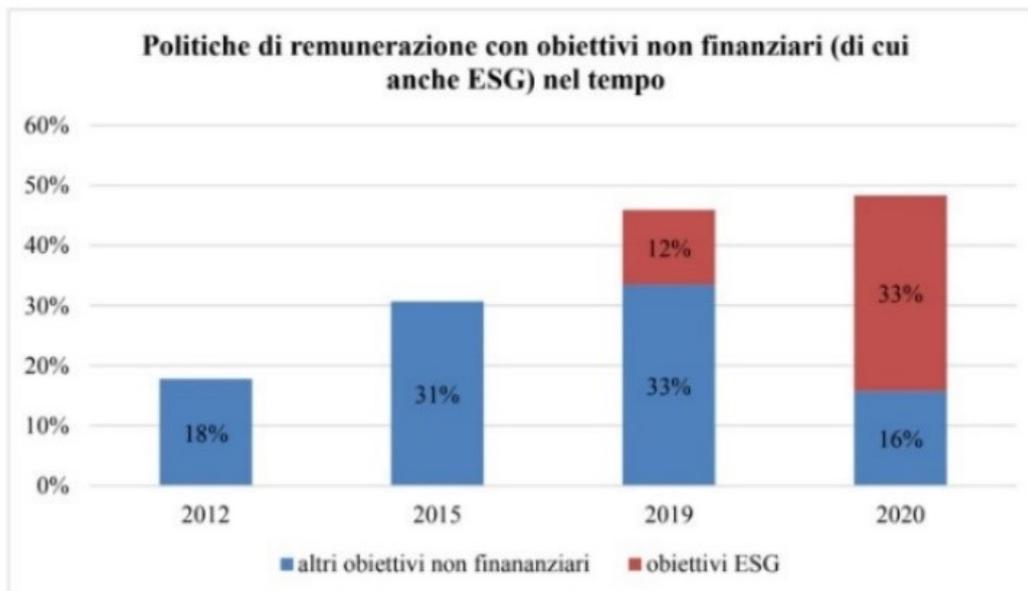
Così come per le società benefit, anche le raccomandazioni del Codice di autodisciplina, recentemente novellato, sono destinate a trovare un verosimile accoglimento tra le imprese che ne dichiarano l'adozione, come dimostrato dai dati riportati dallo stesso Comitato di *corporate governance* nella relazione 2020 sull'evoluzione della *corporate governance* delle società quotate. Dal quadro ivi presentato, infatti, emerge che il 66% delle società che aderiscono al Codice hanno adottato obiettivi "di business" ovvero non legati unicamente a indicatori di profittabilità mentre il 49% delle società censite ha espressamente contemplato obiettivi di *performance* non finanziaria; poi, per quanto riguarda l'utilizzo di

³⁰³ Cfr. DEVA PRASAD M, *Companies Act, 2013, cit.*, che offre un puntuale esame delle previsioni ivi contenute e dei relativi punti di forza e di debolezza, con particolare attenzione al concetto di *Corporate Social Responsibility* (CSR) quale strumento per l'attuazione della teoria di massimizzazione degli interessi diffusi (*stakeholder value theory*).

³⁰⁴ L'elenco completo delle società benefit italiane è reperibile al seguente indirizzo: <https://www.societabenefit.net/elenco-delle-societa-benefit/> (ultimo accesso il 13 febbraio 2021).

³⁰⁵ SHULMAN, *What COVID-19 means for the future of commerce, capitalism and cash*, TED2020, 2020, disponibile all'indirizzo: https://www.ted.com/talks/dan_schulman_what_covid_19_means_for_the_future_of_commerce_capitalism_and_cash?utm_campaign=tedsread&utm_medium=referral&utm_source=tedcomshare (ultimo accesso il 2 aprile 2021). È interessante notare, tra l'altro, che dalle parole dell'AD emerge sì una convergenza di intenti tra le imprese improntate ai valori delle teorie di *multistakeholder capitalism* e le "B Corp", senza tuttavia che da tale somiglianza se ne inferisca una necessaria sovrapposizione. Infatti, l'attenzione al benessere dei diversi portatori di interesse costituirebbe un punto di partenza, un presupposto indefettibile per la creazione di valore a lungo termine, nonché un obiettivo di più facile realizzo in confronto ad una trasformazione massiva delle grandi imprese in società *benefit*.

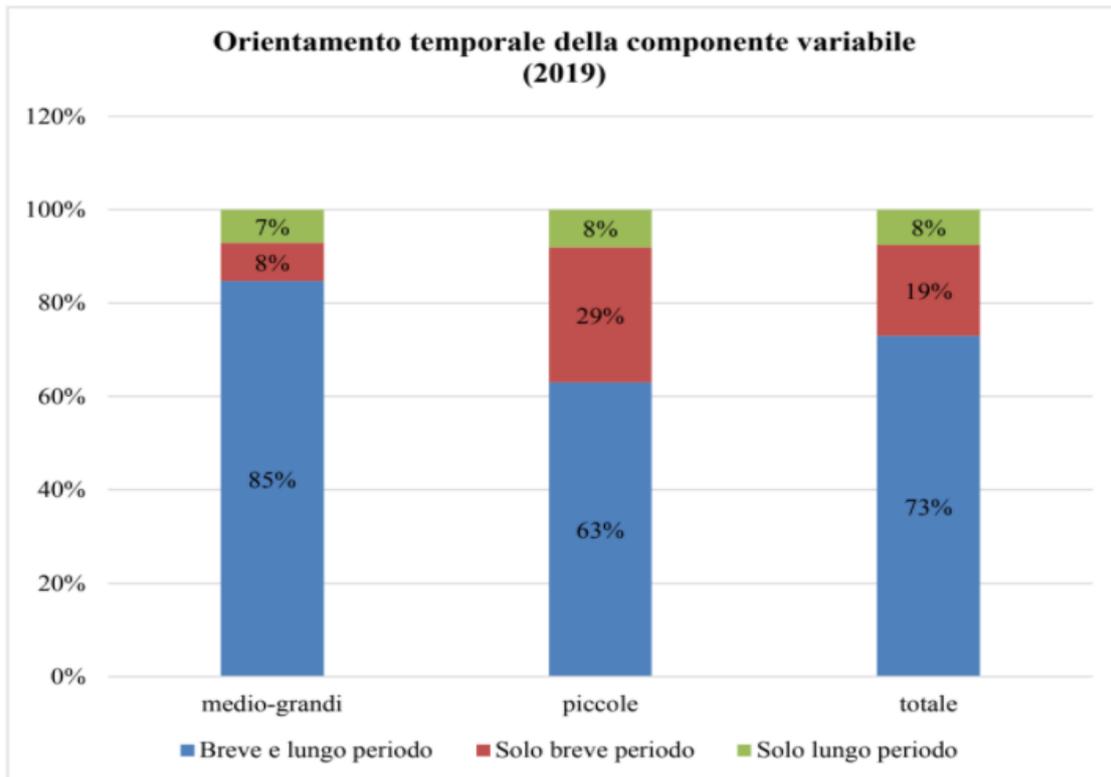
obiettivi ESG, il report ne segna il raddoppio rispetto all'anno precedente, come si evince dal relativo grafico³⁰⁶:



La Relazione non fornisce risultanze empiriche relative al legame tra la previsione di obiettivi non finanziari e l'utilizzo di parametri di breve o di lungo periodo. Tuttavia, un simile vaglio può scaturire dalla lettura congiunta dei dati ora riportati con quelli relativi all'orientamento temporale della componente variabile, per cui il Codice (anche nella sua versione previgente) richiede che i criteri di maturazione per gli amministratori esecutivi e i dirigenti con responsabilità strategiche siano ancorati al perseguimento e raggiungimento di obiettivi di *performance* anche di natura non economica. Poiché il raggiungimento dei predetti scopi richiede ontologicamente un impegno di lunga durata ed è apprezzabile solo dopo un cospicuo periodo di tempo, ci si dovrebbe aspettare che, in conformità all'adozione di obiettivi non finanziari, le società aderenti al Codice preferiscano associare la corresponsione di remunerazione variabile per il *management* ad obiettivi di lungo periodo. L'analisi riportata nella Relazione, tuttavia, non corrobora appieno suddetta aspettativa: soltanto nell'8% dei casi, infatti, la remunerazione variabile ha un orientamento esclusivo di lungo periodo (si veda il grafico di seguito riportato³⁰⁷).

³⁰⁶ Fonte: Comitato di *corporate governance*, *Relazione 2020 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate*, cit.

³⁰⁷ Fonte: Comitato di *corporate governance*, *Relazione 2020 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate*, cit.



Certo, conforta il dato che nella maggioranza dei casi, che ammonta a circa il 73%, essa risulti legata a obiettivi sia di breve che di medio-lungo periodo. Eppure, ciò non basta per poter affermare che quanto annunciato dalle società nei piani di remunerazione sia successivamente confermato nella definizione dei pacchetti retributivi e nella contrattazione delle condizioni di attribuzione del compenso variabile. Ulteriore conferma deriva dal rapporto Kpmg-Nedcommunity “Informativa extra finanziaria: da compliance a *governance* strategica dei rischi e delle opportunità”. Anch’esso, infatti, mostra come nel 2019 il 74% delle imprese Ftse-Mib abbia sì definito obiettivi specifici legati alla sostenibilità, ma che, nell’85% dei casi, si trattava di obiettivi di breve periodo.³⁰⁸

Alla luce della trattazione fin qui condotta, resta comunque da segnalare che l’impegno richiesto alle imprese dal Codice novellato è senza dubbio significativo anche se ancora poco incisivo. Il focus sui fattori ESG e sulla sostenibilità d’impresa, infatti, è limitato alle disposizioni di principio, e, sebbene rinnovato negli articoli relativi ai profili strategici della *governance* societaria (tra cui, per quel che qui interessa, l’articolo 5 sulla remunerazione degli amministratori), esso non viene poi richiamato nelle successive raccomandazioni contenute l’esatta disciplina in punto di struttura, composizione e modalità di corresponsione del compenso. A ciò si aggiunga la natura di *soft law* del Codice stesso, che, tutt’al più, comporta, per determinate imprese, l’applicazione del meccanismo *comply or explain*³⁰⁹, ma priva di *auctoritas* sul piano giuridico e programmatico. Concludendo, dunque, alle enormi potenzialità progressiste di

³⁰⁸ Il rapporto è citato da AMATO, PIEROTTI, MACRÌ, *Il successo sostenibile nel Codice di Autodisciplina 2020: ruolo dell’organo di amministrazione e remunerazione*, cit.

³⁰⁹ Si veda sopra il disposto dell’art. 123-ter co. 2 del t.u.f.

cui la nuova previsione si fa portatrice, si accompagnano altrettanti limiti sostanziali e un'insufficiente forza coercitiva (se non in termini reputazionali) che, allo stato attuale, non ne permettono di segnare un vero e proprio stacco rispetto alla visione tradizionale degli interessi sociali, legata al perseguimento dello scopo lucrativo. Si auspica pertanto che il legislatore nazionale non esiti nel cogliere l'opportunità di farsi ancora una volta pioniere di riforma, e, come avvenuto per l'introduzione del modello della *benefit corporation*, intervenga con misure vincolanti a rivedere il contenuto dell'art. 2247 c.c. Ciò troverebbe non solo prototipi a livello comparatistico (sulla scorta dei modelli tedesco, inglese o indiano) ma anche tutela costituzionale, ben potendosi collocare sotto l'egida dei valori di solidarietà politica, *economica e sociale* sanciti all'art. 2 della Costituzione e di utilità sociale, sicurezza, libertà e dignità umana nell'esercizio della libertà d'iniziativa economica privata di cui al successivo art. 41.

6. Sanzioni, responsabilità e altri rimedi alle disfunzioni delle politiche remunerative

La valutazione dell'impatto della Seconda Direttiva azionisti sulla disciplina delle remunerazioni degli amministratori di società quotate non risulterebbe completa se avulsa dalla disamina del relativo *enforcement*. Ciò in quanto la prassi frequentemente mostra i limiti cui va incontro l'applicazione della disciplina positiva, specialmente nei casi di inottemperanza alle relative prescrizioni.

Invero, l'obiettivo che ci si pone nel presente capitolo è, in primo luogo, quello di individuare gli effetti di un'eventuale violazione delle prescrizioni sovranazionali e delle relative disposizioni attuative interne. In particolare, si analizzeranno i profili dell'applicabilità delle sanzioni amministrative come stabilito dai recenti decreti legislativi 10 maggio 2019, n. 49 e 14 luglio 2020, n. 84, nonché della responsabilità degli amministratori, con particolare attenzione ai casi in cui sia lo stesso *board* a deliberare in merito alla remunerazione degli amministratori dotati di particolari cariche, ai sensi dell'art. 2389 co. 3 c.c. A tal proposito ci si soffermerà principalmente sulla c.d. *business judgment rule* (di seguito, per brevità, anche *BJR*) e la relativa sottoposizione alla sindacabilità giudiziale delle decisioni consiliari in tema di entità e modalità di corresponsione del compenso manageriale. Successivamente, si completerà la trattazione con la disamina dei rimedi a disposizione dei soci nei confronti di deliberazioni assembleari determinative dei compensi considerate incongrue o sproporzionate: per prime, le ipotesi di impugnazione per l'annullamento delle delibere illegittime; poi, i rimedi civilistici volti alla modificazione ovvero alla risoluzione del contratto viziato.

Infine, quanto alla metodologia prescelta, all'analisi delle disposizioni civilistiche sarà altresì accompagnata l'esposizione ed il vaglio di alcune pronunce giurisprudenziali, di legittimità e di merito, ritenute di particolare utilità e rilievo nell'individuazione dei profili di criticità nell'applicazione pratica delle norme di legge, nel risolverne le ambiguità e nel colmarne le eventuali lacune.

6.1 Le sanzioni amministrative

La Seconda Direttiva azionisti non ha limitato il proprio apporto innovatore alla sola introduzione di nuove prerogative in capo agli azionisti e di altrettanti obblighi in capo ad amministratori, società e investitori, ma ha interessato anche il sistema sanzionatorio applicabile alle ipotesi di violazione dei predetti obblighi. Un primo tentativo per assicurarne l'osservanza è contenuto al Considerando n. 56, che afferma la necessità di prevedere sanzioni per le violazioni degli obblighi fissati dalla direttiva o dalle relative misure di attuazione nonché l'opportunità per tali sanzioni di essere sufficientemente dissuasive e proporzionate. A tal fine introduce nella Direttiva il nuovo art. 14-ter, con cui rimette agli Stati membri il compito di regolare le misure sanzionatorie conseguenti alla violazione delle disposizioni interne in attuazione della normativa sovranazionale ed i relativi provvedimenti necessari ad assicurarne l'applicazione. Ai predetti caratteri di sufficiente dissuasione e proporzionalità se ne aggiunge un ulteriore, l'efficacia, richiedendosi inoltre la comunicazione alla Commissione, entro il 10 giugno 2019, delle misure di esecuzione assunte dagli Stati membri.

In conformità alle istanze del legislatore europeo, con l'adozione del d.lgs. 10 maggio 2019 n. 49³¹⁰, l'ordinamento italiano muove per la prima volta un passo verso la delineazione di un apparato sanzionatorio a fronte della violazione della disciplina sulla relazione sulla remunerazione. Tale intervento si sostanzia con la modifica degli artt. 192-bis e 193 del t.u.f., prodotta dall'art. 4 co. 2 del decreto, che in particolare:

- a) Sostituisce la precedente rubrica dell'art. 192-bis "Informazioni sul governo societario" con la nuova dicitura "Sanzioni amministrative in tema di informazioni sul governo societario e di politica di remunerazione e compensi corrisposti";
- b) All'art. 192-bis introduce il nuovo co. 1.1: "*Salvo che il fatto costituisca reato, nei confronti delle società quotate nei mercati regolamentati che violano le disposizioni previste dall'articolo 123-ter e le relative disposizioni attuative nonché nei confronti dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, di direzione o di controllo, qualora la loro condotta abbia contribuito a determinare la violazione delle disposizioni sopra richiamate da parte della società, si applica la sanzione amministrativa pecuniaria da euro diecimila a euro centocinquantomila ovvero le sanzioni [non pecuniarie] previste dal comma 1, lettere a) e b)*". Queste ultime sanzioni si applicano in casi di scarsa offensività o pericolosità dell'infrazione, e consistono in una dichiarazione pubblica che indichi la persona responsabile della violazione e la natura della stessa (sub a), quando l'infrazione è cessata) ovvero nell'ordine di eliminazione delle infrazioni contestate, con l'eventuale indicazione delle misure da adottare a tal fine e del termine per l'adempimento (sub b), quanto l'infrazione è ancora in corso).
- c) All'art. 193 introduce il nuovo comma 1-sexies, con cui stabilisce, nei confronti del revisore che ometta di verificare l'avvenuta predisposizione della seconda sezione della relazione sulla remunerazione (richiesta dall'art. 123-ter co. 8-bis), l'applicazione di una sanzione amministrativa pecuniaria da euro diecimila a euro centomila.

