

CHIARA GARILLI

**IL COINVOLGIMENTO DI SOCI E *STAKEHOLDERS*
NELLA DETERMINAZIONE DELLE
REMUNERAZIONI DEGLI AMMINISTRATORI**

*PRIME RIFLESSIONI ALLA LUCE DELLA PROPOSTA DI DIRETTIVA
MODIFICATIVA DELLA SHAREHOLDER RIGHTS DIRECTIVE*

1

2016

ISSN 2282 - 667X

Direttore responsabile: *Francesco Denozza*

Direzione scientifica: *Francesco Denozza, Carlo Ibba, Marco Maugeri, Vincenzo Meli, Massimo Miola, Andrea Perrone, Serenella Rossi, Giuliana Scognamiglio, Ruggero Vigo*

Redazione scientifica: *Stefano Cerrato, Philipp Fabbio, Chiara Garilli, Alessio Scano, Andrea Vicari, Alessandra Zanardo*

Revisione scientifica: *Renzo Costi, Vincenzo Calandra Buonauro, Vincenzo Di Cataldo, Mario Libertini, Giorgio Marasà, Giuseppe B. Portale, Paolo Montalenti, Roberto Sacchi, Michele Sandulli, Antonio Serra, Roberto Weigmann*

IL COINVOLGIMENTO DI SOCI E *STAKEHOLDERS* NELLA DETERMINAZIONE DELLE REMUNERAZIONI DEGLI AMMINISTRATORI

Prime riflessioni alla luce della proposta di direttiva modificativa della Shareholder Rights Directive

CHIARA GARILLI

SOMMARIO: 1. *Long termism*, coinvolgimento degli azionisti e remunerazioni degli amministratori: gli obiettivi perseguiti dalla proposta di direttiva. – 2. L'armonizzazione a livello europeo del *say on pay*. – 3. Efficacia del *say on pay* europeo nella riduzione degli *agency costs*: l'allineamento tra gli interessi degli azionisti e la politica remunerativa. – 4. (Segue): le possibilità di recepimento del *say on pay* offerte agli Stati membri, con uno sguardo particolare all'Italia. – 5. La tutela degli azionisti di minoranza. – 6. Alcune sintetiche considerazioni in merito agli interessi degli *stakeholders* ed al loro coinvolgimento nella determinazione dei compensi degli amministratori.

1. *Long termism*, coinvolgimento degli azionisti e remunerazioni degli amministratori: gli obiettivi perseguiti dalla proposta di direttiva.

La recente proposta di direttiva – concernente la modifica delle precedenti direttive 2007/36/UE e 2013/34/UE¹ - si situa nel solco delle iniziative europee volte ad incoraggiare una prospettiva di *long termism* nella *governance* delle società per azioni di più rilevanti dimensioni². Il presupposto da cui muove tale intervento normativo è quello secondo cui l'incoraggiamento dell'attivismo dei soci – ed in particolare di quelli razionalmente apatici,

¹V. Commissione europea, *Proposal of a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement and Directive 2013/34/EU as regards certain elements of the corporate governance statement*, del 9 aprile 2014, COM (2014) 213 final. Il testo predisposto dalla Commissione è stato oggetto di numerosi emendamenti ad opera del Parlamento europeo, in data 8 luglio 2015 (T8-0257/2015), nonché precedentemente di significative proposte di modifica sfociate nella cd. versione di compromesso presidenziale del Consiglio (v. Consiglio UE, *Preparation of an informal trilogue*, 20 marzo 2015, 7315/15, LIMITE DRS 26 CODEC 366). Utile, nella ricostruzione dell'iter normativo, la tabella di confronto predisposta dallo stesso Consiglio (11243/15, LIMITE DRS 50 CODEC 1084).

²Numerosi, nel corso degli ultimi anni, sono stati i documenti europei volti all'incoraggiamento di una politica societaria improntata al perseguimento di interessi di lungo periodo: v. l'*Action Plan on European Company Law and Corporate Governance* (COM/2012/0740 final) e il *Green Paper* del 2011 su *EU Corporate Governance Framework* [COM(2011) 164 final]. Con specifico riferimento al tema delle remunerazioni di amministratori e manager, si vedano inoltre: il *Green Paper* del 2010 su *Corporate governance in Financial Institutions and Remuneration policies* [COM(2010) 284 final]; la Racc. 2004/913/CE del 14.12.2004, relativa alle remunerazioni degli amministratori di società quotate (GUUE L 385 del 29.12.2004); la Racc. 2005/162/CE del 15.02.2005, relativa al ruolo degli amministratori senza incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza delle società quotate ed ai comitati interni (GUUE L 52 del 25.2.2005) e la terza Racc. 2009/385/CE del 30.4.2009, di integrazione delle due precedenti (GUUE L 120 del 25.5.2009); per il settore finanziario si veda inoltre *sub nota* n. 49. In linea generale, per una panoramica dei suddetti interventi europei, v. T. DIJKHUIZEN, *Report from Europe: The Proposal for a Directive Amending the Shareholder Rights Directive*, in *European Company Law*, 12, 1, 2015, 45 ss.

come gli investitori istituzionali³ – sia necessario per proiettare le società nella logica del perseguimento di interessi di lungo periodo, nonché di sostenibilità dell'impresa e del mercato più in generale⁴.

Si tratta di argomentazioni giudicate deboli da una significativa parte degli interpreti, che si è espressa in chiave critica sia rispetto alla logica - imperante nella politica europea - del *long termism* quale criterio discretivo tra una buona ed una cattiva *governance*, sia in relazione all'identificazione dell'attivismo dei soci quale strumento efficace nel perseguimento di tale obiettivo. Con riferimento a quest'ultimo profilo, in particolare, è stato fatto notare che gli azionisti in quanto tali non necessariamente sono da identificare nei portatori di logiche imprenditoriali di lungo periodo, imponendosi al riguardo una doverosa e preliminare distinzione tra differenti categorie tipologiche di soci⁵, nonché “a monte” tra realtà societarie ad azionariato fortemente diffuso – le cd. *public companies*, prevalentemente di tradizione anglo-americana - ed altre caratterizzate da una forte concentrazione azionaria, secondo un modello tipicamente in uso nell'Europa continentale⁶.