La previsione in parola mancava tuttavia di includere previsioni circa gli assetti di *governance* delle imprese assicurative e il riordino del sistema sanzionatorio per le violazioni degli obblighi posti in capo agli intermediari finanziari. Pertanto, vi faceva seguito, l'anno successivo, un'ulteriore novella, con l'approvazione del decreto legislativo 14 luglio 2020, n. 84, pubblicato in Gazzetta il successivo 30 luglio³¹¹. Entrambi gli interventi, per vero, si pongono in attuazione dell'art. 7 della legge di delegazione europea del 2018 (legge n. 117/2019)³¹², ma è solo con quest'ultimo che può considerarsi concluso l'*iter*

³¹⁰ Il testo completo della norma è visionabile al link: <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2019/06/10/19G00056/sq> (ultimo accesso il 17 febbraio 2021).

³¹¹ Il testo completo della norma è visionabile al link: <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2020/07/30/20G00102/sq> (ultimo accesso il 17 febbraio 2021).

³¹² Il testo completo della norma è visionabile al link: <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2019/10/18/19G00123/sq> (ultimo accesso il 17 febbraio 2021).

legislativo avviato con la riforma della Direttiva azionisti del 2017. L'intervento del 2020, più nel dettaglio, si propone di riformulare la forbice edittale delle sanzioni previste per la violazione della disciplina sulla politica di remunerazione e sui compensi corrisposti. Esso, infatti, innalza significativamente i massimi edittali delle sanzioni amministrative applicabili, modificando nuovamente l'art. 192-bis del t.u.f. In primo luogo, modifica il massimo edittale previsto al co. 1.1, sostituendo il precedente ammontare di centocinquantamila euro con la più alta cifra di dieci milioni. Inoltre, inserisce il nuovo comma 1.1-bis, che qui si riporta: *"Salvo che il fatto costituisca reato, per le violazioni delle disposizioni indicate dal comma 1.1, nei confronti dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, di direzione o di controllo, qualora la loro condotta abbia contribuito a determinare la violazione delle disposizioni del medesimo comma 1.1 da parte della società, si applica la sanzione amministrativa pecuniaria da euro diecimila a euro due milioni ovvero le sanzioni previste dal comma 1, lettere a) e b)."*

Pertanto, alla luce delle predette previsioni normative, il quadro sanzionatorio attuale relativo alla violazione della disciplina sulle remunerazioni si presenta diversificato a seconda che la sanzione venga irrogata:

- a) Alla società, in tal caso va da un minimo di 10 mila euro ad un massimo di 10 milioni di euro;
- b) Ai soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo, in tal caso va da un minimo di 10 mila euro ad un massimo di 2 milioni di euro.³¹³

Volendosi spingere ad una prima valutazione degli interventi normativi adottati dal legislatore italiano in materia, se ne dovrebbe innanzitutto ammettere una certa rilevanza, non soltanto perché puntualizzano i rischi sanzionatori cui va incontro chi, persona fisica o giuridica, infranga i nuovi obblighi di informazione e *disclosure* remunerativa introdotti con la novella del 2017, ma anche perché permettono di garantirne il rispetto, scegliendo uno strumento afflittivo nel *quantum* particolarmente gravoso. Un approccio questo che, tuttavia, non ha evitato di suscitare, condivisibilmente, qualche malcontento tra i commentatori³¹⁴.

Invero, proprio in punto di quantificazione, un primo rilievo critico ha individuato un relativo disallineamento rispetto ai criteri dettati dalla legge di delegazione europea. La norma, infatti, nel richiamarsi al contenuto della Seconda Direttiva azionisti, richiedeva la previsione di sanzioni *efficaci, proporzionate e dissuasive* e ne sanciva altresì la misura minima e massima nelle rispettive somme di 2.500 euro e 10 milioni di euro. Alla luce di siffatte indicazioni, tuttavia, il legislatore italiano si è da un lato mostrato particolarmente (se non esclusivamente) attento a stabilire sanzioni sufficientemente elevate nell'ammontare, senza focalizzarsi altrettanto sull'attuazione dei criteri di efficacia, proporzionalità e dissuasione indicati nella legge delega e nei confronti

³¹³ Cfr. Assonime, *Elevati i massimi edittali delle sanzioni amministrative pecuniarie in materia di remunerazioni e operazioni con parti correlate*, in *assonime.it*, 06/08/2020, consultabile al link: <http://www.assonime.it/attivita-editoriale/news/Pagine/News06082020.aspx> (ultimo accesso il 17 febbraio 2021)

³¹⁴ I commenti riportati sono ripresi da *ibidem*.

dei quali la quantificazione sanzionatoria si sarebbe invece dovuta porre in rapporto di mezzo a fine. Dunque, un'applicazione “*parziale*”, si è detto, ma anche “*asimmetrica*”, in quanto incentrata sul solo allineamento ai massimi edittali e non anche ai minimi (che, lo si è visto, in Italia superano abbondantemente i 2.500 euro). Ciò è tanto più vero a seguito della novella del 2020, che ha contribuito ad aumentarli ulteriormente ed ha condotto, quindi, ad un'eccessiva diversificazione dell'approccio nostrano con quelli adottati dagli altri Paesi dell'Unione europea³¹⁵.

Non solo: la previsione di sanzioni così elevate, seppur formalmente di natura amministrativa, assume invece, nella sostanza, il carattere di un'afflittività di tipo penale. Allo stesso tempo, però, essa non garantisce quella tassatività e sufficiente determinatezza propria delle norme sanzionatorie, caratterizzandosi, piuttosto, per un'estrema genericità delle condotte sanzionabili (“*qualsiasi* violazione”). Per vero, è questo un ostacolo riscontrato in tutti gli ordinamenti che abbiano deciso di adottare un approccio di *enforcement* formalistico di natura pubblicistica: come messo in luce da recente dottrina³¹⁶, esso rischierebbe di trasformare l'anelato obiettivo di maggior coinvolgimento azionario nella gestione dell'impresa in una “questione di responsabilità” dell'impresa stessa. Il rispetto della normativa armonizzata verrebbe, quindi, percepito piuttosto come un “peso”, a sua volta indebolendone gli effetti educativi. È stato rilevato, infatti, che un simile *modus operandi* potrebbe avere effetti distorsivi sia nel controllo *ex ante* che nella *compliance ex post* poiché, in via esemplificativa, gli operatori sarebbero portati ad appiattirsi alle richieste delle autorità piuttosto che agire in autonomia. Inoltre, in un contesto regolativo di principio e particolarmente legato all'adozione di un approccio di *comply or explain*, quale quello del governo societario, l'applicabilità delle sanzioni andrebbe incontro a non poche difficoltà pratiche: l'omessa divulgazione di informazioni dettagliate ovvero la

³¹⁵ In tal senso si veda KATELOUZOU, SERGAKIS, *Shareholder Stewardship Enforcement*, in *TLI Think! Paper* 07/2020, disponibile presso: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3564266# (ultimo accesso il 25 febbraio 2021). Gli autori sostengono l'esistenza, tra gli Stati membri dell'Unione europea, di un duplice approccio di *enforcement* della disciplina unitaria sull'inclusione degli azionisti nell'amministrazione societaria, a seconda che adottino o meno a tal fine meccanismi attuativi formali e di natura pubblica. In particolare, la maggioranza dei Paesi membri si mostrano reticenti all'introduzione di sanzioni amministrative, quali il Belgio e la Svezia (che si sono limitati a rimettere alle autorità di vigilanza del mercato il compito di assicurare la “buona applicazione” ed il rispetto delle norme sovranazionali), ma anche il Lussemburgo e la Spagna (che non hanno previsto alcun meccanismo pubblicistico di applicazione delle norme relative all'amministrazione, mentre hanno introdotto sanzioni in relazione alla violazione delle altre norme della Seconda Direttiva azionisti).

Viceversa, soltanto quattro Stati membri hanno adottato un approccio di *enforcement* formalistico. Tra essi, tuttavia, l'Italia si caratterizza per il maggior rigore: invero, la Grecia introduce forme di “rimprovero” alternative all'applicazione di sanzioni pecuniarie (qualificabili come strumenti *informali di enforcement*); i Paesi Bassi optano per sanzioni notevolmente inferiori a quelle italiane (dall'ammontare, nel massimo, di 20.000 euro); la Francia ne prevede l'applicazione soltanto in via facoltativa ed eventuale, a seguito della richiesta di ordinanza restrittiva avanzata al Presidente del Tribunale). Da ultimo, si evidenzia il timore espresso dagli autori per l'adozione di meccanismi simili a quello italiano, specialmente a fronte della scarsa chiarezza dei criteri di applicabilità delle sanzioni che alimenterebbe lo spazio di discrezionalità rimesso alle autorità pubbliche, soprattutto in quelle aree (come la politica di remunerazione) soggette a criteri di *governance* variabili e “qualitativi”.

³¹⁶ *Ibidem*.

pubblicazione di una pluralità di *statements* relativi a diversi obblighi potrebbero rendere più complessa l'individuazione delle violazioni e il seguente intervento in rettifica. Ancor più se si considera, tra i vari ordinamenti, un disallineamento delle aspettative di investitori e regolatori rispetto alle caratteristiche comuni della *shareholder stewardship*.

Ulteriore criticità, poi, è stata rilevata in relazione al periodo temporale a partire dal quale è stabilita l'applicabilità delle suddette sanzioni. L'art. 4 co. 1 del d.lgs. n. 84/2020 chiarisce infatti che "*Fermo quanto previsto dall'articolo 7 del decreto legislativo 10 maggio 2019, n. 49, l'articolo 2 si applica alle violazioni commesse dopo la data di entrata in vigore del presente decreto*", ossia il 14 agosto 2020. Momento in cui, tuttavia, essendo ancora in atto le consultazioni svolte da Consob (cui il decreto attuativo rimandava espressamente l'integrazione in alcuni aspetti maggiormente tecnici), non segnava ancora la compiuta elaborazione della disciplina sostanziale cui avrebbero dovuto far seguito le previsioni afflittive.

Senza considerare, tra l'altro, che il Governo abbia mancato di aderire ai suggerimenti avanzati sullo schema dell'ultimo decreto legislativo durante l'esame parlamentare³¹⁷, nonché ai rilievi espressi dall'Associazione delle società per azioni (Assonime)³¹⁸. Segnatamente, l'invito da quest'ultima formulato, con specifico riguardo alla disciplina delle remunerazioni, richiedeva una maggiore concentrazione dell'apparato sanzionatorio sui profili di trasparenza: in particolare, quanto alla prima sezione della relazione sulla remunerazione, affidando agli azionisti la valutazione degli elementi discrezionali della politica e all'Autorità di vigilanza il monitoraggio dell'effettivo adempimento degli obblighi di trasparenza, evitando in tal modo che la sanzionabilità di qualunque violazione della disciplina dei compensi possa privare i soci dello stesso potere di *voice ad essi* concesso dalla Direttiva stessa.

6.2 La responsabilità dei componenti dell'organo amministrativo

Ai profili sanzionatori introdotti dai decreti attuativi della Seconda Direttiva azionisti, che delineano consistenti sanzioni pecuniarie nei confronti delle società o dei suoi gestori per averne disapplicato le prescrizioni, per questi ultimi si aggiungono ulteriori possibili ed altrettanto rilevanti ricadute in punto di responsabilità. La disciplina civilistica della responsabilità degli amministratori di società per azioni è contenuta negli artt. 2392-2395 c.c. ed è riferibile a tre distinte tipologie: la responsabilità verso la società, che si analizzerà nel prosieguo, la

³¹⁷ Cfr. CECCHINATO, *In G.U. il D.Lgs. n. 84/2020 che dà compiuta attuazione alla SHRD2*, in [quotidianogiuridico.it](https://www.quotidianogiuridico.it), 31/7/2020, disponibile al link: <https://www.quotidianogiuridico.it/documents/2020/07/31/in-g-u-il-d-lgs-n-84-2020-che-da-compiuta-attuazione-alla-shrd2> (ultimo accesso il 17 febbraio 2021).

³¹⁸ Assonime, *Osservazioni sullo schema di decreto legislativo (Atto n. 155) sull'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti e la disciplina del sistema di governo societario*, 7/2020 (Interventi) consultabile al link: <http://www.assonime.it/layouts/15/Assonime.CustomAction/GetPdfToUrl.aspx?PathPdf=http%3a%2f%2fwww.assonime.it/attivita-editoriale/interventi/Documents/Interventi%207-2020.pdf> (ultimo accesso il 17 febbraio 2021).

responsabilità verso i creditori sociali e la responsabilità verso il singolo socio o terzo.

6.2.1 Le scelte retributive: applicabilità della Business Judgment Rule?

A fronte della breve descrizione appena svolta sulla natura e sul funzionamento dell'azione di responsabilità sociale mossa nei confronti degli amministratori di S.p.a., si vedrà di seguito se nella fattispecie in parola possa farsi rientrare anche l'adozione di scelte gestorie da parte del *board* in materia remunerativa e, prima ancora, se esse siano qualificabili come tali. Si è detto, infatti, che secondo la dottrina della *business judgment rule* ai gestori sarebbe imputabile unicamente l'inadempimento rispetto ai doveri di amministrazione diligente (ovvero degli specifici obblighi posti a loro carico), non invece il conseguimento di risultati di *performance* negativi. La *BJR* svolge invero una duplice funzione: da una parte, quella di incentivare l'adozione di maggiori rischi da parte del *board*, utili alla valorizzazione del patrimonio sociale, poiché, come si è visto trattando le forme remunerative variabili, ne è per sua natura avverso; dall'altra parte quella di legittimare e tollerare "errori di giudizio", viceversa reprimendo quelli caratterizzati da mala fede ("errori non onesti")³¹⁹. Dunque, riservando l'attenzione al processo decisionale piuttosto che al relativo contenuto, si addivene per questa via ad una riduzione del rischio che gli amministratori ricadano in fattispecie di responsabilità per l'assunzione di decisioni discrezionali, tipicamente ad essi affidate, condizione a sua volta necessaria per il raggiungimento di una migliore *governance* e di buoni risultati per l'impresa.

L'opportunità di una regola come la *BJR* è senz'altro consolidata nella dottrina e nella giurisprudenza contemporanee, specialmente alla luce della necessità di ridurre l'ingerenza giudiziaria nelle decisioni gestorie, spesso inficiata da incompetenza amministrativa nonché da errori di giudizio retrospettivo (c.d. *hindsight bias* ovvero *bias* del senno di poi)³²⁰. Resta tuttavia ancora incerta la concreta portata applicativa della regola in parola rispetto alle decisioni sulla remunerazione degli amministratori. Preliminarmente, quanto alla natura di tali decisioni, si rileva quanto segue. Per un verso, la giurisprudenza (di merito) ha affermato la natura gestoria delle scelte concernenti entità e modalità di corresponsione del compenso, e ne ha espressamente ammesso il sindacato solo in relazione ad eventuali omissioni di cautele o della necessaria diligenza da parte dei soggetti obbligati³²¹. Meno netta è invece la distinzione fornita dalla dottrina estera, la quale ne afferma un più ibrido carattere gestorio-organizzativo³²². A complicare ulteriormente il quadro è intervenuta, infine, la riforma

³¹⁹ Così BINI, *Investitori attivi e buona governance*, in *Le società*, 2020, pp. 88-98.

³²⁰ Lo evidenzia BENEDETTI, *L'applicabilità della business judgment rule alle decisioni organizzative degli amministratori*, in *Rivista delle Società*, 2019, p. 413 ss.

³²¹ Cfr. Trib. Roma, 30.07.2015, n. 16839, in *IlSocietario.it*, 2015.

³²² Ad esempio, come riportato in BENEDETTI, *L'applicabilità della business judgment rule alle decisioni organizzative degli amministratori*, cit., la dottrina spagnola ritiene la fissazione della remunerazione degli amministratori quale tipica decisione di natura sia organizzativa sia gestoria, come tale rientrante nell'ambito operativo della *business judgment rule*.

dell'art. 2086 c.c., che ha contribuito a richiamare l'attenzione (anche) delle corti sulla valutazione dell'adeguatezza delle decisioni amministrative nella rilevazione tempestiva della crisi d'impresa e del suo superamento. A fronte di un quadro così articolato, le posizioni in punto di applicabilità della *business judgment rule* alle decisioni remunerative possono riassumersi come segue: qualificate come scelte gestorie, esse pacificamente godono del beneficio dell'incensurabilità giudiziale³²³; qualora, invece, s'intenda attribuire loro una natura pienamente o latamente organizzativa la questione si fa più complessa.

Su quest'ultimo punto, infatti, il dibattito sollevato in dottrina ha evidenziato due contrapposte tesi³²⁴ che di seguito si riportano. Una parte della dottrina, infatti, sostiene l'inapplicabilità del criterio di insindacabilità nel merito delle scelte gestorie anche alle decisioni organizzative, giustificandolo in base ad un triplice ordine di argomenti: primo, la natura specifica dell'obbligo disposto dall'art. 2381 co. 5 c.c. in capo agli organi delegati e, più in generale, dal novellato art. 2086 co. 2 c.c.; secondo, l'ontologica diversità intercorrente tra atti di gestione e decisioni organizzative; terzo, quale espressione del generale dovere generale di correttezza e buona fede nell'esecuzione del contratto. Altri commentatori, al contrario, affermano la limitazione del sindacato giudiziale, evidenziando, altrettanto efficacemente, che la previsione di cui all'art. 2381 co. 5 c.c. non sarebbe qualificabile come *rule* ma, piuttosto, come *standard*, parte di una più ampia clausola generale; che i profili di gestione e organizzazione dell'impresa siano essenzialmente compenetranti; terzo, la correlazione tra l'adeguatezza degli assetti e gli obblighi di buona fede e correttezza sia tutt'altro che indiscutibile.

Perciò, in definitiva, comunque s'intendano qualificare le scelte del *board* in merito alla definizione dei compensi per gli amministratori, ritengo ad ogni modo condivisibile la tesi di quella parte della dottrina che giudica applicabile la *BJR* ogniqualvolta il consiglio sia posto di fronte alla scelta tra una o più opzioni possibili³²⁵.

³²³ Trib. Roma, 30.07.2015, *cit. (idem)*. Il Giudice adito afferma che: "Passando all'esame delle doglianze formulate dalla parte attrice è da ribadire, come prima già specificato, che questo Tribunale non può entrare nel merito delle decisioni concernenti l'entità del compenso e le sue modalità di corresponsione, trattandosi di mere scelte di gestione, sindacabili solo nell'ipotesi di omissione di cautele e mancanza di diligenza da parte degli amministratori, propedeutiche alle scelte gestionali."

³²⁴ Cfr. *ibidem*.

³²⁵ La tesi è sostenuta da BENEDETTI, *L'applicabilità della business judgment rule alle decisioni organizzative degli amministratori*, *cit.* Sulla scorta della dottrina tedesca, l'autore afferma infatti che: "Sebbene la riforma societaria abbia specificamente prescritto il dovere di curare gli assetti — enunciandolo in una norma ad hoc e facendo in modo che esso non sia più solo implicitamente ricavabile, come si affermava anteriormente, dall'obbligo di amministrazione diligente (60) —, non pare si possa arrivare a sostenere — come fa parte della dottrina (61) — che si tratti di un dovere specifico, l'attuazione del quale impone determinazioni vincolate ex lege nel loro contenuto. Al contrario, per come è stato concretamente configurato, il dovere in esame rimane caratterizzato da un contenuto generico (62): la circostanza che una decisione degli amministratori sia imposta da una prescrizione normativa — al pari di quella disciplinata dall'art. 2381, comma 5 (o dall'art. 2086, comma 2), c.c. — non comporta necessariamente la soppressione di quel margine di discrezionalità necessario e sufficiente a configurare una scelta imprenditoriale".

Resta, tuttavia, ancora un aspetto da scandagliare: come si realizza, in concreto, la valutazione giudiziale? Quali sono i limiti cui essa va incontro? E, viceversa, quali sono i confini fino a cui può spingersi la regola dell'insindacabilità? In primo luogo, un rilevante aiuto nella definizione applicativa della *BJR* proviene dalla stessa giurisprudenza di legittimità³²⁶ che, per costante e pacifico indirizzo, esclude l'imputabilità della responsabilità ai sensi dell'art. 2392 c.c. all'amministratore che abbia compiuto scelte *inopportune* dal punto di vista economico, essendo quest'ambito attinente alla discrezionalità imprenditoriale e suscettibile di essere penalizzato esclusivamente attraverso la *giustificata* revoca dell'amministratore stesso, qualora non incontri il consenso dell'organo assembleare. Preclusa, quindi, qualunque valutazione nel *merito* delle scelte amministrative, l'esame delle corti deve limitarsi a prendere in considerazione le *modalità* attraverso le quali gli amministratori vi siano addivenuti e, in particolare, se abbiano o meno compiuto tutte quelle operazioni considerate necessarie per l'assunzione di decisioni *informate e consapevoli*.

Si consideri, poi, che la *business judgment rule* gode nei fatti di un'estensione certamente più limitata di quanto non potrebbe apparire a prima vista. Invero, se da una parte le corti ribadiscono il peso dell'insindacabilità delle decisioni amministrative, dall'altra parte sono esse stesse a rimarcare i limiti: "Se è vero che [...] «il giudizio sulla diligenza dell'amministratore nell'adempimento del proprio mandato non può mai investire le scelte di gestione (o le modalità e circostanze di tali scelte)», «anche se presentino profili di rilevante alea economica», è pur vero tuttavia che, in tal tipo di giudizio, può ben sindacarsi «l'omissione di quelle cautele, verifiche e informazioni preventive, normalmente richieste per una scelta di quel tipo, operata in quelle circostanze e con quelle modalità», e perciò anche «la diligenza mostrata nell'apprezzare preventivamente i margini di rischio connessi all'operazione da intraprendere»". E ancora: "in tema di responsabilità dell'amministratore di una società di capitali (nella specie, per azioni) per i danni cagionati alla società amministrata, l'insindacabilità del merito delle sue scelte di gestione (cd. *business judgment rule*) trova un limite nella valutazione di ragionevolezza delle stesse, da compiersi sia *ex ante*, secondo i parametri della diligenza del mandatario, alla luce dell'art. 2392 c.c. (nel testo applicabile *ratione temporis*), sia tenendo conto della mancata adozione delle cautele, delle verifiche e delle informazioni preventive, normalmente richieste per una scelta di quel tipo e della diligenza mostrata nell'apprezzare preventivamente i margini di rischio connessi all'operazione da intraprendere."³²⁷ Alla luce di un portato normativo quantomai avvezzo all'utilizzo di clausole generali, anche in materia di remunerazione degli amministratori, nonché scarno nel fornire dettagliate indicazioni circa le modalità di determinazione dei compensi, in giurisprudenza si è assistito allo sviluppo di strumenti suppletivi. Indubbio è il vantaggio apportato da questo fenomeno in termini di flessibilità applicativa del parametro valutativo, che, garantendo ampi

³²⁶ Tra le altre, si vedano Cass. 28.04.1997, n. 3652 in *Giur. it.* 1998, p. 287; Cass. 12.02.2013, n. 3409 in *Giust. civ. Mass.* 2013; Cass. 22.06.2017, n.15470, in *Giust. civ. Mass.*, 2017.

³²⁷ Così Cass. 22.06.2017, n.15470, *cit.*; similmente Trib. Roma, 30.07.2015, *cit. (idem)* (nt. 291).

marginari di discrezionalità, permette al Giudice di offrire la risposta più adeguata alle esigenze di tutela della singola fattispecie. Allo stesso tempo, però, in vista di una migliore applicazione della *rule* in parola, le corti hanno provveduto ad elaborare una serie di “indici” di ragionevolezza, quali criteri-guida per la valutazione dell’idoneità delle deliberazioni consiliari sulla remunerazione. La centralità di tali parametri è data soprattutto dal fatto che, essendo il principio di ragionevolezza un concetto di carattere relazionale, essi consentono di individuare un termine di comparazione rispetto a cui la scelta possa dirsi o meno ragionevole e, quindi, legittima³²⁸. Essi consistono principalmente nel verificare lo stato economico e finanziario in cui versava la società al momento della delibera, anche in considerazione del rapporto tra la dimensione della società e gli ultimi tre bilanci di esercizio; poi, nel vagliare i compensi attribuiti agli amministratori di imprese simili a quella esaminata; infine, nel parametrare i compensi alla qualità e alla quantità del lavoro svolto dal beneficiario.³²⁹

Esemplare, a tal proposito, è il già citato giudizio instaurato dinnanzi al Tribunale di Roma. La lite prendeva le mosse dallo stato di insolvenza in cui versava la società, che, dal canto suo, ne sosteneva la riconducibilità – tra le altre cause – alla violazione dei doveri dei citati amministratori per aver assunto “*decisioni non coerenti con il contesto imprenditoriale di riferimento e comunque manifestamente irragionevoli ed antieconomiche*”. In particolare, parte attrice eccepiva l’illegittimità dell’emolumento variabile deliberato dal *board* ai sensi dell’art. 2389 co. 3 c.c. a favore dell’Ing. C. (all’epoca presidente ed amministratore delegato della società), e, pertanto, richiedeva al Tribunale adito di voler condannare i convenuti al pagamento di una somma a titolo di

³²⁸ Lo sottolinea CAPPIELLO, *La remunerazione degli amministratori*, cit., p. 210 ss.

³²⁹ Così MATERA, *La nuova disciplina dei compensi degli amministratori delle società di capitali nel diritto societario spagnolo: prime note e cenni comparatistici*, cit. Parzialmente in disaccordo sull’applicabilità di tutti i tre parametri è CAPPIELLO, *La remunerazione degli amministratori*, *ibidem*, cit. il quale sottolinea che, per quanto riguarda il coefficiente della situazione patrimoniale e dell’andamento economico della società, esso sia utilizzabile solo in funzione ancillare al parametro relativo al compenso corrente nel mercato in imprese analoghe, perché vi possono essere circostanze (es. rilancio dell’impresa ovvero fase iniziale dell’impresa) in cui il riconoscimento di un cospicuo compenso all’amministratore risulti giustificato.

Invero, un esempio in tal senso è fornito da Cass. 17.07.2007, n. 15942, in *Riv. notariato*, 2009, p. 657, di cui se ne riporta un passo: “[...] *la circostanza relativa alla esiguità del fatturato e all’andamento economico negativo della società non assumeva un rilievo decisivo, perché anche una situazione di perdite d’esercizio poteva giustificare un importante compenso agli amministratori, soprattutto in vista del rilancio: e nella specie il compenso era non manifestamente sproporzionato, essendo giustificato dalle prospettive dell’attività sociale per il periodo successivo al suo riconoscimento. La misura del compenso, in altri termini, ben poteva essere motivata dalla esistenza di una prospettiva di rilancio della società, rispetto alla quale l’attività operativa degli amministratori veniva valutata come essenziale.*” Benché la pronuncia in parola abbia a fondamento l’istanza di annullamento di delibera assembleare per abuso di maggioranza, una giustificazione simile sarebbe a mio avviso utile anche a motivare l’assunzione di decisioni gestorie in materia remunerativa all’interno del *board*, esentandone i membri dal ricadere in fattispecie di responsabilità.

CAPPIELLO, *La remunerazione degli amministratori*, *ibidem*, cit. richiede altresì cautela nel ricorso ai parametri delle tariffe professionali, in quanto, se adottate acriticamente, potrebbero portare alla definizione di un compenso estraneo dalla realtà contrattuale tra società e amministratore sia in riferimento alle mansioni in concreto svolte dall’amministratore sia in rapporto alle responsabilità da questi assunte.

risarcimento danni. Tra i criteri da essi stabiliti per la determinazione del corrispettivo variabile, maggiormente sfavorevole risultava la previsione per cui, nel caso di omessa indicazione degli obiettivi annuali (a fronte dei quali l'emolumento variabile sarebbe stato corrisposto) questi ultimi si sarebbero dovuti considerare convenzionalmente raggiunti. Rilevava pertanto la società che: *“tale ultima previsione era fortemente penalizzata per Alitalia perché consentiva di corrispondere al C. un supplemento di compenso anche in assenza di fissazione degli obiettivi gestionali e senza alcun collegamento ad un qualunque controllo di meritevolezza e raggiungimento di un corrispondente risultato favorevole per la società;”* e, pertanto, *“che la corresponsione di euro 750.000 a titolo di emolumento variabile per l'anno 2005 nonostante la mancata definizione da parte del Consiglio di Amministrazione degli obiettivi gestionali, alla luce dei disastrosi risultati della gestione C., era stata illegittima ed aveva cagionato un danno ad Alitalia che doveva essere risarcito ad opera del C., dell'U. e dello S.”*

Tralasciando le considerazioni svolte dall'organo giudicante in punto di conflitto di giurisdizione tra il Giudice ordinario e il Giudice contabile, ciò che qui maggiormente rileva è l'esame realizzato in merito alle doglianze attoree relative alla determinazione del compenso, specie per la parte di esso avente natura variabile. A tal proposito, infatti, il Collegio ribadisce la propria incompetenza a vagliarne l'*entità*, poiché determinazione coperta da *BJR*, riservandosi invece di valutare l'idoneità della specifica clausola contrattuale contestata a produrre un danno alla società qualora risultasse essere frutto dell'*“omissione di cautele e mancanza di diligenza da parte degli amministratori, propedeutiche alle scelte gestionali”*. Una valutazione, questa, conclusasi poi a favore della società, nei confronti della quale viene riconosciuto il diritto al risarcimento del danno, pari all'ammontare del compenso variabile percepito dall'amministratore delegato in funzione della clausola opposta.

Ancor più interessante è, poi, l'iter argomentativo seguito dal Tribunale per giungere a tale conclusione. In primis, si rileva il disallineamento tra la previsione contrattuale in parola e l'obiettivo premiale presupposto alla corresponsione di una parte del compenso in forma variabile, ossia quale incentivo a conseguimento di risultati di gestione. Un'assegnazione, si afferma, rimessa *in toto* alla discrezionalità del *board* poiché connessa ad una condizione meramente potestativa e, come tale, ampiamente slegata dal fine premiale ad essa sotteso, bensì fonte di una pericolosa situazione conflittuale tra gli interessi dell'amministratore beneficiario del compenso e la società gestita. Il Giudice ne evidenzia altresì le posizioni di presidente ed amministratore delegato, che avrebbero in ogni caso comportato un'anomalia nella gestione dell'impresa: optando per svolgere la propria funzione, ne sarebbe derivato un sostanziale potere di autodeterminazione del versamento del corrispettivo (potendo, ad esempio, scegliere se porre o meno all'ordine del giorno l'individuazione degli obiettivi cui era legata la corresponsione della remunerazione variabile); astenendosi, invece, se ne sarebbe svilito l'incarico affidatogli che, di per sé, ne richiede l'assunzione di scelte strategiche. Il Tribunale, pertanto, asserisce la responsabilità in capo a tutti i convenuti citati, a fronte della considerazione per cui: *“La stesura di detta clausola è stata quindi frutto di mancanza di cautela e di*

diligenza, pur minime ed elementari, da parte dell'amministratore che la predispose, del Presidente del Collegio Sindacale che ne verificò la legittimità e del Presidente ed Amministratore delegato che la sottoscrisse e la accettò. Essa, pertanto, non si poneva quale ordinaria scelta di politica di gestione della società e la sua legittimità, pertanto, può essere oggetto di valutazione e di sindacato da parte di questo Tribunale." Una decisione, questa, che tra l'altro si antepone a tutte le avverse eccezioni, dimostrandone l'irrilevanza: a nulla vale l'ampia diffusione di una simile prassi presso società analoghe sotto il profilo del controllo pubblico (quali, ad esempio, Ferrovie dello Stato, Poste Italiane, ecc.), che anzi avrebbe dovuto comportare – afferma il Giudice – una più elevata attenzione nella stesura dei contratti di remunerazione degli amministratori; né rileva la circostanza per cui la previsione della clausola fosse giustificata dalla difficoltà di stabilire obiettivi cui riconnettere l'emolumento variabile a causa delle criticità affrontate dall'impresa non sottoponibili al controllo dell'amministratore beneficiario poiché, si dice, essi avrebbero ben potuto essere volti al compimento di sforzi per il risanamento della società; esclude infine la legittimità di qualsivoglia valutazione *ex post* della gestione condotta dal destinatario dei compensi, al fine di accertare quali, tra gli indicati obiettivi, fossero stati o meno raggiunti.