³ Sulle ragioni economiche alla base della «razionale apatia» degli investitori istituzionali, v., fra altri, T. STRAND, *Re-thinking Short-Termism and the Role of Patient Capital in Europe: Perspectives on the New Shareholder Rights Directive*, 2015, reperibile in internet al seguente indirizzo: <http://ssrn.com/abstract=2516844>, 5 ss.; E.B. ROCK, *Institutional Investors in Corporate Governance*, in *Oxford Handbook on Corporate Law and Governance*, 2015, reperibile in internet al seguente indirizzo: <http://ssrn.com/abstract=2512303>, 13 ss.

⁴ Più in generale, sulla direzione della politica legislativa europea degli ultimi anni in materia di diritto societario, v. K.J. HOPT, *Corporate Governance in Europe A Critical Review of the European Commission's Initiatives on Corporate Law and Corporate Governance*, ECGI Working Paper Series in Law, August 2015 - Law Working Paper N° 296/2015, reperibile in internet al seguente indirizzo: <http://ssrn.com/abstract=2644156>

⁵ In tema, v. soprattutto T. STRAND, (nt. 3), 21 ss.; A. JOHNSTON, P. MORROW, F. BOLD, *Commentary on the Shareholder Rights Directive*, 2014, reperibile in internet al seguente indirizzo: <http://ssrn.com/abstract=2535274>; K.J. HOPT, *Comparative corporate governance: the state of the art and the international regulation*, in *Comparative Corporate Governance. A Functional and International Analysis*, a cura di A. M. Fleckner, K.J. Hopt, UK-NY, Cambridge University Press, 2013, 69 ss.; A. ASPLUND, *Who Should Say on Pay and for the Sake of Whom in a Listed Company?*, in *European Company Law*, 12, 6, 2015, 289 ss. In linea generale, peraltro, i commentatori hanno evidenziato una certa contraddittorietà logica nel perseguimento di prospettive di lungo periodo attraverso un maggior coinvolgimento societario degli investitori istituzionali e degli *asset managers*, ovvero di quegli stessi soggetti cui è stata prevalentemente imputata una condotta orientata al conseguimento di risultati di breve periodo, dalla stessa proposta di direttiva additata quale principale responsabile delle più recenti crisi finanziarie (v., ad es., Cons. 9). A ciò si aggiunga che il sostanziale “snaturamento” del ruolo tipicamente svolto dagli investitori istituzionali – determinato da alcune previsioni della proposta di direttiva [es. artt. 3 f) e ss.] - è oggetto di forti perplessità in dottrina: v. ancora T. STRAND, (nt. 3), 7 ss. e 23 ss.; E.B. ROCK, (nt. 3), 13 ss. e 33-34.

⁶ I problemi di divergenza tra interessi dei soci e degli amministratori sono maggiormente avvertiti negli USA, in considerazione della tendenziale dispersione dell'azionariato: v. T. STRAND, (nt. 3), 6 ss. e 21 ss. In linea generale, invece, le realtà societarie europee si caratterizzano per la presenza di forti soci di controllo, tendenzialmente in grado di determinare efficaci forme di intervento nella vita della società e d'influenzare attivamente l'operato degli amministratori, così riducendo gli *agency problems*. In Europa, peraltro, gli studi dimostrano una stretta correlazione tra la politica remunerativa ed il grado di concentrazione dell'azionariato: si avverte, infatti, una generalizzata e maggiore *compliance* alle politiche di *disclosure* ed alle *best practices* in materia retributiva da parte delle società di dimensioni più grandi e caratterizzate da azionariato disperso (a livello europeo, v. R. BARONTINI, S. BOZZI, G. FERRARINI, M.C. UNGUREANU, *Directors' Remuneration Before and After the Crisis: Measuring the Impact of Reforms in Europe*, 2013, reperibile in internet al seguente indirizzo:

Più in generale, poi, è tutt'altro che certa l'individuazione di un problema di *short termism* nel mercato azionario europeo, così come la correlata affermazione secondo cui la logica di lungo periodo sia in sé un valore da perseguire sempre e comunque da parte delle più rilevanti realtà imprenditoriali⁷.

Anche il tema della remunerazione degli amministratori è, quantomeno parzialmente, vittima delle criticità sinteticamente evidenziate: attraverso la previsione di un più intenso e diretto coinvolgimento degli azionisti nella politica remunerativa, le istituzioni europee perseguono il dichiarato fine di riallineare l'interesse sociale con quello degli amministratori (cd. *agency problem*)⁸; a ben vedere, peraltro, il *say on pay* riconosciuto in favore dei soci viene percepito anche come lo strumento per il perseguimento dell'obiettivo - forse meno esplicito, ma ugualmente sentito - di ridimensionamento dei compensi degli amministratori, nell'ottica di un loro allineamento non solo con le performance dell'impresa, ma altresì con la sostenibilità della stessa in un'ottica di lungo periodo⁹.

Alla luce del testo attuale della proposta di direttiva, la soluzione offerta per il perseguimento delle citate finalità consisterebbe nell'obbligo a carico degli Stati membri d'introdurre, nella disciplina delle società quotate, la previsione di una manifestazione di

<http://ssrn.com/abstract=2250677>.

⁷ V. F. DENOZZA, *Quale quadro per lo sviluppo della corporate governance?*, in *Rivista ODC*, 2015, 1, <http://rivistaodc.eu/edizioni/2015/1/editoriale/quale-quadro-per-lo-sviluppo-della-corporate-governance/>, 7 ss.; K.J. HOPT, *Corporate Governance in Europe*, (nt. 4); T. STRAND, (nt. 3).

⁸ Per tutti, v. L.A. BEBCHUK, J. M., FRIED, *Executive compensation as an agency problem*, in *Journal of Economics perspectives*, 2003, http://www.law.harvard.edu/faculty/jfried/Executive_comp_Agency_%20Prob.pdf

⁹ L'analisi della prassi societaria, europea e statunitense, ha dimostrato che rilevanti pericoli per le imprese risiedono nelle dimensioni esorbitanti dei compensi dei gestori e dei trattamenti legati all'eventuale cessazione dalla carica e/o interruzione del rapporto di amministrazione (cd. *golden parachutes*), nonché, e soprattutto, nel ricorso a forme variabili e incentivanti di retribuzione, quali azioni, *stock options*, bonus monetari, etc. Queste ultime, in particolare, rappresentano tecniche retributive che, in assenza di efficaci controlli endosocietari e/o di mercato, possono indurre i beneficiari ad assumere rischi eccessivi, privilegiando il conseguimento di una elevata redditività delle azioni nel breve periodo, a scapito di una stabilità economico-finanziaria dell'impresa legata ad obiettivi di lungo periodo. Per i termini del dibattito, nella vasta letteratura italiana e straniera dedicata all'argomento, si veda: AA.VV., *Remunerazioni e manager. Uomini (d'oro) e no*, a cura di M. CERA, R. LENER, A.G.E., 2, 2014; L. BEBCHUK, J.M. FRIED, *Pay without Performances: the Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge MA-London, Harvard University Press, 2004 (oggi anche nella versione italiana *Pagare senza risultati. La remunerazione dei manager: una promessa mancata*, con prefazione e traduzione italiana a cura di D. SANTOSUOSSO, Torino, Giappichelli, 2010); M. CAMPOBASSO, *I compensi degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*, in *Riv. Soc.*, 2011, 702 ss.; D. U. SANTOSUOSSO, *La remunerazione degli amministratori: nuove norme per "sanare" le cattive prassi*, in *RDS*, 2010, 341 ss.; A. L. BONAFINI, *I compensi degli amministratori di società per azioni*, Milano, Giuffrè, 2005; G. FERRARINI, M.C. UNGUREANU, *Economics, Politics, and the International Principles for Sound Compensation Practices: an Analysis of Executive Pay at European Banks*, in *Vanderbilt Law Rev.*, 2011, 62, 2, 431 ss. (reperibile in internet al seguente indirizzo: <http://ssrn.com/abstract=1707344>); G. FERRARINI, N. MOLONEY, M.C. UNGUREANU, *Executive Remuneration in Crisis: a Critical Assessment of Reforms in Europe*, in *Journal of Corporate Law Studies*, 2010, 10, 1; G. FERRARINI, N. MOLONEY, M.C. UNGUREANU, *Understanding Directors' Pay in Europe: a Comparative and Empirical Analysis*, in *ECGI-Law*, WP N. 126/2009, reperibile in internet al seguente indirizzo: http://ssrn.com/abstract_id=1418403; S. THOMAS RANDALL, *International Executive Pay: Current Practices and Future Trends*, in *La remunerazione degli amministratori nelle società di capitali*, a cura di C. Amatucci, Milano, Giuffrè, 2010, 1 ss.

volontà dei soci – nel testo più recente, anche a carattere non vincolante – avente ad oggetto la politica remunerativa della società con cadenza almeno triennale (o quinquennale, secondo quanto proposto dal Consiglio) [v. art. 9 a)]; nonché di un successivo pronunciamento assembleare – anch'esso non vincolante – concernente la relazione annuale dei compensi su base individuale, e, dunque, l'implementazione concreta della suddetta *policy* [art. 9 b)]. Sia la politica remunerativa, sia il report annuale sui compensi, peraltro, dovranno essere soggetti ad intense forme di *disclosure*, volte a garantire una corretta informazione per gli investitori ed il mercato¹⁰.

Secondo quanto si avrà modo di argomentare nel prosieguo della trattazione, la soluzione offerta non appare del tutto convincente. Per quel che concerne, infatti, il dichiarato intento di riduzione degli *agency problems*, l'accrescimento delle prerogative riconosciute ai soci in materia retributiva sembra muoversi nella giusta direzione, pur correndo il rischio di raggiungere risultati poco incisivi nell'ipotesi in cui, come appare probabile, venisse confermata nel testo definitivo della direttiva la natura non vincolante della preventiva approvazione assembleare della politica remunerativa della società (v. *infra* § 3). Avendo, invece, riguardo al tema di una sostenibile ed equa parametrizzazione del complessivo trattamento retributivo degli amministratori, anche nell'ottica di una più ampia tutela degli *stakeholders*, le previsioni della proposta di direttiva si mostrano largamente insufficienti, dettando dei criteri che sembrano suonare alla stregua di mere enunciazioni di principio, la cui corretta applicazione da parte degli amministratori appare essenzialmente rimessa al giudizio della maggioranza degli azionisti (più compiutamente, v. §§ 5 e 6).

2. L'armonizzazione a livello europeo del "say on pay".

Non è superfluo, in via assolutamente preliminare, dedicare alcune sintetiche riflessioni in merito all'opportunità di un intervento di armonizzazione delle modalità di determinazione dei compensi degli amministratori delle società quotate, tale per sua natura da determinare il coinvolgimento di significativi aspetti disciplinari attinenti alla *corporate governance* delle suddette realtà societarie.

In proposito, si ritiene di poter esprimere una valutazione complessivamente positiva dell'azione europea, pur nella consapevolezza di non trovarsi al cospetto di una delle più rilevanti priorità nell'ambito dei possibili interventi di armonizzazione del diritto societario¹¹.

¹⁰ La politica sulla remunerazione, a seguito della consultazione assembleare, dovrebbe essere pubblicata senza ritardo sul sito internet della società [art. 9 a).4]. La relazione sulle retribuzioni è parte integrante della relazione sul governo societario, che le società quotate dovrebbero pubblicare in conformità all'articolo 20 della Dir. 2013/34/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013 (v. art. 2.1, della proposta di direttiva). In linea generale, si osserva che la trasparenza rappresenta un obiettivo prioritario delle istituzioni europee sul presupposto della capacità del mercato di orientare efficacemente la condotta di tutti gli operatori: v. F. DENOZZA, *Quale quadro*, (n. 7), 2 ss. e 11 ss.

¹¹ Tra le *core areas* che, secondo l'ECLC (*European Company Law Experts*), richiederebbero in via prioritaria interventi di armonizzazione a livello europeo viene menzionato il *cross-bording voting* (v. ECLC, *Response to the European Commission's Consultation on the Future of European Company Law*, Maggio 2012, reperibile in internet al seguente indirizzo: www.eclc.eu), rispetto al quale l'uniformazione sulle politiche remunerative si mostra sotto

Il tentativo d'introdurre un livello minimo di uniformità in relazione al *say on pay* ed alla trasparenza del processo di determinazione della politica remunerativa degli amministratori è, comunque, da ritenere auspicabile a fronte di un panorama europeo ancora piuttosto eterogeneo: secondo i dati resi noti dalla Commissione europea, solo tredici Stati membri attribuiscono un *say on pay* agli azionisti (peraltro talvolta relativo solo alla politica remunerativa, talaltra al *report* annuale o ad entrambi); e soltanto quindici Paesi dell'Ue prevedono meccanismi di *disclosure* sui compensi degli amministratori, nell'ambito dei quali appena undici Stati richiedono che siano pubblicizzati i dati disaggregati, cioè relativi alle retribuzioni dei singoli gestori¹².