La sentenza appena richiamata, dunque, conferma la posizione sostenuta dalla giurisprudenza di legittimità e la declina anche nelle Corti di merito. Essa si sostanzia nella considerazione per cui la violazione del dovere di diligenza integra sempre un illecito contrattuale e costituisce fonte di responsabilità in capo all'amministratore che non abbia adottato tutte le misure necessarie al perseguimento degli interessi sociali. Agli occhi più attenti, comunque, non sarà sfuggito che sebbene autorevole e costante, tale giurisprudenza resta fedele alla separazione tra *merito* della decisione e *metodo* seguito per la sua assunzione, tradizionale premessa dell'elaborazione della *business judgment rule*. Un approccio questo tutt'altro che irremovibile, tanto più che, come ora si vedrà, recente dottrina ne ha auspicato un cambio di passo.

Mi riferisco, in particolar modo, ad una recente ed autorevole analisi³³⁰ volta a mostrare l'insufficienza della *BJR* nel garantire una buona *governance*, intesa come *performance* che tenga conto dei risultati conseguiti dall'impresa in termini di creazione di valore per gli azionisti e di contenimento dei rischi. In sintesi, l'autore invita gli amministratori ad adottare un cambiamento di prospettiva, distaccandosi da quella tipica del *management* ed avvicinandosi maggiormente a quella degli investitori attivi, mostrando particolare attenzione alle scelte relative alle operazioni di finanza straordinaria. A tal proposito, infatti, richiama due diversi approcci alle soluzioni di *governance*, l'uno c.d. *legale* e l'altro c.d. *economico-sostanziale*: il primo, finora in auge, vede contrapporsi i profili del merito e del metodo delle decisioni gestorie, mentre il secondo considera i due aspetti come inscindibili. Il successo dell'approccio tradizionalista può essere giustificato sulla base di uno scarso attivismo azionario, solo recentemente incoraggiato (lo si è visto) dagli interventi normativi sovranazionali e dalle discipline attuative adottate nel Paesi dell'Unione. In effetti fino a pochi decenni fa, vuoi per intimo

³³⁰ Cfr. BINI, *Investitori attivi e buona governance*, cit.

disinteresse vuoi per l'effettiva mancanza di strumenti per la partecipazione azionaria, la prassi societaria vedeva i soci solitamente estranei alla gestione (*lato sensu*) dell'intrapresa economica, rimessa appieno nelle mani dell'organo amministrativo. Una prassi che, nel tempo, non è andata esente dal mostrarne gli infelici esiti. Secondo l'opinione tradizionale, infatti, una scelta di *governance* poteva dirsi legittima ogniqualvolta nella sua adozione fosse stata supportata da una qualsivoglia base informativa: ciò, da una parte, aveva comportato una strumentalizzazione dei giudizi rilasciati dagli *advisors* finanziari a salvaguardia dal pericolo di incorrere in fattispecie di responsabilità, e, dall'altra, lasciava in ogni caso sprovvisti di tutela gli stessi amministratori in relazione alle fasi successive al compimento dell'operazione, in sede di approvazione dei bilanci.

La rinnovata attenzione degli azionisti all'assunzione di scelte gestorie sempre più efficaci per la massimizzazione del proprio investimento e la conseguente pressione esercitata nei confronti degli amministratori, impongono pertanto una revisione del ruolo a questi ultimi affidato: non solo e non più l'adozione di scelte ponderate e verosimilmente non dannose per l'impresa, quanto piuttosto un crescente atteggiamento proattivo, capace di motivare l'eventuale scelta di inazione allo stesso modo della scelta opposta, in linea con gli interessi perseguiti dagli investitori. È innegabile, ai fini della presente trattazione, che la visione proposta dal Bini si mostri particolarmente accattivante, poiché si pone a completamento del percorso di stimolazione dell'attivismo azionario iniziato dal legislatore europeo già nel 2007 e perfezionato nel 2017, estendendone l'applicazione anche ai profili su cui la Direttiva meno si sofferma, ossia quelli relativi all'insorgenza di fattispecie di responsabilità per i gestori.

Ai limiti ora ricostruiti cui va incontro l'azione di responsabilità avanzata a favore della società, se ne dovrebbe aggiungere un altro, la cui rilevanza pratica potrebbe apparire a prima vista sfumata ma che, ciononostante merita a mio avviso di essere tenuto in considerazione. Dalla disciplina fino ad ora analizzata emerge infatti una pressoché esclusiva attenzione del legislatore nazionale ed europeo ad attribuire agli azionisti strumenti di tutela per fronteggiare la violazione della disciplina remunerativa e che mira altresì a perfezionare gli argini ivi previsti a contenimento delle eventuali violazioni. Viceversa, del tutto omessa è la funzione degli altri *portatori di interessi* che interagiscono con la società: nessuna facoltà di utilizzo degli strumenti in parola è espressamente contemplata nei loro confronti, né la si potrebbe altrimenti desumere in via indiretta dalla formulazione o dalla posizione sistematica delle norme in parola. Senonché, a fronte dell'obiettivo di rilancio economico e di tutela della stabilità dei mercati cui sono volti i suddetti interventi normativi (specie, la Seconda Direttiva azionisti) e del rinnovato interesse del legislatore europeo a farvi fronte anche attraverso una maggiore inclusione degli interessi di tutti gli *stakeholders*, una siffatta trascuratezza in punto di *enforcement* non può che balzare subito agli occhi. Si è trattato, quindi, a mio avviso, di aver perso ancora una volta una preziosa occasione per segnare una svolta verso il miglior coordinamento degli interessi di tutti gli *stakeholders*, pubblico e risparmiatori compresi, riconoscendo loro un ruolo attivo non solo nel monitoraggio della conformità delle pratiche retributive

degli amministratori, ma anche nell'eventuale intervento a censurarne l'inosservanza.³³¹

Si ricorda infine, per completezza, che l'illegittimità del comportamento tenuto dall'amministratore può altresì assumere rilevanza penalistica. Si veda a tal proposito la fattispecie di reato designata dall'art. 2634 c.c., *Infedeltà patrimoniale*, il quale condiziona l'applicazione della pena detentiva all'amministratore che ne abbia maturato, simultaneamente, i tre requisiti indicati, ossia: che versi in conflitto di interessi con quelli della società; che abbia agito con l'intento di ottenere un ingiusto profitto; che abbia cagionato un danno patrimoniale alla società.³³²

6.3 I rimedi “societari”

A completamento del quadro sinora tracciato, mi pare opportuno esaminare brevemente gli ulteriori rimedi a disposizione dei soci cui è possibile ricorrere a fronte di un'irragionevole determinazione del compenso dei componenti dell'organo amministrativo. Nel presente paragrafo l'attenzione sarà incentrata sui rimedi esperibili avverso le delibere assembleari e consiliari per ottenerne l'annullamento, mentre nel successivo ci si soffermerà sui mezzi di tutela contrattuali, modificativi e revocatori.³³³

6.3.1 Invalidità delle delibere assembleari

Preliminarmente allo svolgimento di una più dettagliata analisi delle ipotesi di impugnabilità per annullamento delle delibere assembleari, vale la pena evidenziare come l'azionabilità dei rimedi in parola subisca alterazioni a seconda della prospettiva, già accennata nel precedente capitolo, da cui si guarda il rapporto tra l'interesse sociale e l'interesse dei singoli soci. Ciò in quanto, qualora si intenda abbracciare una concezione dell'interesse sociale di stampo *istituzionalista*, per cui esso è inteso come autonomo e separato da quello dei singoli soci nonché assolutamente indisponibile da parte di questi, ne dovrebbe derivare un ristrettissimo – se non addirittura nessuno – spazio per l'esercizio di discrezionalità nell'espletamento del voto in assemblea. Al contrario, adottando una logica di tipo *contrattualista*, a mente della quale l'interesse sociale coincide esattamente con quello dei titolari delle partecipazioni azionarie, si concluderebbe per un'amplissima disponibilità, in capo a questi ultimi, dei fini da perseguire con la votazione. All'interno dello spazio contrassegnato da queste due teorie si pone una pluralità di altre prospettive variamente articolate, tra cui

³³¹ Istanze in tal senso sono state sollevate anche nel rapporto redatto da Ernst & Young per la Direzione generale Giustizia e consumatori della Commissione europea che, in relazione ai meccanismi di *enforcement* per una gestione d'impresa sostenibile, propongono di prefigurare una forma di responsabilità degli amministratori che possa essere fatta valere anche dagli *stakeholders*. Il significato di una simile proposta è ancor più rilevante se si considera che nell'ordinamento tedesco tale diritto non è riconosciuto neanche ai soci nei confronti del consiglio di gestione. Lo riportano HOPT, VEIL, *Gli stakeholders nel diritto azionario tedesco: il concetto e l'applicazione. Spunti comparatistici di diritto europeo e statunitense*, cit.

³³² Più nel dettaglio BONAFINI, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, cit., p. 204 ss.

³³³ La ricostruzione prende spunto dall'analisi condotta da MATERA, *La nuova disciplina dei compensi degli amministratori delle società di capitali nel diritto societario spagnolo: prime note e cenni comparatistici*, cit.

mi preme richiamare quella che a mio avviso risulta maggiormente condivisibile. Essa costituisce una variante piuttosto moderata della tesi contrattualista ed asserisce che, se per un verso il socio gode di ampia discrezionalità nell'esercitare il proprio diritto di voto assembleare, per altro verso siffatto potere decisionale incontra in ogni caso un limite negli scopi del contratto sociale.³³⁴ Di conseguenza, si configurerebbe una sorta di "egoismo temperato" tale per cui all'azionista sarebbe fatto divieto di perseguire obiettivi extrasociali. È dunque all'interno del quadro così delineato che andranno ad essere collocati ed esaminati gli strumenti di tutela societari come appresso si vedrà.

Tra essi, rileva in primo luogo quello offerto dall'art. 2373 c.c.: l'impugnabilità della delibera assembleare per conflitto di interesse. A tal fine, la disciplina civilistica richiede che l'approvazione della delibera sia avvenuta con il voto *determinante* del socio che, al momento in cui esprimeva il proprio voto in assemblea, si faceva portatore di un interesse, proprio o altrui, in conflitto con quello della società, e passibile di recarle *danno*. L'annullamento della delibera impugnata avviene, pertanto, solo qualora entrambe le condizioni richieste dalla legge siano soddisfatte: in sede di accertamento, infatti, il giudice svolge per prima una c.d. prova di resistenza, ossia verifica se la delibera sarebbe stata o meno approvata anche senza il voto del socio in conflitto d'interessi e, successivamente, si assicura che l'esercizio del voto fosse pregiudizievole per il perseguimento degli interessi della società, a prescindere dall'effettiva conoscenza della situazione di conflitto da parte del socio stesso.³³⁵

Particolare attenzione va riservata all'ipotesi di delibera assembleare approvata con voto determinate del socio che sia *anche* amministratore. Benché le disposizioni del Codice di *corporate governance* viste in precedenza suggeriscano che gli amministratori non prendano parte alle riunioni del comitato remunerazioni in cui siano formulate proposte relative alla propria remunerazione, nulla vieta, invece, che l'amministratore partecipi e voti nelle riunioni assembleari deliberanti in materia di determinazione del compenso degli amministratori (anche dotati di particolari cariche) oppure, ad esempio, sulla relazione sulla politica in punto di remunerazione e sui compensi corrisposti. Sarebbe certamente esclusa, infatti, l'estensione analogica al caso in esame della previsione di cui al co. 2 dello stesso art. 2373 c.c. che vieta al socio-amministratore di votare nelle deliberazioni riguardanti la propria responsabilità,

³³⁴ Così Cass. 17.07.2007, n. 15942, con nota di TIMPANO, *L'interesse sociale fra contrattualismo e istituzionalismo in relazione al conflitto di interessi assembleare ed all'abuso della regola della maggioranza*, in *Riv. notariato*, 2009, pag. 657. Per un approfondimento sul tema delle contrapposte letture istituzionalista e contrattualista e sul relativo superamento si veda, tra gli altri, MONTALENTI, *L'interesse sociale: una sintesi*, cit.

³³⁵ Si noti peraltro la differenza tra la disciplina ora esaminata, concernente il socio (art. 2373 c.c.), e quella, più gravosa, richiamata al capitolo primo in relazione alla posizione dell'amministratore (art. 2391 c.c.): solo a quest'ultimo è richiesta l'attuazione di una particolare procedura di denuncia dell'interesse, da svolgersi anche in ipotesi di semplice concorrenza rispetto all'interesse sociale; inoltre, dall'eventuale violazione delle prescrizioni codicistiche, deriva non solo l'impugnabilità della delibera consiliare ma anche una fattispecie di responsabilità in capo all'amministratore per i danni cagionati alla società, nonché ne costituisce senz'altro un caso di giusta revoca. Qualora invece la violazione avvenga in relazione ad una deliberazione del consiglio di amministrazione in materia remunerativa si ricadrebbe nella fattispecie di cui agli artt. 2393-2393-bis c.c., già esaminata nel precedente paragrafo.

in quanto relativo ad un diverso e specifico argomento all'ordine del giorno³³⁶. Ne è prova, d'altronde, la nuova formulazione assunta dalla norma in parola a seguito della riforma del diritto societario: essa ha comportato, infatti, l'eliminazione del previgente divieto di voto da parte del socio che avesse un interesse in conflitto con quello sociale, sostituendovi la previsione per cui il voto non è sospeso e il socio può esprimerlo liberamente. Sorge pertanto, in siffatte ipotesi, il dubbio se l'amministratore in questione versi *comunque* in conflitto d'interessi, per la semplice circostanza di essere al contempo gestore e socio, ovvero se, al contrario, l'esistenza della condizione in parola debba essere valutata *caso per caso*.

A tal proposito la giurisprudenza di merito e di legittimità, nel prendere in considerazione proprio il caso dell'amministratore-socio che vota sul proprio compenso, ha ritenuto *valida* la deliberazione assembleare, anche se adottata con il voto determinante dello stesso gestore, qualora il compenso non sia *irragionevole, sproporzionato o incongruo*. Similmente si sono espresse anche le pronunce arbitrali³³⁷. La sussistenza della situazione di conflitto andrebbe pertanto valutata nella singola fattispecie, poiché la presenza di un interesse personale del socio non necessariamente si contrappone a quello della società, come richiesto dalla norma codicistica di cui si tratta: l'interesse dell'amministratore a ricevere un giusto compenso e l'interesse della società a retribuire congruamente il proprio gestore, generalmente *coesistenti e concorrenti*, diventano senz'altro *inconciliabili* solo nelle ipotesi di retribuzione ingiustificatamente oltre misura.³³⁸

Quello seguito dalla Cassazione, in particolare, è stato definito un "orientamento intermedio", tale per cui, come si evince chiaramente dagli argomenti a sostegno del rigetto del sesto motivo di ricorso di cui alla sentenza 17.07.2007, n. 15942, l'esistenza di un conflitto di interesse rilevi solo qualora si ravvisi un'irragionevole sproporzione tra il compenso deliberato e l'attività gestoria. È questo, peraltro, il necessario strumento probatorio attraverso cui dimostrare l'altro presupposto di applicazione dell'art. 2373 c.c.: il danno. Soltanto la prova del danno, infatti, permette di attribuire rilevanza, ai fini dell'annullamento della delibera, alla presenza dell'interesse confliggente, altrimenti tutt'altro che rimproverabile.³³⁹ L'onere probatorio è in tal caso posto in capo ai soci che impugnano la deliberazione assembleare e dev'essere altresì

³³⁶ Così BONAFINI, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, cit., p. 204 ss.

³³⁷ Lodo arbitrale Milano, 30/03/2009, in *Riv. dir. comm.* 2010, p. 87, secondo cui "Qualora nell'approvazione di un compenso non congruo e sproporzionato sia intervenuto il voto determinante dell'amministratore-socio, la deliberazione è altresì annullabile per conflitto di interessi. Non sussiste conflitto di interessi tuttavia ove il compenso, pur se approvato con il voto determinante dell'amministratore-socio, non sia irragionevole o sproporzionato".

³³⁸ Così BRUNO, BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori*, cit.

³³⁹ Lo rileva TIMPANO, *L'interesse sociale fra contrattualismo e istituzionalismo*, cit. che mette altrettanto in evidenza come tale circostanza sia confermata dall'art. 2368 co. 3 c.c., che prevede l'esclusione dal computo del quorum deliberativo delle azioni per le quali il diritto di voto non è stato esercitato a seguito di astensione del socio per conflitto di interessi: nelle diverse ipotesi in cui tale astensione manchi, quindi, le azioni andrebbero computate sia nel quorum deliberativo sia in quello costitutivo. Ne deriva altresì che al presidente sia precluso escludere dall'assemblea il socio in conflitto d'interessi.

sufficiente ad ammettere la causazione di un pregiudizio anche solo potenziale nei confronti della società, alla luce del predetto principio di irragionevolezza ed avendo riguardo anche ai relativi criteri di valutazione elaborati in giurisprudenza.