Come chiarito dalla stessa Commissione, l'esistenza di significative differenze disciplinari su tali profili potrebbe rendere arduo il monitoraggio da parte di soci che investono a livello transfrontaliero, in particolare nel caso di investitori istituzionali e di *asset managers*¹³. L'esistenza di un quadro normativo armonizzato – relativo, tra l'altro, alle modalità ed ai contenuti oggetto di *disclosure* –, oltre ad incrementare l'affidabilità delle relative imprese nel mercato, avrebbe l'effetto di rendere più agevole l'interessamento dei soci, colmando le asimmetrie informative che sovente ne ostacolano l'attivismo¹⁴.

È plausibile, peraltro, che, in assenza di tale armonizzazione, gli Stati membri siano disincentivati dal prevedere rigorose modalità di coinvolgimento degli azionisti, onde non subire lo svantaggio competitivo derivante da un presumibile abbassamento dei compensi degli amministratori esecutivi: in termini più concreti, i manager più capaci potrebbero essere indotti ad offrire i propri servizi professionali unicamente alle società aventi sede nei Paesi europei meno rigorosi nella disciplina delle remunerazioni, e ciò evidentemente potrebbe

molteplici aspetti complementare (v. oltre nel testo). L'ECLC, tuttavia, si è mostrato poco favorevole ad interventi di armonizzazione del *say on pay*: v. *Response to the European Commission's Green Paper "The EU Corporate Governance Framework"*, 22 Luglio 2011, reperibile in internet al seguente indirizzo: www.ecle.eu

¹² Per i dati di diritto comparato, si veda il documento della Commissione di accompagnamento alla proposta di direttiva: *Commission Staff Working Document Impact Assessment*, 27 ss. (8847/14 ADD 2, DRS 53 CODEC 1090). In particolare, gli Stati che prevedono la *disclosure* della *remuneration policy* sono 15 e precisamente: Austria, Belgio, Bulgaria, Francia, Germania, Italia, Lettonia, Lituania, Olanda, Portogallo, Repubblica ceca, Slovacchia, Spagna, Svezia e UK; di questi solo 11 prevedono una *disclosure* dei compensi individuali (Austria, Belgio, Francia, Germania, Italia, Lituania, Olanda, Portogallo, Spagna, Svezia, UK). Fra gli Stati membri che prevedono il *say on pay*, 10 lo dichiarano vincolante (Belgio, Bulgaria, Danimarca, Ungheria, Lettonia, Olanda, Portogallo, Slovacchia, Svezia e UK, mentre tre lo prevedono con valore solo consultivo (Italia, Repubblica ceca e Spagna). La varietà delle soluzioni europee si spiega anche in considerazione del fatto che i principi europei in tema di remunerazioni degli amministratori sono stati prevalentemente dettati attraverso mere Raccomandazioni, peraltro, spesso recepite dagli Stati membri solo a livello di *soft law*: sul punto v. R. BARONTINI, S. BOZZI, G. FERRARINI, M.C. UNGUREANU, (nt. 6), 6 ss., i quali, oltre a rilevare un trend crescente volto al recepimento normativo di tali criteri (anche grazie alle direttive che hanno interessato il settore finanziario), ritengono comunque non necessarie più incisive forme di armonizzazione in relazione ai parametri retributivi, in considerazione di un sistema che si dimostrerebbe già piuttosto efficiente.

¹³ V. Commissione europea, *Explanatory Memorandum*, 9 aprile 2014, COM (2014) 213 final, 2014/0121(COD), 6.

¹⁴ V. ancora Commissione europea, *Explanatory Memorandum*, (nt. 13), 7.

generare una corsa al ribasso nell'imposizione normativa di simili condizioni (*race to the bottom*)¹⁵.

Peraltro, la scelta di perseguire i suddetti obiettivi di armonizzazione attraverso la strada della modifica alla *Shareholder Rights Directive* sembra condivisibile *ratione materiae*, anche se non è da escludere che possa aver negativamente condizionato il legislatore europeo con riferimento alla previsione di un adeguato interessamento degli *stakeholders*, nonché, presumibilmente, di una più efficace armonizzazione a livello contenutistico/strutturale delle politiche remunerative (v. oltre *sub* §§ 5 e 6)¹⁶.

Sul fronte dell'armonizzazione, peraltro, la proposta di direttiva rischia di essere, quantomeno sotto il profilo della remunerazione degli amministratori, poco incisiva: al di là della scelta di confinare l'intervento sul piano della struttura e del contenuto dei cd. pacchetti remunerativi ad alcune disposizioni di scarso valore precettivo (v. §§ 5 e 6), è dal punto di vista procedimentale che l'uniformazione a livello europeo potrebbe risultare poco efficace, specialmente in considerazione del fatto che, sulla base delle scelte dei singoli Stati membri relativamente alla natura vincolante o meramente consultiva del *say on pay*, il coinvolgimento degli azionisti potrebbe essere più o meno intenso. In sintesi, sono delineabili molteplici possibilità a fronte di un quadro normativo europeo che rischia di restare poco omogeneo anche a seguito dell'implementazione della direttiva (sul punto, v. § 4).

3. *Efficacia del say on pay europeo nella riduzione degli agency costs: l'allineamento tra gli interessi degli azionisti e la politica remunerativa.*

Secondo quanto si è già avuto modo di illustrare, la proposta di direttiva obbliga gli Stati membri ad incrementare il coinvolgimento dei soci nella determinazione delle remunerazioni degli amministratori di società quotate, attraverso la previsione di una duplice manifestazione di volontà assembleare avente ad oggetto rispettivamente la politica remunerativa, con cadenza quantomeno triennale (o quinquennale nella proposta del Consiglio), e la sua implementazione annuale.

La strada così intrapresa sembra condivisibile nella misura in cui si propone di disinnescare quell'endemico conflitto di interessi che caratterizza la determinazione dei compensi degli amministratori esecutivi delle società per azioni: sulla base del presupposto (a nostro avviso discutibile) secondo cui la politica remunerativa – ed in particolar modo, la determinazione delle componenti retributive aggiuntive in favore dei gestori con poteri esecutivi – sia da annoverare tra gli atti di gestione, la suddetta competenza viene sovente attribuita allo stesso consiglio di amministrazione, all'interno del quale gli amministratori esecutivi esercitano certamente un ruolo dominante. In sintesi, seppure attraverso la mediazione dell'organo

¹⁵ In termini più generali, per una panoramica delle principali argomentazioni rispettivamente contrarie e favorevoli all'armonizzazione del diritto societario europeo v. K.J. HOPT, *Corporate Governance in Europe*, (nt. 4), 21 ss.

¹⁶ Si è ritenuto opportuno intervenire con lo strumento della direttiva, alla luce del fatto che le precedenti raccomandazioni non avevano prodotto risultati sufficienti dal punto di vista dell'auspicata armonizzazione: v. Commissione europea, *Commission Staff Working Document Impact Assessment*, (nt. 12), 51.

consigliare¹⁷, si finisce con l'assistere ad una sostanziale auto-attribuzione da parte degli stessi amministratori dei propri compensi, che, nel caso specifico dei gestori esecutivi, non di rado concernono trattamenti retributivi di valore significativo in rapporto alla situazione economico-finanziaria della società interessata¹⁸.

Secondo l'impostazione ritenuta preferibile, invece, il coinvolgimento assembleare in tale materia risulterebbe coerente con il complesso di competenze attribuite all'organo proprietario nell'assetto di *corporate governance* generalmente recepito dai differenti ordinamenti europei: eccezion fatta per i *two tier systems* (sui quali si avrà occasione di ritornare), infatti, sono i soci ad essere titolari dei poteri di nomina e revoca dei gestori, ai quali dovrebbe ragionevolmente fare da corollario anche la determinazione della relativa remunerazione, seppure tramite una delibera di approvazione dei piani retributivi predisposti dallo stesso consiglio di amministrazione¹⁹. Stando all'assetto di competenze auspicato, dunque,

¹⁷ Ma sull'inefficacia del consiglio di amministrazione a fare da «filtro» nella determinazione della remunerazione degli *executives*, v. in particolare D.U. SANTOSUOSSO, (nt. 9), 346 ss.

¹⁸ Il panorama a livello comparatistico è variegato e prevede un minore/maggiore coinvolgimento assembleare nella determinazione delle remunerazioni dei gestori a seconda che si privilegi la stretta connessione del sistema remunerativo con gli obiettivi della gestione (sistemi «board oriented»), o, viceversa, si enfatizzi l'endemico conflitto di interessi che caratterizza la materia (sistemi che prevedono forme di coinvolgimento assembleare): sul punto v. M. CAMPOBASSO, (nt. 9), 702 ss. Anche le normative europee più inclini ad incrementare i poteri assembleari in tale materia (es. Svezia, Italia) finiscono poi con l'attribuire al consiglio di amministrazione il potere inerente la predisposizione e l'implementazione dei compensi degli amministratori esecutivi, salvo poi temperarlo attraverso forme – vincolanti o meno – di consultazione assembleare. È, invece, generalmente previsto un potere assembleare vincolante di approvazione dei piani di compensi basati su azioni e/o diritti di opzione, nonché sovente dei trattamenti di fine rapporto. Discorso parzialmente diverso va fatto con riferimento ai modelli dualistici, nei quali la determinazione del compenso degli amministratori è da annoverare tra le attribuzioni del consiglio di sorveglianza, mentre resta di competenza assembleare la decisione circa i compensi dei componenti di quest'ultimo (es. Germania, Austria). Per una panoramica delle legislazioni vigenti nei diversi Paesi UE, v. Annex VI del già citato *Commission Staff Working Document Impact Assessment* (nt. 12).

¹⁹ Stando alla tesi sostenuta, la decisione circa i compensi degli amministratori – ivi inclusi quelli esecutivi – dovrebbe competere all'assemblea, quantomeno sotto forma di approvazione finale della proposta degli amministratori, in quanto rientrante in quelle che sono state definite come «*rules of the game*»: v. L. BEBCHUK, *The Case for Increasing Shareholder Power*, Discussion Paper n. 500, 12/2004, in *Harvard Law Review*, 118, 2005, 833 ss., reperibile in internet al seguente indirizzo: http://papers.ssrn.com/abstract_id=387940 (più precisamente, l'A. da ultimo citato ritiene, seppure incidentalmente, che la determinazione dei compensi sia comunque da annoverare nelle «*business decisions*», ma giunge a soluzioni non dissimili da quelle presentate nel testo, perché menziona tale materia fra quelle in cui è sempre auspicabile un coinvolgimento dei soci).

L'assetto di poteri e competenze sopra delineato consentirebbe, sul piano sistematico, di sottoporre le decisioni inerenti la retribuzione degli amministratori ad un regime più rigoroso di quello generalmente applicabile alle operazioni con parti correlate. Ciò, a nostro avviso, si giustifica in considerazione della stretta correlazione tra il potere di determinazione della remunerazione dei gestori e quello di nomina e revoca dei medesimi: si tratta, in ultima analisi, di quei poteri di determinazione delle «regole del gioco» che non potrebbero che spettare ai soci in coerenza con l'iniziativa dei medesimi nella costituzione e nell'organizzazione della s.p.a. Si consideri, tuttavia, che la bozza dei nuovi principi di *corporate governance* dell'OECD, datata novembre 2014 (<http://www.oecd.org/daf/ca/OECD-Principles-CG-2014-Draft.pdf>, 9-10) richiede semplicemente che gli azionisti possano far conoscere, anche tramite il voto nell'assemblea, la propria opinione sulle remunerazioni degli amministratori esecutivi, tramite forme di consultazione che possono anche consistere in *say on pay* non

l'intervento assembleare in materia dovrebbe configurarsi alla stregua di una decisione a carattere vincolante, conferendo in tal modo ai soci un potere quantomeno condiviso con l'organo gestorio, che di tali remunerazioni è incaricato di predisporre e curare le linee direttrici e la concreta implementazione²⁰.