Un rimedio alternativo a quello appena visto, ma altrettanto abitualmente praticato, consiste nell'impugnabilità della delibera assembleare per abuso di maggioranza, ai sensi dell'art. 2377 c.c.³⁴⁰ A differenza che per il conflitto d'interessi, in cui rileva il pregiudizio arrecato alla società, qui l'istanza di annullamento trova fondamento nell'assunzione della delibera in modo *difforme* rispetto alle previsioni di legge o dello statuto e, segnatamente, nel danno cagionato (in via esclusiva) ai soci di minoranza³⁴¹. Una circostanza, questa, tanto più frequente nei sistemi, come il nostro, a forte concentrazione proprietaria, in cui il tradizionale *agency problem* assume piuttosto una declinazione interazionaria, contrapponendo la maggioranza (unitaria o pattizia) alla minoranza (lo si è visto)³⁴². Dal momento che nel Codice civile manca una norma espressamente volta a sanzionare l'abuso di maggioranza similmente a quanto avviene con il predetto art. 2373 c.c., la fattispecie in parola trova origine nell'elaborazione giurisprudenziale, secondo cui sarebbe impugnabile la delibera assembleare che non trovi alcuna giustificazione nell'interesse della società. In particolare, essa è variamente ricondotta a due diverse fattispecie: l'abuso di diritto, da una parte, e la violazione dei principi di buona fede e correttezza, dall'altra.

Quanto alla figura dell'abuso di diritto, esso prevede che l'esercizio di un diritto di per sé legittimo ricade nella fattispecie abusiva qualora si mostri lesivo della sfera giuridica altrui, ossia qualora venga esercitato in maniera *disfunzionale*³⁴³ rispetto all'interesse a tutela del quale il diritto stesso è riconosciuto. Diversamente, la tesi della violazione dei principi di buona fede e correttezza nell'esecuzione del contratto muove dalla natura del contratto di società quale negozio plurilaterale con comunione di scopo, di cui le delibere assembleari costituiscono atti esecutivi e, di conseguenza, sono soggette agli

³⁴⁰ Cfr. Trib. Vicenza, 12.05.2020 con nota di SANGIOVANNI, *Mancata distribuzione di utili, compensi sproporzionati degli amministratori e annullamento di delibera per abuso di maggioranza*, in *IlSocietario.it*, 2020, secondo cui l'abuso di maggioranza si rinviene soprattutto nei casi di: a) operazioni di aumento di capitale; b) delibere di determinazione del compenso degli amministratori; c) delibere in tema di distribuzione degli utili.

³⁴¹ Cfr. TAMPANO, *L'interesse sociale fra contrattualismo e istituzionalismo*, cit.

³⁴² Lo nota anche SANGIOVANNI, *Mancata distribuzione di utili, compensi sproporzionati degli amministratori e annullamento di delibera per abuso di maggioranza*, cit.: "Avendo il socio di maggioranza le necessarie percentuali in assemblea, egli ha il potere non solo di nominare gli amministratori, ma anche di determinare il loro compenso. Se viene stabilito un compenso molto alto e sproporzionato rispetto all'attività effettiva dell'amministratore, i compensi pagati riducono l'utile della società. Un esempio può aiutare a comprendere. Si immagini una società con due soci, Tizio al 60% e Caio al 40%, società che fa utili per €100.000 all'anno. Se il solo Tizio è amministratore e percepisce un compenso di € 10.000 all'anno, alla fine dell'anno la società farà utili per € 90.000 che verranno distribuiti in proporzione ai due soci. Se Tizio volesse guadagnare di più, basterebbe che – oltre a nominare sé stesso amministratore – votasse in assemblea per aumentare il suo compenso a € 100.000. Nell'esercizio successivo non vi sarebbero più utili, perché €100.000 sarebbero già stati incassati da Tizio come compensi in qualità di amministratore. Caio non percepirebbe nulla a titolo di utili."

³⁴³ Così TAMPANO, *L'interesse sociale fra contrattualismo e istituzionalismo*, cit., che ne individua una forma di codificazione nel divieto di atti emulativi di cui all'art. 833 c.c.

obblighi imposti dagli artt. 1175 e 1375 c.c.³⁴⁴. Peraltro, la giurisprudenza di legittimità spesso utilizza tali concetti in maniera sfumata e promiscua, come si evince dal seguente passo: *“In applicazione del principio di buona fede e correttezza al quale deve essere improntata l'esecuzione del contratto di società, la cosiddetta regola di maggioranza consente al socio di esercitare liberamente e legittimamente il diritto di voto per il perseguimento di un proprio interesse fino al limite dell'altrui potenziale danno: l'abuso della regola di maggioranza (altrimenti detto abuso o eccesso di potere) è, quindi, causa di annullamento delle delibere assembleari allorquando la delibera non trovi alcuna giustificazione nell'interesse della società - per essere il voto ispirato al perseguimento da parte dei soci di maggioranza di un interesse personale antitetico a quello sociale – oppure sia il risultato di un'intenzionale attività fraudolenta dei medesimi soci diretta a provocare la lesione dei diritti di partecipazione e degli altri diritti patrimoniali spettanti ai soci di minoranza uti singuli.”*³⁴⁵

Quanto alle modalità di esercizio dell'azione, la facoltà d'impugnazione della delibera per annullamento è rimessa ai soci che non ne abbiano contribuito all'adozione (ovvero ai soci assenti, dissenzienti o astenuti) nonché agli amministratori (sebbene sia inverosimile l'impugnazione da parte loro di una deliberazione che ne determini un compenso “eccessivo”), al consiglio di sorveglianza e al collegio sindacale. L'esercizio dello strumento in parola, tuttavia, incontra non poche difficoltà pratiche. La prima consiste proprio nella prova che parte attrice è onerata a fornire in merito all'abuso stesso e che si sostanzia nella concreta dimostrazione che l'assunzione della delibera sottoposta al vaglio giudiziale fosse *fraudolentemente preordinata alla vessazione dei soci di minoranza*, senza trovare alcuna giustificazione nell'interesse sociale (c.d. neutralità dell'interesse sociale)³⁴⁶. Si tratta di una prova senz'altro più gravosa rispetto a quella richiesta dalla fattispecie sul conflitto di interessi, al limite della *probatio diabolica*, nonché in linea con la sopramenzionata teoria contrattualistica. Nel citare precedenti giurisprudenziali di legittimità, da ultimo il Tribunale di Vicenza statuisce che: *“E' dunque necessario – al fine di ravvisar l'abuso invalidante la deliberazione assembleare – il riscontro di un esercizio “fraudolento” ovvero “ingiustificato” del potere di voto, l'abuso non potendo consistere nella valutazione discrezionale del socio dei propri interessi, ma dovendo concretarsi nella intenzionalità specificatamente dannosa del voto ovvero nella compressione degli altrui diritti in assenza di apprezzabile interesse del votante.*

L'onere della sussistenza e della prova degli indizi di violazione dei principi della buona fede contrattuale nell'attuazione del contratto sociale, ossia delle

³⁴⁴ Il principio di buona fede in senso oggettivo è il dovere di reciproca correttezza nel rapporto negoziale intercorrente tra i contraenti il cui rispetto è postulato dal legislatore durante tutta la vita del rapporto: durante le trattative, ai sensi dell'art. 1337 c.c.; durante la pendenza della condizione sospensiva o risolutiva, ai sensi dell'art. 1358 c.c.; nell'interpretazione del contratto, ai sensi dell'art. 1366 c.c.; nell'esecuzione del contratto, ai sensi dell'art. 1375 c.c. A tal proposito si vedano anche Cass., 12.12.2005, n. 27387 e Cass., 11.06.2003, n. 9353, richiamate in SANGIOVANNI, *Mancata distribuzione di utili, compensi sproporzionati degli amministratori e annullamento di delibera per abuso di maggioranza*, cit.

³⁴⁵ Cass. 17.07.2007, n. 15942, cit.

³⁴⁶ Così TIMPANO, *L'interesse sociale fra contrattualismo e istituzionalismo*, cit.

cc.dd. figure sintomatiche di abuso di potere della maggioranza grava sul socio di minoranza, il quale deve dare la prova che il socio di maggioranza ha abusato del suo diritto.

Il socio di minoranza, oltre a provare la arbitraria e fraudolenta preordinazione della delibera da parte dei soci maggioritari, dovrà preventivamente fornire quei “sintomi” di illiceità, tali da consentire al giudice l’analisi delle motivazioni della delibera, per poter verificare se effettivamente abuso vi sia stato. “E’ chiaro”, secondo Cass n.27387/2005, “che la presenza del fine fraudolento – la cui prova può essere data anche induttivamente dimostrando che lo scopo apparentemente perseguito dalla società è in realtà inesistente – costituisce non solo un sintomo del vizio della decisione impugnata, ma anche il limite di tutela della minoranza. L’abuso di potere, infatti, è pur sempre un vizio di legittimità della delibera, riscontrabile solo nella misura in cui non comporti un controllo giudiziario sulle libere determinazioni dell’autonomia privata provenienti dagli organi della società rispetto ai quali è preclusa qualsiasi valutazione di opportunità”.³⁴⁷

A quest’ultima annotazione ci si riconnette nel ricordare un altro ostacolo³⁴⁸ cui va incontro l’esercizio dell’azione di annullamento della delibera per abuso di maggioranza. Invero, sebbene si tratti formalmente di un vizio di legittimità, esso tuttavia comporta un sindacato nel merito della deliberazione impugnata, come tale precluso al giudice. L’assemblea è sovrana delle decisioni assunte e tale libertà trova unico limite nei diritti dei soci di minoranza, di cui mai è consentita una totale alienazione. Pertanto, quando la delibera riguardi il compenso degli amministratori, l’Autorità giudiziaria adita è tenuta a verificare se la decisione assunta, poiché potenzialmente lesiva degli interessi dei soci di minoranza, sia giustificata: se la risposta è negativa, la delibera viene annullata e si dovrà procedere ad una nuova votazione. Un tipico esempio è quello fornito dal predetto caso portato all’attenzione del Tribunale di Vicenza, che ha ritenuto la delibera assembleare che escludeva la distribuzione degli utili nell’esercizio in corso, per destinarli invece all’accantonamento a riserva straordinaria e, al contempo, assegnava compensi elevatissimi ai propri amministratori (di cui uno anche socio di maggioranza). Il Giudice, nell’annullare la delibera, ha ritenuto che il compenso così assegnato fosse sproporzionato poiché di poco inferiore all’utile realizzato dalla società: tale circostanza, a sua volta, costituirebbe prova dell’intento pregiudizievole dei soci di maggioranza i quali, così facendo, da una parte avrebbero escluso il socio di minoranza dalla partecipazione agli utili (non distribuiti, appunto) e, dall’altra parte, li avrebbero comunque “dirottati” a

³⁴⁷ Cfr. Trib. Vicenza, 12/05/2020, *ISocietario.it*, 2020.

³⁴⁸ Peraltro, autorevole dottrina annovera il possibile vaglio nel merito della decisione assembleare tra i motivi per cui sarebbe preferibile fondare l’istanza di annullamento della delibera sull’abuso di maggioranza piuttosto che sul conflitto d’interessi. A ciò si aggiungerebbe l’applicabilità della prima fattispecie anche alle ipotesi in cui il compenso sia stato votato non dall’amministratore-socio beneficiario bensì da una maggioranza ad esso collegata. Così BONAFINI, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, cit., p. 204 ss.

beneficio del socio-amministratore sottoforma di remunerazione per l'attività gestoria.³⁴⁹

Ulteriore limite, è poi dato dai ristretti margini imposti alla legittimazione attiva dall'art. 2377 co. 3 c.c., a norma del quale l'impugnazione della delibera sarebbe riservata ai soli soci che possiedano tante azioni munite di diritto di voto con riferimento alla deliberazione da rappresentare "*l'uno per mille del capitale sociale nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio e il cinque per cento nelle altre*", salvo diversa previsione statutaria. Orbene, ci si potrebbe domandare a questo punto cosa accadrebbe qualora i soci pregiudicati dalla deliberazione non raggiungano le soglie richieste dalla disposizione codicistica. Infatti, quand'anche ai soci resti precluso l'ottenimento della tutela invalidante, essi risulterebbero in ogni caso danneggiati dalla deliberazione assembleare e, pertanto, manterrebbero la facoltà di agire per il relativo risarcimento. La tutela risarcitoria è infatti espressamente prevista dall'art. 2377 co. 4 c.c.³⁵⁰, che ne predispone l'esercizio nei confronti della società nel breve termine decadenziale di novanta giorni dalla data della deliberazione o dalla data della sua iscrizione nel registro delle imprese o del semplice deposito presso l'ufficio del registro delle imprese. L'utilizzo di questo strumento troverebbe giustificazione anche in relazione all'approvazione di operazioni produttive di effetti pregiudizievoli anche anticipatamente alla loro attuazione: si pensi, ad esempio, ai piani di *stock options*, la cui ratifica, secondo una ricostruzione dottrinale, potrebbe già avere un impatto negativo sul valore di mercato delle azioni in tal frangente possedute dal socio-attore. E, tra l'altro, si tratterebbe di un danno perfettamente rientrante nella tutela garantita dalla disposizione in parola, la quale si estende a coprire il più generale interesse del socio alla massimizzazione del valore della propria partecipazione azionaria.³⁵¹

In alternativa all'azione di danno nei confronti della società, soggetta come si è visto a breve termine decadenziale, i soci potrebbero aspirare al risarcimento del pregiudizio subito seguendo altre vie³⁵². In particolare, un primo rimedio

³⁴⁹ Così SANGIOVANNI, *Mancata distribuzione di utili, compensi sproporzionati degli amministratori e annullamento di delibera per abuso di maggioranza*, cit.

³⁵⁰ Una visione d'insieme delle questioni sostanziali e processuali sollevate dall'art. 2377 co. 4 è offerta da VENTORUZZO, *Il risarcimento del danno da deliberazione assembleare invalida a favore dei soci di minoranza non legittimati a impugnare*, in *Rivista delle società*, 2013, p. 629.

³⁵¹ Ci si riferisce alle proposte elaborate da CAPIELLO, *La remunerazione degli amministratori*, cit., p. 221 ss. Ivi l'autore sostiene che: "[...] ai sensi della disposizione in considerazione il socio ha diritto al risarcimento di ogni danno derivante dalla lesione di tale interesse, non solo quando esso si produca direttamente in capo al singolo socio, ma anche quando sia il riflesso di una riduzione che si è registrata nel patrimonio o nella redditività della società, e altresì quando sia riflesso di un decremento patrimoniale o reddituale della società "solamente atteso", vale a dire di un depauperamento che, pur non essendosi ancora effettivamente verificato in capo alla società, si è già ripercosso negativamente sul valore di mercato della partecipazione perché questo già sconta la futura esecuzione della deliberazione".

³⁵² Si noti che il ricorso a rimedi alternativi all'azione ex 2377 c.c. potrebbe in alcuni casi risultare preferibile per gli azionisti di minoranza: si pensi al caso di insolvenza o minore capienza della società rispetto agli altri soggetti contro cui è possibile agire per il risarcimento; così VENTORUZZO, *Il risarcimento del danno da deliberazione assembleare invalida a favore dei soci di minoranza non legittimati a impugnare*, cit.

esperibile verso gli amministratori e/o i sindaci consisterebbe nel censurarne l'esecuzione della delibera invalida ovvero l'omessa impugnazione della deliberazione assembleare potenzialmente lesiva dell'interesse sociale³⁵³, ai sensi degli artt. 2393, 2393-bis o 2395 c.c., sempreché la pericolosità fosse riconoscibile con la diligenza ad essi richiesta³⁵⁴. In secondo luogo, qualora ne ricorrano i presupposti dettati dalla legge, sarebbe altresì praticabile l'azione risarcitoria verso la società che esercita direzione e coordinamento (e verso chi abbia preso parte all'illecito o ne abbia consapevolmente beneficiato) ai sensi dell'art. 2497 c.c.³⁵⁵ Una terza via, consisterebbe nell'azionabilità della tutela risarcitoria contrattuale nei confronti del socio che abbia esercitato il proprio diritto di voto in violazione dei generali doveri di correttezza e buona fede. A tal fine sarebbe necessario che il voto sia stato non solo determinante per l'assunzione della delibera assembleare, ma anche esercitato nella consapevolezza di realizzare un interesse extrasociale pregiudizievole per la società o per i singoli soci.³⁵⁶ Infine, per completezza, si fa cenno ad all'ulteriore possibilità – seppur poco convincente – di estendere l'esperibilità dell'azione ex art. 2377 co. 4 c.c. esclusivamente contro i soci che abbiano non solo espresso voto favorevole alla deliberazione ma abbiano anche tenuto comportamenti ulteriori tali da

³⁵³ *Ivi*, p. 227 ss. Il punto è controverso. Secondo l'autore, a tal fine sarebbe necessario adottare una nozione pluralistica di interesse sociale, che includa non solo il decremento patrimoniale della società ma anche il diritto a non vedere depotenziate le prerogative sociali dell'azionista. Nel primo caso legittimata ad agire sarà la società ai sensi degli artt. 2393 o 2393-bis c.c., mentre nel secondo caso agiranno i soci ai sensi dell'art. 2395 c.c.