La proposta di direttiva, stando alla sua ultima versione, recepisce solo parzialmente tali osservazioni, demandando alla discrezionalità dei singoli Stati membri la scelta se attribuire natura vincolante o meramente consultiva al *say on pay* degli azionisti²¹. Tale soluzione, tuttavia, lascia insoddisfatti nella misura in cui non elimina il conflitto di interessi cui si è fatto cenno: è al riguardo evidente che un parere dei soci di natura non vincolante non potrebbe impedire l'approvazione e l'implementazione di una politica remunerativa unilateralmente determinata dall'organo amministrativo, né rendere inefficaci e ripetibili i pagamenti effettuati in attuazione della medesima²².

È vero che il dissenso assembleare, anche se privo di carattere vincolante, può rivelarsi idoneo ad innescare virtuose forme di dialogo con l'organo amministrativo, tali da

vincolanti; viene invece richiesta una più penetrante approvazione assembleare per i piani di compensi basati su *equity*, per la potenzialità diluitiva delle partecipazioni sociali.

²⁰ Resterebbe poi da analizzare la questione – nota alla dottrina italiana – se la deliberazione vincolante sia da interpretare alla stregua di una vera e propria «approvazione» o di una mera «autorizzazione»: nel primo caso, l'assemblea – similmente a quanto generalmente sostenuto nell'ordinamento italiano con riferimento alla delibera di approvazione del bilancio di esercizio – realizza l'effetto di definitiva imputazione dell'atto alla società, degradando gli amministratori a meri esecutori del precetto deliberativo (a corollario di tale premessa, in linea di massima si sostiene che l'assemblea possa direttamente modificare il contenuto dei progetti sottoposti alla sua approvazione); nel caso della mera «autorizzazione», invece, la volontà assembleare finirebbe per rimuovere un limite, legale o statutario, all'esercizio di un potere pur sempre spettante all'organo amministrativo. Così, da ultimo, M. MAUGERI, *Le deliberazioni assembleari «consultive» nella società per azioni*, in *Società, banche e crisi d'impresa*, Liber amicorum Pietro Abbadessa, diretto da M. CAMPOBASSO, V. CARIELLO, F. GUERRRERA, A. SCIARRONE ALIBRANDI, Torino, Utet, 2014, 819 ss. Nell'ordinamento giuridico italiano, qualora la proposta di direttiva fosse implementata nel senso della necessità di una deliberazione assembleare di natura vincolante avente ad oggetto la politica remunerativa, è plausibile ritenere che la stessa avrebbe portata differenziata a seconda che si tratti dei compensi degli amministratori esecutivi o meno. È noto, infatti, che ai sensi dell'art. 2389, comma 3, c.c., la remunerazione degli amministratori investiti di particolari cariche in conformità dello statuto spetta al consiglio di amministrazione (sentito il parere del collegio sindacale); ne deriva che – limitatamente a tali aspetti (salvo non modificare la citata norma) – l'eventuale deliberazione assembleare vincolante presumibilmente si atterrebbe quale mera «autorizzazione», volta a rimuovere un limite ad un potere tipicamente spettante all'organo amministrativo. Diversamente, la determinazione dei compensi degli altri amministratori e del comitato esecutivo spetta *ex lege* ai soci (art. 2389, comma 1, c.c.): l'assemblea chiamata a pronunciarsi sulla politica remunerativa, dunque, dovrebbe avere pieni poteri (anche modificativi) circa le disposizioni concernenti i gestori non esecutivi, anche qualora contenute nella suddetta *policy*.

²¹ Incidentalmente si osserva che un *say on pay* di natura consultiva è stato, in tempi piuttosto recenti, introdotto anche negli USA: v. J. F. COTTER, A.R. PALMITER, R.S. THOMAS, *The First Year of «Say on Pay» under Dodd-Frank: An Empirical Analysis and Look Forward*, reperibile in internet al seguente indirizzo: <http://ssrn.com/abstract=2162957>, 974 ss. (ove cenni anche sul dibattito precedente e successivo a tale innovazione normativa).

²² Per l'insufficienza dei poteri di nomina e revoca nel condizionamento delle scelte dei gestori in relazione a determinate decisioni rispetto alle quali è opportuno un diretto coinvolgimento dei soci: L.BEBCHUK, *The Case for Increasing*, (nt. 19), 851 ss.

comportare, qualora necessario, una rimodulazione della politica retributiva e/o una riduzione dei compensi. Tuttavia, i dati statistici non sembrano supportare univocamente una significativa efficacia del *say on pay* meramente consultivo, mentre è evidente, come, da un punto di vista squisitamente giuridico, un simile strumento costituisca un'arma "spuntata"²³.

A sostegno di tali conclusioni, si consideri il fatto che uno dei primi Paesi europei ad avere introdotto il *say on pay* (la Gran Bretagna) ha di recente optato per una modifica della relativa disciplina, trasformando il voto sulla politica remunerativa – originariamente avente natura solo consultiva – in vincolante²⁴. Quantomeno sotto tale profilo, dunque, l'esempio

²³ A ben vedere, i risultati derivanti da forme di coinvolgimento meramente consultivo degli azionisti sulla politica remunerativa non sono univoci: ad esempio, i commentatori generalmente sottolineano la generale efficacia del *say on pay* meramente consultivo negli USA [v. J. F. COTTER, A.R. PALMITER, R.S. THOMAS, (nt. 21); ma in senso parzialmente contrario, v. T. STRAND, (nt. 3), 26 ss.]; mentre in Gran Bretagna gli esiti del voto consultivo sono stati piuttosto incerti (v. M.J. CONYON, G.V. SADLER, *Shareholder Voting and Directors' Remuneration Report Legislation: Say on Pay in the U.K.*, 2009, reperibile in internet al seguente indirizzo: <http://digitalcommons.ilr.cornell.edu/cr/2>). Tuttavia, in senso contrario, v. R. BARONTINI, S. BOZZI, G. FERRARINI, M.C. UNGUREANU, (nt. 6), 10, secondo i quali i risultati sarebbero stati migliori in Gran Bretagna e più modesti negli USA.

In Italia, è stato fatto notare come il dissenso assembleare sia stato più efficace nelle realtà azionarie di dimensioni più rilevanti, mentre si sia dimostrato inidoneo ad instaurare un proficuo dialogo tra azionisti e amministratori nelle società più piccole (FTSE Mid Cap Index) - che comunque rappresentano circa l'80% delle società quotate italiane: S. BRUNO, F. BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedure, risultati, prospettive*, in *Riv. soc.*, 2014, 1269 ss. e 1279 ss.; S. BRUNO, F. BIANCONI, *Say on Pay in Italian General Meetings: Results and Future Perspectives*, reperibile in internet al seguente indirizzo: papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2559070. Tali conclusioni sembrerebbero supportate anche dagli ultimi dati [consultabili in ASSONIME, EMITTENTI TITOLI S.P.A., *La Corporate Governance in Italia: autodisciplina, remunerazioni e comply-or-explain (anno 2015) – Note e studi n. 10/2015*, reperibile in internet al seguente indirizzo: www.assonime.it/AssonimeWeb2/dettaglio.jsp?n=2621174&idTipologiaDettaglio=374#], i quali evidenziano che i compensi (*non-equity*) degli amministratori delegati mostrano andamenti notevolmente differenziati secondo la dimensione della società: tra le FTSE-Mib i compensi medi sono diminuiti del 30% (11% all'anno) nell'ultimo triennio; al contrario, nello stesso periodo, i compensi medi sono saliti del 10% tra le Mid Cap, e di quasi il 20% tra le Small Cap. Mentre estremamente variabile si dimostra l'andamento dei piani *stock based* anche in relazione alle differenti dimensioni delle società. È piuttosto arduo, comunque, stabilire un'univoca correlazione tra le tendenze in materia di remunerazioni e l'efficacia del *say on pay*; anche perché il generale processo di *disclosure* e rimodulazione delle politiche remunerative è, altresì, legato alla crisi economico-finanziaria del 2008: v. in particolare, R. BARONTINI, S. BOZZI, G. FERRARINI, M.C. UNGUREANU, (nt. 6), che basano la loro analisi sui dati delle principali società quotate europee tra il 2007 ed il 2010 (cioè proprio a cavallo della crisi).

²⁴ Per effetto delle recenti modifiche normative, a far data dal primo ottobre 2013, negli UK il voto assembleare sulla politica delle remunerazioni ha natura vincolante: v. S. BRUNO, F. BIANCONI, *Il voto assembleare* (nt. 23), 1294 ss.; ID. *Say on Pay in Italian General Meetings* (nt. 23), 6-7 (e si vedano anche le proposte di modifica della remunerazione dei manager del settore bancario e finanziario, sulle quali M.L. VITALI, *La remunerazione degli amministratori all'esito di un processo di consultazione nel Regno Unito*, in *Riv. soc.*, 2015, 1006 ss.). Ancor prima della Gran Bretagna hanno introdotto un *say on pay* vincolante altri Paesi europei, fra i quali Olanda, Svezia e Belgio (v. anche sub nota n. 12). Proprio nei Paesi da ultimo citati, i dati statistici sembrano mostrare una più evidente connessione tra prestazioni societarie e remunerazioni degli amministratori, indirettamente dimostrando l'efficacia del *say on pay* vincolante: Commissione, *Staff Working Document Impact Assessment*, (nt.12), 25 ss.

del Regno Unito - la cui normativa ha indubbiamente influenzato la disciplina europea (e americana) - non è stato seguito dagli organi legislativi europei: più precisamente, la proposta di direttiva originariamente avanzata dalla Commissione europea era rimasta piuttosto fedele alla disciplina inglese, prevedendo la vincolatività del voto *ex ante* e la possibilità di articolare come consultivo quello *ex post* relativo alla relazione annuale sui compensi²⁵. A seguito dell'intervento del Consiglio e del Parlamento europeo, invece, appare destinata a prevalere la differente soluzione inerente il voto meramente consultivo.

Dall'analisi dei lavori preparatori, tale ultima determinazione sembrerebbe dipendere dall'asserita necessità di tener conto dei differenti modelli di amministrazione e controllo attualmente vigenti in Europa e dei conseguenti equilibri di potere tra i relativi organi sociali²⁶. In questa prospettiva, se non ci si inganna, uno dei principali ostacoli alla previsione di un *say on pay* vincolante sarebbe costituito dai sistemi dualistici, rispetto ai quali esso finirebbe con il determinare uno sbilanciamento di potere a favore dell'assemblea, non coerente con le caratteristiche tipologiche del modello. Una simile criticità, tuttavia, avrebbe potuto essere agevolmente superata prevedendo soluzioni differenziate con riferimento ai differenti modelli di *governance* ed alle diverse esigenze ad essi sottese: più in particolare, è da ritenere coerente con il sistema dualistico la piena competenza assembleare in ordine alle remunerazioni dei consiglieri di sorveglianza (rispetto alle quali, peraltro, si sono posti problemi non dissimili da quelli che, nel sistema tradizionale, concernono il compenso degli amministratori esecutivi)²⁷; mentre, la determinazione della politica remunerativa dei consiglieri di gestione sarebbe dovuta restare ad esclusivo appannaggio del consiglio di

²⁵ Alla luce della proposta della Commissione, l'approvazione assembleare avrebbe dovuto essere interpretata come vincolante, con la conseguenza, in caso di voto negativo, di obbligare gli amministratori a sottoporre ai soci una nuova politica retributiva al fine di ottenerne l'approvazione; al contrario, il voto sulla remunerazione annuale avrebbe potuto avere natura meramente consultiva, obbligando gli amministratori solo a prendere in considerazione i rilievi assembleari l'anno seguente: S. BRUNO, F. BIANCONI, S. BRUNO, F. BIANCONI, *Il voto assembleare* (nt. 23), 1297 ss.; ID. *Say on Pay in Italian General Meetings* (nt. 23), 9.

²⁶ V. ancora Commissione, *Staff Working Document Impact Assessment*, (nt. 12), 54.