³⁵⁴ *Ibidem*. L'autore ne specifica altresì la natura e i requisiti di esercizio. L'azione in parola trova origine nel dovere per gli amministratori e i sindaci di perseguire l'interesse sociale, inteso sia come dovere di adoperarsi al fine di evitare la produzione di eventi dannosi (come nel caso di compenso sproporzionato) sia come perseguimento di “una pluralità di interessi tra i quali trova collocazione anche l'interesse individuale del socio a mantenere inalterata la propria posizione di potere nell'ambito della società” (qualora invece il compenso, seppur quantitativamente congruo, costituisca un *vulnus* per la minoranza dei soci). Inoltre, l'esercizio dell'azione è condizionato dalla circostanza che l'invalidità e la dannosità della delibera fossero riconoscibili dai convenuti semplicemente adottando la diligenza loro richiesta dalla legge. Infine, con riguardo alla legittimazione attiva, si esclude che essa possa trovare ostacolo nel divieto di venire *contra factum proprium* quando agisca la società poiché, *a fortiori*, il legislatore non ne ammette la rilevanza neppure in relazione all'impugnazione (da parte della società) di atti gestori autorizzati dall'assemblea. Viceversa, tale divieto opererebbe quando ad agire siano i soci che abbiano votato a favore ovvero quelli assenti o dissenzienti che posseggano una quota di capitale superiore alla soglia stabilita dalla legge per l'impugnazione della deliberazione: essi hanno assunto un comportamento accondiscendente alle conseguenze della deliberazione di talché sarebbe loro precluso l'avanzamento di una richiesta risarcitoria.

³⁵⁵ VENTORUZZO, *Il risarcimento del danno da deliberazione assembleare invalida a favore dei soci di minoranza non legittimati a impugnare*, cit.

³⁵⁶ CAPIELLO, *La remunerazione degli amministratori*, cit., p. 234 ss L'azione troverebbe fondamento sulla violazione del dovere di buona fede e correttezza contrattuale (applicabile, pertanto, anche ai rapporti tra soci), tale da comportare agli azionisti la lesione dell'interesse alla massimizzazione del valore della propria partecipazione. Un riscontro positivo sarebbe rinvenibile nella disciplina ex art. 2497 c.c. sulla responsabilità per lo svolgimento di attività di direzione e coordinamento, interpretata dall'autore come “norma speciale che definisce i presupposti di applicazione [...] di un generale principio secondo il quale l'esercizio delle prerogative sociali da parte di un azionista “di comando” assurge a fattispecie generatrice di responsabilità direttamente nei confronti degli altri soci per la lesione del loro interesse alla redditività e al valore della partecipazione, ogniqualvolta esso sia preordinato alla realizzazione di un interesse proprio che esula dalla sfera degli interessi comuni dei soci.”

manifestare “un’attiva partecipazione alle anomalie su cui si fonda la sua invalidità”.³⁵⁷

In risposta alle difficoltà applicative dei due rimedi demolitivi ora presentati, parte della dottrina ha provveduto ad elaborare una terza ed ultima opzione per il conseguimento della tutela invalidante a favore dei soci. Verrebbe in rilievo anche in questo caso l’art. 2377 c.c., la cui azionabilità, tuttavia, si fonderebbe sulla violazione della parità di trattamento dei soci quale “principio generale dell’organizzazione dell’attività comune”.³⁵⁸ In particolare, gli autori che propongono questa tesi, ne individuano espressione all’art. 42 della seconda Direttiva comunitaria in materia societaria, ai sensi del quale: “*Per l’ applicazione della presente direttiva le legislazioni degli Stati membri salvaguardano la parità di trattamento degli azionisti che si trovano in condizioni identiche.*”³⁵⁹ In quest’ottica, dunque, tale disposizione allargherebbe il proprio ambito di applicazione dalle specifiche ipotesi di aumento e riduzione del capitale a tutte le operazioni disciplinate dalla direttiva, tra cui anche quelle su azioni proprie. Si tratta, a mio avviso, di una ricostruzione di particolare rilievo e interesse per quanto qui in discussione, dal momento che, in primo luogo, oggi è senz’altro da ritenersi consolidata la presenza di un principio che richieda alla società, nello svolgimento di particolari operazioni *sensibili*, il trattamento paritario di tutta la componente azionaria, così come confermato dall’art. 9-quater par. 6 lett e) della Seconda Direttiva azionisti, in tema di esenzioni degli obblighi imposti per il compimento di operazioni con parti correlate.

Altro fondamentale vantaggio da riconoscere alla tesi in oggetto consiste nell’inversione dell’onere della prova da essa derivante: sarebbe, infatti, la società (e non i soci-attori) a dover fornire dimostrazione che, nel caso di specie, non ci si trovi in presenza di una ingiustificata disparità di trattamento, offrendo una motivata ragione per l’adozione della deliberazione assembleare asseritamente illegittima. Si noti da ultimo che, nonostante il favore incontrato tra i commentatori per l’adozione di questa teoria e i suoi ampi benefici pratici, essa andrebbe incontro ad una applicazione limitata, riservata cioè alle deliberazioni concernenti l’approvazione di piani remunerativi basati su strumenti finanziari partecipativi (e.g. piani di *stock options*), essendo invece di maggiore difficoltà individuare un addentellato normativo su cui fissare un più generale ed assoluto principio di parità di trattamento tra i soci.

³⁵⁷ Sul tema si è sviluppato un ampio dibattito dottrinale. In particolare, l’ammissibilità è stata ricostruita sulla base del silenzio della disposizione in punto di legittimazione passiva; al contempo si è posto il problema che ne potesse derivare per i soci un forte disincentivo all’esercizio del voto. Ad oggi la dottrina si esprime unanimemente in senso contrario; tra gli altri v. CAPIELLO, *La remunerazione degli amministratori*, cit., p. 234 ss; VENTORUZZO, *Il risarcimento del danno da deliberazione assembleare invalida a favore dei soci di minoranza non legittimati a impugnare*, cit., nt. 105.

³⁵⁸ In questi termini cfr. CAPIELLO, *La remunerazione degli amministratori*, cit., p. 219 ss.

³⁵⁹ Si riporta il dispositivo dell’art. 42 della Seconda direttiva 77/91/CEE del Consiglio, del 13 dicembre 1976, consultabile al link: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A31977L0091> (ultimo accesso il 27 febbraio 2021).

6.3.2 Invalidità delle delibere consiliari

Brevissimi cenni merita, infine, la disciplina di impugnazione delle delibere assunte dal consiglio di amministrazione, contenuta all'art. 2388 co. 4 c.c. La norma stabilisce il diritto di chiedere l'annullamento delle decisioni non conformi alla legge o allo statuto (primo periodo) ovvero lesive dei diritti dei soci (secondo periodo), anche in questo caso entro il termine di novanta giorni dalla data della deliberazione. Legittimati attivi sono gli amministratori assenti o dissenzienti e il collegio sindacale nonché gli stessi soci, qualora lesi dalle suddette decisioni. Se ne noti l'ambito di applicazione quantomai vasto: invero, il primo periodo del comma quarto, nel richiamare il principio di non conformità, sembra consentire non solo l'annullamento delle deliberazioni consiliari che abbiano determinato un compenso immotivatamente sproporzionato a favore di un amministratore ma anche di quelle che più semplicemente si discostino dalle ordinarie condizioni di contrattazione ed adottino irragionevoli criteri di definizione del valore della remunerazione, poiché sarebbero espressione dell'esercizio di prerogative gestorie in vista del perseguimento di interessi estranei a quelli della società (in violazione degli artt. 2381 co. 6 – dovere di agire in modo informato – e 2392 c.c. – obbligo di adempiere ai doveri con la diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle loro specifiche competenze).³⁶⁰

Peraltro, qualora gli organi sociali legittimati all'impugnazione della delibera consiliare invalida ne omettano *colposamente* l'esperimento, se ne potrebbe far derivare una responsabilità risarcitoria esercitabile da parte dei soci impossibilitati ad impugnare la delibera ovvero dei terzi direttamente pregiudicati dalla decisione. Uno strumento, questo, dalla funzione non solo ripiativa, ma anche preventiva e deterrente, poiché ne stimolerebbe l'utilizzo a fronte del rischio di subire un eventuale giudizio di responsabilità.³⁶¹

6.4 I rimedi “civilistici”

Sul piano civilistico, gli strumenti a disposizione dei soci sono certamente più numerosi. Tra essi si distinguono i rimedi risolutivi, per mezzo dei quali si addiende all'interruzione del rapporto contrattuale tra la società e il gestore, e i rimedi modificativi, attraverso cui rinegoziare determinate clausole contrattuali divenute nel frattempo inopportune. Il ricorso agli uni o agli altri dipende dalle circostanze del caso, e, in particolare, dall'interesse della società ad interrompere ovvero a proseguire la relazione gestoria. Invero, essi si pongono come strumenti alternativi alla tradizionale revoca dell'amministratore, in ogni caso rimessa *ad nutum* alla disponibilità dell'organo assembleare: una pratica che, tuttavia, a fronte di esagerati accordi retributivi, scarsamente mostra la propria utilità, soprattutto perché, qualora non trovi un'adeguata giustificazione, implica un

³⁶⁰ Lo afferma CAPPIELLO, *La remunerazione degli amministratori*, cit., p. 243 ss.

³⁶¹ Così *ibidem*. L'autore ricostruisce tale eventualità in via sistematica, facendola scaturire da una parte, dall'obbligo imposto agli amministratori assenti o dissenzienti e al collegio sindacale di agire in vista dell'interesse sociale e, dall'altra parte, dall'obbligo di fare quanto possibile per evitare che compimento di un atto di gestione produca effetti dannosi per la società.

concreto rischio per la società di indennizzare l'amministratore ingiustamente revocato.³⁶²

Quanto alla risoluzione, seguendo l'ordine codicistico, un primo rimedio è offerto dall'art. 1453 c.c., *Risolubilità del contratto per inadempimento*³⁶³. Si tratta tuttavia di una strada difficilmente percorribile, poiché presuppone che l'amministratore abbia violato gli obblighi derivanti dalla carica: non sempre, infatti, tale circostanza risulta legata all'eccessività della remunerazione conferita, né, in caso di corresponsione di compensi variabili, è altrettanto pacifica la connessione tra il mancato raggiungimento degli obiettivi di gestione cui l'attribuzione del compenso è ricollegata e l'inosservanza degli obblighi gestori (potendo la prima circostanza essere giustificata, ad esempio, da scelte gestorie infelici ma diligentemente assunte). Viene poi in rilievo l'art. 1463 c.c. relativo alla risoluzione del contratto per sopravvenuta impossibilità totale della prestazione³⁶⁴. Anche questa ipotesi, come la prima, risulta scarsamente praticabile e per ragioni non dissimili da quelle appena riportate. Più agevole è invece il ricorso all'art. 1467 c.c. a norma del quale il contratto (di durata) può sciogliersi qualora la prestazione di una delle parti sia divenuta eccessivamente onerosa a fronte di eventi straordinari e imprevedibili³⁶⁵. L'eccessiva onerosità ben si presta a fronteggiare clausole contrattuali irragionevolmente sproporzionate rispetto alla prestazione richiesta all'amministratore, sebbene non manchino, anche in questo caso, alcune complicazioni applicative: primo perché la sua applicabilità è subordinata alla circostanza che l'eccessivo sforzo richiesto per l'adempimento della società superi "l'alea normale del contratto", fosse cioè imprevedibile al momento della stipulazione del negozio; secondo in quanto tale sopravvenuta eventualità abbia comportato una rottura del rapporto di corrispettività economica tra le due prestazioni, tale da divenire insostenibile per la società. Infine, la dottrina ha individuato un ulteriore rimedio risolutorio nel

³⁶² L'analisi dei rimedi civilistici si fonda sulle indicazioni fornite da MATERA, *La nuova disciplina dei compensi degli amministratori delle società di capitali nel diritto societario spagnolo: prime note e cenni comparatistici*, cit. cui si rimanda per una maggiore disamina dell'argomento.

³⁶³ Dispositivo dell'art. 1453 c.c.: "Nei contratti con prestazioni corrispettive, quando uno dei contraenti non adempie le sue obbligazioni, l'altro può a sua scelta chiedere l'adempimento o la risoluzione del contratto, salvo, in ogni caso, il risarcimento del danno.

La risoluzione può essere domandata anche quando il giudizio è stato promosso per ottenere l'adempimento; ma non può più chiedersi l'adempimento quando è stata domandata la risoluzione.

Dalla data della domanda di risoluzione l'inadempiente non può più adempiere la propria obbligazione."

³⁶⁴ Dispositivo dell'art. 1463 c.c.: "Nei contratti con prestazioni corrispettive, la parte liberata per la sopravvenuta impossibilità della prestazione dovuta(1) non può chiedere la controprestazione, e deve restituire quella che abbia già ricevuta, secondo le norme relative alla ripetizione dell'indebito."

³⁶⁵ Dispositivo dell'art. 1467 c.c.: "Nei contratti a esecuzione continuata o periodica, ovvero a esecuzione differita, se la prestazione di una delle parti è divenuta eccessivamente onerosa per il verificarsi di avvenimenti straordinari e imprevedibili, la parte che deve tale prestazione può domandare la risoluzione del contratto, con gli effetti stabiliti dall'articolo 1458.

La risoluzione non può essere domandata se la sopravvenuta onerosità rientra nell'alea normale del contratto.

La parte contro la quale è domandata la risoluzione può evitarla offrendo di modificare equamente le condizioni del contratto."

principio di buona fede in senso oggettivo, sebbene azionabile soltanto sul presupposto che l'accordo contrattuale sottintendesse, quale fondamento del nascento rapporto, la proporzionalità del compenso, il venir meno della quale ne farebbe caducare l'intera struttura.

Altrettanto rilevanti sono, poi, i rimedi modificativi ossia strumenti a favore dei contraenti per realizzare una rinegoziazione dell'accordo nonché di specifiche clausole contrattuali. La loro importanza deriva in primo luogo dalle difficoltà di utilizzo degli strumenti risolutivi appena menzionati, ma anche dalla circostanza per cui spesso le società non hanno interesse né traggono utilità dalla interruzione di un rapporto di amministrazione che, a parte per i profili remunerativi, si mostra generalmente funzionale e profittevole per entrambe le parti. Al presente rimedio può farsi agevolmente ricorso qualora, già in sede di negoziazione contrattuale, fossero state pattuite le condizioni di esercizio dello *ius variandi*; allo stesso tempo, però, ciò non toglie che se ne possa fare uso anche qualora non si fosse addivenuti a simile pattuizione. In particolare, l'obbligo di riformulazione contrattuale deriverebbe, secondo una ricostruzione dottrinale, ancora una volta dal principio di buona fede oggettiva che fa da sottofondo all'intero corso del rapporto negoziale, dalle trattative all'esecuzione, mentre altri commentatori si spingono ad ipotizzare che gli obblighi gestionali in capo all'amministratore comprendano anche quello di denunciare la sopravvenuta inadeguatezza del contratto (sul piano del compenso) e contemporaneamente di attivarsi per porvi rimedio, rischiando altrimenti un addebito per inadempimento.³⁶⁶

Da ultimo, un rilievo di particolare interesse deriva dall'analisi comparatistica, che ha mostrato alcune aperture alla facoltà di modifica *unilaterale* del contratto tra società e amministratore. Segnatamente, l'ordinamento tedesco contempla tale eventualità al §87 Abs. 2 dell'AktG, che attribuisce al consiglio di sorveglianza (organo che, nelle società che adottano un sistema di amministrazione e controllo di tipo dualistico è preposto alla determinazione del compenso dei consiglieri di gestione) il potere di modifica unilaterale del compenso originariamente pattuito³⁶⁷. Una modifica che, quasi sempre, si sostanzia in una *riduzione* e la cui ammissibilità è condizionata dalla contestuale presenza dei presupposti indicati dalla legge: il peggioramento *sostanziale* della situazione in cui versa la società e la *grave* iniquità derivante per la società dalla corresponsione del compenso nell'ammontare iniziale. Si noti, tra l'altro, che tali requisiti sono stati ulteriormente semplificati dalla riforma del 2009, che ha eliminato le precedenti qualifiche (di sostanziale peggioramento e di grave iniquità), in un'ottica di agevolazione nel ricorso allo strumento correttivo in parola. Tralasciando le svariate e severe critiche che la novella in parola ha suscitato tra i commentatori, ciò che più interessa in questa sede è di cogliere nel

³⁶⁶ Cfr. MATERA, *La nuova disciplina dei compensi degli amministratori delle società di capitali nel diritto societario spagnolo: prime note e cenni comparatistici*, cit. Con riferimento a quest'ultima tesi, l'autore ne mette in evidenza alcuni dubbi applicativi: in primo luogo, l'obbligo gravante sull'amministratore risulterebbe eccessivamente indeterminato sia nell'estensione sia nel momento entro il quale sarebbe tenuto a sottoporre la questione al vaglio assembleare; rimprovera inoltre l'esagerata estensione che ne deriverebbe per la nozione di buona fede.

³⁶⁷ Si veda a proposito PORTALE, *Un nuovo capitolo del governo societario tedesco: l'adeguatezza del compenso del Vorstandsmittglieder*, cit., p. 140 ss.

rimedia tedesco un'occasione per il nostro ordinamento di migliorare i rimedi negoziali già predisposti per le più generali disfunzioni contrattuali, prevedendone nuovi espressamente volti ad operare sulle clausole retributive, in una prospettiva di maggiore efficienza, anche in considerazione dei più recenti bisogni emersi dalle grandi esperienze di crisi finanziaria degli ultimi anni.

Conclusioni

La ricerca condotta ha avuto ad oggetto l'intricato tema della remunerazione degli amministratori di S.p.a. quotate, come declinato nella nuova formulazione proposta dal legislatore europeo attraverso l'emanazione della Seconda Direttiva azionisti, attuata a livello nazionale con il d. lgs. n. 49/2019 e successivi interventi.

Dopo aver brevemente passato in rassegna i punti salienti della disciplina delle società per azioni contenuta nel Codice civile, indulgiando maggiormente sul ruolo assunto dall'organo amministrativo e sul relativo legame con l'organo assembleare, si è passati ad analizzare la natura e l'origine del diritto al compenso spettante agli amministratori. Lungi dal rappresentare un arido profilo di marginale interesse nel sistema di *governance* societaria³⁶⁸, il problema della remunerazione rappresenta, invero, uno degli aspetti più stimolanti da indagare e dal maggior rilievo pratico per la buona riuscita dell'intrapresa economica. Un'importanza chiaramente messa in luce dalla crisi del 2008, che, oltre a farne emergere le potenziali pericolosità sia sul piano degli equilibri intra-societari, sia sul piano esterno, a livello di efficienza del mercato, ha contribuito allo sviluppo di un dibattito sulla possibilità di introdurre migliorie strutturali e ha portato all'introduzione di nuovi interventi normativi di armonizzazione. Dall'analisi delle difficoltà regolative nascenti per le società per azioni con riguardo alla predisposizione di piani retributivi per il *management*, sono emerse, innanzitutto, l'utilità e la doverosità degli interventi pubblicistici, essenziali per compensare gli squilibri ontologicamente prodotti dal mercato capitalistico. Essi trovano peraltro giustificazione costituzionale nella previsione dell'art. 41 della Carta fondamentale, che segna il perimetro dell'iniziativa economica privata individuandone il principale margine nella tutela dell'utilità sociale. La qualità dell'intervento, tuttavia, viene a dipendere dall'efficacia degli strumenti messi in campo per il conseguimento degli obiettivi in partenza fissati, in relazione ai quali i primi dovrebbero essere calibrati.

In particolare, si è visto che la valutazione dell'impatto della Seconda Direttiva azionisti nell'ordinamento italiano richiede alcune puntualizzazioni. Non può cioè essere svolta in via generalizzata, bensì devono tenersi in considerazione alcuni specifici parametri a seconda della impresa di volta in volta considerata, quali gli aspetti dimensionali, la capitalizzazione, le componenti azionarie, l'assetto proprietario. Tenendo a mente tali considerazioni, ci si è rivolti ad una più attenta disamina delle novelle sovranazionali che abbiano riguardato la disciplina remunerativa. L'adozione della Direttiva del 2017 muove dallo scopo ultimo di garantire efficienza e stabilità ai mercati, scongiurando il ripetersi di nuovi dissesti finanziari. Essa, infatti, si contraddistingue rispetto agli interventi normativi precedenti per essere stata concepita in risposta alle emergenze sorte dalla crisi finanziaria del 2008. In particolar modo, il legislatore europeo ha inteso porre rimedio alle disfunzioni del sistema di governo societario, fino ad allora orientato verso rapidi rendimenti che, in spregio al contenimento dei rischi di fallimento, avevano contribuito alla creazione e all'espansione della bolla speculativa successivamente crollata con effetti disastrosi sulle economie internazionali. A ciò si aggiunga l'inedita incisività dell'intervento in parola, che

³⁶⁸ Così BONAFINI, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, cit., introduzione.

non si esaurisce nella declamazione di principi e regole generali per il rafforzamento della compagine azionaria, ma pure delinea accuratamente le modalità attraverso cui darne applicazione. Difatti, il più ampio intento di rilancio del mercato unico è accompagnato dall'elaborazione di una pluralità di obiettivi-mezzo, di carattere strumentale e di più immediata realizzazione, principalmente intesi alla riduzione dell'annoso problema di agenzia tramite un maggior coinvolgimento dei soci nelle scelte di gestione in alcune materie di significativa rilevanza. Tra queste rientra la determinazione dei piani di remunerazione, contenuta nella relazione sulla politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti elaborata dal *board*, in riferimento alla quale viene garantito ai soci un diritto di *voice* da esercitarsi tramite la votazione in assemblea. Prerogativa, questa, il cui esercizio viene (necessariamente) assicurato con la prescrittiva e dettagliata indicazione dei contenuti minimi da includersi nell'informativa rilasciata dagli amministratori ai soci e che si sostanzia diversamente a seconda della sezione su cui il voto è esercitato: vincolante per la prima, consultiva per la seconda.

Quanto alla prima sezione, il proposto obiettivo di monitoraggio dei soci delle politiche di remunerazione risulta tuttavia fortemente ostacolato dalle endogene caratteristiche delle S.p.a. quotate: da una parte, la presenza di investitori istituzionali che perseguono finalità di guadagno a breve termine affini all'obiettivo di realizzazione di rendite a stretto giro, caratteristico degli amministratori, e mostrano pertanto una quantomai scarsa propensione a farne da argine agli eccessi retributivi; dall'altra, la molteplicità di piccoli azionisti, che si è visto non avere mezzi sufficienti né radicati interessi tali da spingerli a realizzare un efficace controllo sulle scelte di *governance*. E ciò accade non solo nei contesti caratterizzati da un diffuso assetto proprietario, laddove l'ampiezza e l'eterogeneità della compagine azionaria ne determina una forma di "apatia" d'intervento, ma anche nei contesti, come quello italiano, in cui la concentrazione proprietaria determina molto spesso un "soffocamento" del dissenso delle minoranze da parte dei soci che detengano la partecipazione di maggioranza. A tali elementi, si aggiungono ulteriori limiti dovuti al concreto funzionamento del meccanismo di *say-on-pay* (scarsità della frequenza del voto, ampiezza e vaghezza delle ipotesi derogatorie, ecc.). Quanto alla seconda sezione, accanto alle annotazioni già svolte va ulteriormente sottolineata la scarsa utilità della natura consultiva del voto, peraltro anche qui accompagnata dalla previsione di forme di derogabilità.

Particolare enfasi è poi destinata al contrasto del fenomeno di *short-termism*, perseguito attraverso la sollecitazione delle imprese all'adozione di una struttura remunerativa comprensiva di forme di retribuzione fissa e variabile, specialmente tramite la corresponsione di strumenti finanziari partecipativi (prime fra tutte le *stock options*). Anche in quest'ambito, tuttavia, i mezzi prescelti dal legislatore europeo non risultano in linea con l'obiettivo di incoraggiare gli amministratori a preferire l'adozione di scelte d'investimento conformi alle finalità di sostenibilità e stabilità promosse dalla Direttiva: ciò non tanto per un'insita inadeguatezza dello strumento azionario quanto piuttosto per non aver il legislatore operato sufficienti sforzi per delimitare il rischio che, da strumento incentivante per gli amministratori, ne diventi fonte di aberrazione. Ciò in quanto,

a causa del disallineamento informativo e tecnico tra gestori e azionisti, questi ultimi non si trovano nelle condizioni necessarie a costituire un reale ostacolo alle derive opportunistiche attuabili dagli amministratori.

Similmente, anche l'esaltazione della presenza e del ruolo della *remuneration committee*, che, in Italia, trova più dettagliata formulazione nelle norme del Codice di autodisciplina delle società quotate, andrebbe in realtà ridimensionata. Per vero, si è rilevato che non sussistono ad oggi sufficienti garanzie di indipendenza dell'organismo, tali da escluderne ogni forma di condizionamento esterno, come potrebbe accadere nel frequente ricorso alla consultazione di esperti salariali estranei alla società e alla c.d. pratica di "compravendita di opinioni".

Neppure determinanti possono dirsi le disposizioni in materia di obblighi pubblicitari imposti alla società, poiché, sebbene rappresentino uno strumento economico e di semplice esecuzione per garantire la trasparenza (ed il relativo controllo) delle politiche retributive, restano comunque suscettibili di produrre effetti diametralmente opposti: sia in termini di incoraggiamento per gli amministratori a porre in essere pratiche di dissimulazione ed opacizzazione delle informazioni sia in termini di concorrenza e comparazione salariale tra le imprese, entrambi fattori capaci di determinarne una pericolosa lievitazione degli emolumenti.

Le scelte compiute dal legislatore europeo, dunque, si sono mostrate inefficienti tanto nella individuazione degli strumenti da adottare per il perseguimento delle finalità proposte, quanto nella scansione delle relative modalità di funzionamento. Carenze che, nell'attuazione interna, hanno trovato una adeguata "correzione" solo in pochi casi.

Rilevante è soprattutto l'attenzione riservata dal regolatore italiano allo sviluppo di forme di gestione d'impresa che guardino *oltre* la massimizzazione del valore delle partecipazioni azionarie possedute dai soci, ma vadano a beneficio di una più ampia compagine di *stakeholders*. Tra essi si ricordano *in primis* l'introduzione, ad opera delle disposizioni contenute nel Regolamento Consob, di obiettivi di *performance* di natura anche non finanziaria da inserirsi nella politica di remunerazione, ed altresì enfatizzati dalla normativa sulla rendicontazione non finanziaria delle grandi imprese, nonché la previsione di specifici criteri cui ancorare la corresponsione delle forme di remunerazione variabile, dando particolare rilievo alla realizzazione di obiettivi a lungo termine e di sostenibilità. Altrettanto rilevanti sono le novità di cui al novellato Codice di autodisciplina, che attribuisce inedito valore al concetto di successo sostenibile, contemplandolo espressamente quale obiettivo primario cui l'organo amministrativo è chiamato a guardare nella predisposizione delle strategie di investimento, nonché, per quel che qui maggiormente interessa, quale perno per il consiglio di amministrazione nella costruzione della politica di remunerazione da sottoporre ad approvazione assembleare.

Al contrario, le misure adottate in Italia sul piano sanzionatorio si sono dimostrate particolarmente inefficienti poiché per un verso esagerate nel *quantum* ed eccessivamente rigorose, e, per altro verso, disarmoniche rispetto ai

principi di efficacia, proporzionalità e dissuasività ed alla relativa forbice edittale fissati dalla Direttiva. Né sono state introdotte idonee forme di intervento invalidante per le deliberazioni assembleari o consiliari ovvero per le clausole contrattuali determinative di compensi ingiustificatamente eccessivi, contribuendo così ad avallare le difficoltà applicative della disciplina generale a queste particolari ipotesi, e che spesso lasciano i soggetti danneggiati privi di adeguata tutela rimediale.

In conclusione, dunque, a fronte di una disciplina multilivello così congegnata, è a mio avviso da approvare il dilagante scetticismo emerso in dottrina nel considerare l'attribuzione di nuovi diritti agli azionisti e il rafforzamento delle preesistenti prerogative una scelta di per sé sufficiente sia per il loro effettivo coinvolgimento nell'assunzione delle scelte di politica societaria sia, più in generale, per la maggior tenuta delle imprese e del mercato. Invero, la concreta portata applicativa dei principi ispiratori della Direttiva e, di riflesso, delle novità regolative da essa introdotte, ha incontrato due principali ostacoli. Il primo, lo si rilevava poco fa, è legato alla natura discrezionale dell'azione amministrativa in conformità ai principi di Responsabilità Sociale d'Impresa (CSR). Ciò in quanto il focus della regolamentazione in parola, con specifico riguardo alla materia remunerativa oggetto di indagine, si rivolge essenzialmente ai profili di *disclosure* e delle modalità di determinazione dei compensi, stabilendone il coinvolgimento degli azionisti, la strutturazione composita in parte fissa e variabile e richiedendone l'ancoraggio alla *performance* societaria.

Mancano, invece, al di là delle considerazioni di principio variamente presenti nel corpo normativo, previsioni di dettaglio che impongano alla classe amministrativa l'adozione di politiche operative a beneficio collettivo, delineandone i contenuti, le tempistiche e gli strumenti d'azione. D'altronde, e qui si passa al secondo ostacolo, una configurazione della gestione responsabile in termini più cogenti (come avviene per le società *benefit*) si scontrerebbe, almeno in Italia, con la vigente natura "monistica" dell'interesse sociale configurata dall'art. 2247 c.c., che delinea in termini di imprescindibilità il perseguimento dello scopo lucrativo nel tipo sociale S.p.a.

Vero è che l'enfaticizzazione teorica per un *multi-stakeholder capitalism*, avanzata nel preambolo della Direttiva, ha incontrato una parziale concretizzazione nella disciplina regolativa interna, segnando così un primo passo verso una modernizzazione dei fini lucrativi, come attualmente configurati dalla normativa societaria italiana. Ma non è abbastanza. Tra gli estremismi della discrezionalità della CSR da un lato, e la stretta cogenza del tipo *benefit* dall'altro (o, a voler riprendere più risalenti concettualizzazioni, tra l'estremo istituzionalismo e l'exasperato contrattualismo nella interpretazione dei contenuti dell'interesse sociale), andrebbe piuttosto preferita una posizione mediana che si esprima in un ripensamento degli scopi che muovono l'intrapresa azionaria. Un mutamento di passo da compiersi primariamente a livello interno, offrendo così un terreno fertile in cui gli interventi di riforma assunti a livello europeo possano trovare applicazione effettiva. L'auspicato abbattimento della logica di *short-termism*, ad esempio, troverebbe sostegno nell'obbligo di promozione del benessere dei lavoratori, i quali costituiscono una delle categorie più duramente

colpite dagli effetti dell'eccessiva finanziarizzazione e della riduzione degli investimenti nelle economie c.d. reali. Similmente, una migliore illustrazione dei contenuti finalistici della funzione gestoria, di pari passo con la responsabilizzazione degli amministratori (anche in termini di conseguenze giuridiche azionabili in caso di inottemperanza), costituirebbe un importante alleato verso l'obiettivo di stabilità dei mercati, poiché ridurrebbe la propensione dei gestori alla realizzazione di investimenti particolarmente rischiosi qualora non siano accompagnati da concreti benefici per la collettività.

Né effetti collaterali si avrebbero in tema di concorrenza, dal momento che l'opinione pubblica (e, verosimilmente, l'attribuzione di sostegni governativi) costituirebbero un efficace strumento di bilanciamento tra le imprese più e quelle meno virtuose. Anzi, se si volesse adottare una prospettiva particolarmente ottimistica, ci si potrebbe forse spingere a profilare tra i cittadini una ritrovata fiducia nei mercati ed una maggiore propensione all'investimento, cagionata non solo da una avvertita vicinanza delle *big companies* alle concrete esigenze delle comunità ma anche avvalorata dal più ampio margine di profitti che tale circolo virtuoso permetterebbe di realizzare. Senza contare che, in un simile contesto, la stessa attribuzione ai soci di una prerogativa di controllo sull'azione amministrativa assumerebbe maggiore convenienza ed efficienza pratica: mossi dal perseguimento di obiettivi delineati statutariamente nonché frutto del confronto in sede di contrattazione e dotati di strumenti giuridici per la loro esecuzione, si ritroverebbero nelle condizioni ottimali per assicurarne il rispetto.

In tale contesto, il ruolo assunto dai Governi non dovrebbe essere quello di imporre alle grandi imprese³⁶⁹ il perseguimento di specifici obiettivi non lucrativi, quanto piuttosto dovrebbe articolarsi nelle seguenti direttive di fondo. In primo luogo, stabilire a livello di principio i nuovi valori cui ispirare i futuri sviluppi dell'intrapresa economica privata, esprimendo apprezzamento verso l'adozione di pratiche gestorie attente ai bisogni collettivi e all'impatto che esse abbiano sulle comunità sociali e sull'ambiente, nonché invitare le società verso una gestione più responsabile. Tutti elementi, questi, ampiamente valorizzati dalla Direttiva, ma insufficienti se non affiancati da ulteriori sforzi. Infatti, in secondo luogo, i regolatori pubblici sarebbero chiamati a predisporre strumenti idonei a dare concretezza ai suddetti propositi, lasciando ai soci uno spazio di libertà entro cui definire *se e come* declinare tali interessi, ossia individuarne il contenuto e il rapporto con le finalità di profitto. In terzo luogo, sarebbe determinante anche l'introduzione di benefici di varia natura (ad esempio fiscali, sottoforma di finanziamenti, ecc.) a vantaggio delle imprese che abbiano mostrato una particolare propensione all'attuazione dei valori inizialmente prospettati. Quest'ultima pratica, lungi dal rappresentare un maldestro tentativo di coerenza "dissimulata", troverebbe piuttosto giustificazione nell'esigenza di bilanciare i

³⁶⁹ Il riferimento si giustifica per il fatto che è proprio il fenomeno della grande impresa quello cui si è ispirata la nascita della società per azioni; in aggiunta, essendo dotate di un ampio potere di mercato (che spesso supera notevolmente la forza economica dei Governi), le grandi S.p.a. risultano maggiormente idonee ad esercitare una concreta influenza sulle prassi ivi seguite, configurandosi come punto di riferimento per le realtà di più piccole dimensioni.

costi affrontati per l'adozione di politiche d'investimento sostenibile³⁷⁰ e costituirebbe anche una rilevante forma di incentivazione al cambiamento.

Le ripetute crisi economiche e finanziarie, i continui disastri ambientali e l'attuale crisi pandemica in corso stanno richiamando l'attenzione pubblica sull'impellenza di avviare un cambio di rotta, segnando una cesura con le logiche di esasperato individualismo che ne hanno rappresentato la matrice. Ci troviamo, pertanto, in un momento cruciale per la nascita di un mercato rivolto alla creazione di benessere collettivo sia sul piano economico sia sul piano sociale ed ambientale, in cui il ruolo delle politiche remunerative assume una posizione centrale quale meccanismo per la promozione di una più equa distribuzione delle risorse. In tale prospettiva sarebbe auspicabile un rafforzamento sul piano pratico del ruolo attribuito agli *altri* portatori di interesse, sul modello di quanto è già (limitatamente) avvenuto per il rapporto tra soci e amministratori e nel rispetto delle tre linee-guida appena evidenziate. Interventi che sarebbero in ogni caso chiamati a fare i conti con l'impossibilità di eliminare il congenito conflitto di chi è chiamato alla gestione dell'impresa per conto altrui, seguendo piuttosto altre vie rimaste ancora poco battute, quali: attuare una maggiore responsabilizzazione del *management*, puntando alla predisposizione di strumenti sanzionatori qualitativamente efficienti piuttosto che ingenti nell'ammontare; stimolare, attraverso un ripensamento della struttura di *governance* societaria nonché intervenendo in altre aree del diritto, ad esempio tramite l'adozione di una riformata disciplina fiscale, il reinvestimento dei dividendi, in modo da assicurare nuova linfa alle economie reali e da ridurre i rischi di un'eccessiva finanziarizzazione; avviare un processo di "responsabilizzazione sociale" delle società di capitali, prevedendo *tout court* e sul piano normativo primario la possibilità di un affiancamento degli interessi economici dei soci con quelli della collettività, riducendo la genesi di divari salariali e sociali e l'impatto ambientale, su scala prima territoriale, poi regionale ed infine globale.

Affinché l'adozione di corrette scelte remunerative sia una volta per tutte slegata dalla logica della *convenienza*, e sia rivolta alla più intima indagine di *cosa sia giusto*: non si sta parlando di questioni economiche, finanziarie, di tematiche riservate agli esperti di diritto societario, ma di sfruttare un'occasione preziosa nella lotta alle diseguaglianze.

³⁷⁰ Come noto, tali costi sono a loro volta determinati dal fatto che, nella realtà, i mercati assumono una forma concorrenziale *imperfetta*.

Bibliografia

AHERN, *The Mythical Value of Voice and Stewardship in the EU Directive on Long-term Shareholder Engagement: Rights Do Not and Engaged Shareholder Make*, in *Cambridge Yearbook of European Legal Studies*, 2018.

ALVARO, MOLLO, SICILIANO, Il voto di lista per la rappresentanza di azionisti di minoranza nell'organo di amministrazione delle società quotate, in *Quaderni giuridici* (a cura di) CONSOB, 2012.

AMATUCCI (a cura di), *La remunerazione degli amministratori nelle società di capitali*, Milano, 2010.

AMATUCCI, MOLLO, La remunerazione degli amministratori di banche e di imprese di investimento nella Direttiva 2013/36/UE, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2014, p. 453 ss.

AMATUCCI, *Remunerazione degli amministratori di società quotate e trasparenza*, in *Le società*, 2005, pp. 1315-1319

ANGELICI, "Potere" e "interessi" nella grande impresa azionaria: a proposito di un recente libro di Umberto Tombari, in *Rivista delle società*, 2020, p. 4.

ANGELICI, *Divagazioni sulla "responsabilità sociale" d'impresa*, in *Rivista delle società*, 2018, p. 3.

BARACHINI, *Tutela delle minoranze e funzione gestoria*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2018, p. 576 ss.

BEBCHUCK, FRIED, *Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation*, Cambridge, 2004 (trad. it. SANTOSUOSSO, *Pagare senza risultati. La remunerazione dei manager: una promessa mancata*, Torino, 2010).

BENEDETTI, *L'applicabilità della business judgment rule alle decisioni organizzative degli amministratori*, in *Rivista delle Società*, 2019, p. 413 ss.

BINI, *Investitori attivi e buona governance*, in *Le società*, 2020, pp. 88-98.

BONAFINI, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, Milano, 2005.

BRUNO, BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedura, risultati, prospettive*, in *Rivista delle società*, 2014, pp. 1269-1307.

BRUTTI, *Remunerazione degli amministratori di società quotate e trasparenza*, in *Le società*, 2005, pp. 1315-1319.

CAMPOBASSO, *Diritto commerciale Vol. 2, Diritto delle società*, Torino, 2015.

CAMPOBASSO, *I compensi degli amministratori di società quotate: L'esperienza italiana*, in *Rivista delle società*, 2011, p. 702 ss.

CAMPOBASSO, *Il futuro delle società di capitali*, in *Banca Borsa Titoli di credito*, 2019, p. 138 ss.

CAPPIELLO, *La remunerazione degli amministratori. "Incentivi azionari" e creazione di valore*, Milano, 2005.

CHIAPPETTA, *Diritto del governo societario*, Padova, 2020, pp. 119-126.

CIAN, *Diritti degli azionisti ed efficienza organizzativa: l'esperienza italiana in una prospettiva europea*, in *Studium Iuris*, 2015, pp. 782-795.

CONFORTINI, *Stock option e bonus tra rischio d'impresa e rischio sistemico* (commento alla normativa), in *Contratto e impresa*, 2011, p. 978 ss.

COUTINHO DE ABREU, *CSR - "responsabilità" senza responsabilità (legale)?*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2019, p. 1088.

DE SANTIS, *Remunerazione degli amministratori e governance delle società per azioni*, Padova, 2011.

DEVA PRASAD M, *Companies Act, 2013: Incorporating Stakeholder Theory Approach into the Indian Corporate Law*, in *Statute Law Review*, Oxford, 2018, vol. 39 no. 3.

FERRARINI, *An Alternative View of Corporate Purpose: Colin Mayer on Prosperity*, in *Rivista delle società*, 2020, p. 27 ss.

FERRARINI, UNGUREANU, *Executive Remuneration*, in *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*, Oxford, 2015.

FRANCIS, *Paycom Makes CEO Highest Paid of S&P*, in *The Wall Street Journal* (ed. cartacea), 7 aprile 2021, pp. B1-B2.

GHEYOH NDZI, *Executive remuneration: the power and dominance of human greed*. In *Journal of Financial Crime*, 2019.

GLIOZZI, *Gli alti compensi dei top managers*, in *Rivista trimestrale di diritto e procedura civile*, 2018, p. 961 ss.

GLIOZZI, *La distribuzione delle ricchezze e l'utilità sociale: l'importanza dell'art. 41 della Costituzione*, in *Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Civile*, 2016, p. 767 ss.

GLIOZZI, *Lo short-termism e la Direttiva n. 828 UE del 2017*, in *Rivista trimestrale di diritto e procedura civile*, 2020 pp. 841-855.

GUACCERO, *L'attivismo azionario: verso una riscoperta del ruolo dell'assemblea (?)*, in *Rivista delle società*, 2016, pp. 409-426.

HOPT, VEIL, *Gli stakeholders nel diritto azionario tedesco: il concetto e l'applicazione. Spunti comparatistici di diritto europeo e statunitense*, in *Rivista delle società*, 2020, p. 921 ss.

KATELOUZOU, SERGAKIS, *Shareholder Stewardship Enforcement*, in *TLI Think! Paper 07/2020*.

MARCHETTI, GHEZZI, VENTORUZZO, MOSCA, BIANCHI, MILIC, *Aggiornamento sulla governance delle società quotate italiane*, in *Rivista delle società*, 2019, p. 859 ss.

MATERA, *La nuova disciplina dei compensi degli amministratori delle società di capitali nel diritto societario spagnolo: prime note e cenni comparatistici*, in *Europa e Diritto Privato*, 2015, p. 899 ss.

MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *Rivista delle società*, 2019, p. 992 ss.

MONTALENTI, *L'interesse sociale: una sintesi*, in *Rivista delle società*, 2018, p. 303.

MORRIS, GREGORY-SMITH, MAIN, MONTAGNOLI, WRIGHT, *Executive pensions and the pay-performance relation. Evidence from changes to pension legislation in the UK*, in *Oxford economic papers*, 2020, pp. 1-20

PALMIERI, *La crisi del diritto societario e la riscoperta del valore della "nuda" impresa nell'economia post covid-19 (con uno sguardo all'art. 41 della costituzione)*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 2021, p. 18 ss.

RIGANTI, *La nuova direttiva sui diritti degli azionisti: alcune riflessioni introduttive (commento alla normativa)*, in *Nuove Leggi Civili Commentate*, 2018, p. 772 ss.

ROBÉ, *The Shareholders Rights Directive II. The wrong cure for a deadly disease*, in *ERA Forum* (2016) 17:45–55.

SCIUTO, *Il ruolo dell'assemblea dei soci nel tipo s.p.a.*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2018, p. 337 ss.

STANZIONE, *In tema di «equilibrio tra generi» negli organi di amministrazione e controllo di società quotate*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2013, pag. 190.

STRINE, *Toward Fair and Sustainable Capitalism: A Comprehensive Proposal to Help American Workers, Restore Fair Gainsharing between Employees and Shareholders, and Increase American Competitiveness by Reorienting Our Corporate Governance System Toward Sustainable Long-Term Growth and Encouraging Investments in America's Future*, University of Pennsylvania, Institute for Law & Economic Research Paper No. 19-39, 2020.

TOMBARI, *"Potere" e "interessi" nella grande impresa azionaria*, Milano, 2019.

TOMBARI, *L'organo amministrativo di S.p.A. tra "interessi dei soci" ed "altri interessi"*, in *Rivista delle società*, 2018, p. 20 ss.

VENTORUZZO, *Il risarcimento del danno da deliberazione assembleare invalida a favore dei soci di minoranza non legittimati a impugnare*, in *Rivista delle società*, 2013, p. 629.

VILLIERS, *Corporate Governance, Employee Voice and the Interests of Employees: The Broken Promise of a 'World Leading Package of Corporate Reforms*, in *Industrial Law Journal*, 2020.

VITALI, MIRAMONDI *La remunerazione degli amministratori di società quotate tra equilibrio degli interessi in gioco e assetti proprietari concentrati*, in *Rivista di Diritto Bancario*, 2014.

ZANARDO, *I piani di stock options dall'esperienza anglosassone alla disciplina e diffusione nell'ordinamento italiano*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2006, p. 738 ss.

Sitografia

<http://ilsocietario.it/articoli/focus/il-nuovo-codice-di-corporate-governance-delle-societ-quotate-prime-riflessioni>

<http://ilsocietario.it/articoli/focus/l-attuazione-della-direttiva-ue-2017828-sull-incoraggiamento-dell-impegno-lungo>

<http://www.assonime.it/layouts/15/Assonime.CustomAction/GetPdfToUrl.aspx?PathPdf=http%3a//www.assonime.it/attivita-editoriale/interventi/Documents/Interventi%207-2020.pdf>

<http://www.assonime.it/attivita-editoriale/news/Pagine/News06082020.aspx>

<http://www.assonime.it/Eventi/Documents/Slides%20Convegno%2012%200febbraio.pdf>

<https://areastudi.legacoop.coop/wp-content/uploads/2017/12/lstat-.pdf>

https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/MEX_17_606

<https://ilsocietario.it/bussola/societ-quotate>

<https://www.blackrock.com/it/investitori-privati/2021-larry-fink-lettera-ceo>

<https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/news/commonstatement2018.pdf>

<https://www.businessroundtable.org/about-us>

<https://www.consob.it/documents/46180/46181/rcg2018.pdf/549286f4-907e-427c-9fdf-926386140479>

<https://www.dirittobancario.it/approfondimenti/societa/il-successo-sostenibile-nel-codice-di-autodisciplina-2020-ruolo-dell-organo-di-amministrazione>

<https://www.forbes.com/sites/stevedenning/2013/06/26/the-origin-of-the-worlds-dumbest-idea-milton-friedman/?sh=347e6223870e>

<https://www.forbes.com/sites/stevedenning/2019/08/19/why-maximizing-shareholder-value-is-finally-dying/?sh=6fafa4386746>

<https://www.nytimes.com/1970/09/13/archives/a-friedman-doctrine-the-social-responsibility-of-business-is-to.html>

<https://www.quotidianogiuridico.it/documents/2020/07/31/in-g-u-il-d-lgs-n-84-2020-che-da-compiuta-attuazione-alla-shrd2>

<https://www.societabenefit.net/cosa-sono-le-societa-benefit/>

https://www.ted.com/talks/dan_schulman_what_covid_19_means_for_the_future_of_commerce_capitalism_and_cash?utm_campaign=tedsread&utm_medium=referral&utm_source=tedcomshare

https://www.unicreditgroup.eu/it/governance/compensation.html?intcid=INT-IG_CTA0022

<https://www.wsj.com/articles/stakeholder-capitalism-seems-mostly-for-show-11596755220>

Giurisprudenza

Cass. 12.02.2013, n. 3409 in *Giust. civ. Mass.*, 2013.

Cass. 13.11.2012, n. 19714, in *CED Cassazione*, 2012.

Cass. 14.12.1994, n. 10680, in *Foro It.*, 1995, I, p. 1486.

Cass. 16.04.2014, n. 8897, in *Quotidiano Giuridico*, 2014.

Cass. 17.07.2007, n. 15942, con nota di TAMPANO, *L'interesse sociale fra contrattualismo e istituzionalismo in relazione al conflitto di interessi assembleare ed all'abuso della regola della maggioranza*, in *Riv. notariato*, 2009, pag. 657.

Cass. 2.03.2016, n. 4119, in *IlSocietario.it*, 2016.

Cass. 20.02.2009 n. 4261, in *Mass. Giur. It.*, 2009.

Cass. 22.06.2017, n.15470, in *Giust. civ. Mass.*, 2017.

Cass. 28.04.1997, n. 3652 in *Giur. it.* 1998, p. 287.

Cass., 8.09.1999, n. 9513, in *Giust. civ.*, 2000, p. 365.

Lodo arbitrale Milano, 30/03/2009, in *Riv. dir. comm.* 2010, p. 87.

Trib. Roma, 30.07.2015, n. 16839, in *IlSocietario.it*, 2015.

Trib. Vicenza, 12.05.2020 con nota di SANGIOVANNI, *Mancata distribuzione di utili, compensi sproporzionati degli amministratori e annullamento di delibera per abuso di maggioranza*, in *IlSocietario.it*, 2020.