²⁷ La possibilità di prevedere compensi aggiuntivi – ed eventualmente a carattere incentivante – per i consiglieri di sorveglianza investiti di particolari cariche (es. componenti dei comitati) è oggetto di discussioni in Germania, soprattutto a seguito di una decisione del *Bundesgerichtshof* che ha escluso la possibilità di attribuire incentivi azionari ai componenti dell'*Aufsichtsrat* (BGH, 16.2.2004, in *AG*, 2004, 265); è pacificamente ammessa dalla legge, invece, la possibilità per i componenti del consiglio di sorveglianza di partecipare agli utili (§ 113, Abs. 3, AktG): v. soprattutto G.B. PORTALE, *I compensi dei componenti del consiglio di sorveglianza: dal «nobile officium» ai sistemi di retribuzione variabile*, in *La struttura finanziaria e i bilanci delle società di capitali, Studi in onore di G.E. Colombo*, Torino, Giappichelli, 2011, 530 ss. Analoghi problemi si pongono nel sistema dualistico italiano, rispetto al quale la dottrina sembra propensa ad ammettere la previsione di una componente retributiva incentivante in favore dei consiglieri di sorveglianza “attivi”: v. V. CARIELLO, *Il sistema dualistico*, in *Diritto dei sistemi alternativi di amministrazione e controllo*, a cura di N. ABRIANI, V. CARIELLO, Torino, Giappichelli, 2012, 470 ss.; R. LENER, «Speciali remunerazioni» dei consiglieri nelle banche a governo dualistico, in *La remunerazione degli amministratori nelle società di capitali*, a cura di C. AMATUCCI, Milano, Giuffrè, 2010, 100 ss.

sorveglianza (e del comitato sulle remunerazioni costituito al suo interno), potendo, tutt'al più, essere sottoposta ad un parere non vincolante dell'assemblea²⁸.

In conclusione, dunque, l'esistenza di differenti modelli di *governance* non appare di per sé idonea a giustificare l'introduzione generalizzata di un *say on pay* a carattere meramente consultivo, secondo la scelta che sembrerebbe al momento prevalere in sede europea. Peraltro, così come risultante dagli emendamenti del Parlamento europeo, il testo dell'art. 9 a) sembra presentare alcuni difetti di coordinamento: i paragrafi dedicati a stabilire quale *policy* si applichi nell'ipotesi di deliberazione assembleare negativa – sebbene letteralmente riferibili anche alle ipotesi di voto meramente consultivo – finiscono, infatti, con l'assumere rilievo soltanto nel caso di *say on pay* vincolante; è evidente, del resto, che qualora il dissenso dei soci non infici la validità e l'efficacia della decisione consiliare, un problema di risoluzione dell'impasse endo-societaria nemmeno si ponga. Così come poco coerente appare l'ultimo paragrafo della citata norma, nella misura in cui continua a subordinare la pubblicazione della politica remunerativa sul sito della società alla preventiva approvazione assembleare (par. 4)²⁹.

4. (Segue): le possibilità di recepimento del *say on pay* offerte agli Stati membri, con uno sguardo particolare all'Italia.

Allo stato dell'attuale testo della proposta di direttiva, dunque, agli Stati membri si prospettano molteplici opzioni, così sinteticamente riassumibili:

- i) imposizione di un voto vincolante *ex ante* (i.e., sulla politica remunerativa) ed *ex post* (i.e., avente ad oggetto la relazione sulle retribuzioni);
- ii) imposizione di un voto vincolante *ex ante* e meramente consultivo *ex post*;
- iii) imposizione di un voto consultivo *ex ante* e vincolante *ex post*;
- iv) previsione di un voto meramente consultivo *ex ante* ed *ex post*;
- v) rimessione delle relative decisioni all'autonomia statutaria delle singole società.

²⁸ In Germania, ad esempio, è previsto un parere dell'assemblea delle società quotate avente ad oggetto il piano delle remunerazioni dei componenti del consiglio di gestione: si tratta di un parere non vincolante e meramente eventuale, potendosi l'assemblea esprimere sulla base dell'inserimento di tale decisione all'ordine del giorno da parte dell'organo amministrativo o di una percentuale qualificata di soci (§ 120.4 AktG). Analogamente il nostro art. 123-ter t.u.f., nel disciplinare la deliberazione assembleare - a valenza meramente consultiva - avente ad oggetto la relazione sulla remunerazione, trova esplicita applicazione anche in caso di adozione del sistema dualistico di amministrazione e controllo. Sembra, comunque, di poter affermare che l'attribuzione al consiglio di sorveglianza dei poteri di determinazione ed implementazione della *policy* sulle remunerazioni dei consiglieri di gestione comporti rischi complessivamente minori rispetto a quanto si verifica nel sistema tradizionale con riferimento all'individuazione dei compensi degli amministratori esecutivi: sul punto sia consentito rinviare a C. GARILLI, *Il consiglio di sorveglianza della società per azioni. Funzioni e competenze*, Torino, Giappichelli, 2012, 195 ss. e soprattutto 203 ss. Non si dimentichi, peraltro, che il sistema dualistico italiano, nella sua grande flessibilità modulare, consente, altresì, che sia statutariamente attribuita all'assemblea la competenza a determinare i compensi dei consiglieri di gestione: in tale ultima ipotesi, non sarebbero ravvisabili ostacoli nell'attribuire alla medesima assemblea anche l'approvazione vincolante dei compensi previsti per i gestori esecutivi.

²⁹ Più coerente, da questo limitato punto di vista, è il testo proposto dal Consiglio, alla stregua del quale la pubblicazione prescinde dal voto favorevole degli azionisti, posto che anche tale voto ed il suo risultato dovrà essere oggetto di pubblicazione sul sito internet della società.

La prima soluzione è quella in astratto più incisiva nell'ottica di un effettivo coinvolgimento dei soci, in quanto rappresenta l'unica certamente in grado di rendere inefficaci - e, ove necessario, ripetibili - gli eventuali pagamenti effettuati o promessi sulla base di una politica remunerativa precedentemente non approvata (o non sottoposta all'approvazione) e/o di una relazione annuale sulle retribuzioni rispetto alla quale i soci abbiano espresso parere negativo³⁰. È evidente, peraltro, come, al fine di un corretto funzionamento dell'approvazione assembleare, sia indispensabile la previsione di un'informazione completa e chiara, che consenta ai soci di superare le tradizionali asimmetrie informative caratterizzanti la loro posizione rispetto a quella degli amministratori [v. art. 9 a).2]³¹.

La seconda ipotesi – corrispondente a quella di recente entrata in vigore in Gran Bretagna – rappresenta una soluzione sufficientemente equilibrata ed efficacemente percorribile, nella misura in cui non imbriglia eccessivamente la concreta operatività del consiglio di amministrazione, consentendo allo stesso d'implementare più liberamente la politica remunerativa, ma al contempo obbliga quest'ultimo ad attenersi ai principi della *policy* retributiva precedentemente approvata dall'assemblea [art. 9 a).1], e ad esplicitare, qualora i soci abbiano espresso il proprio parere negativo circa la relazione sulle retribuzioni, come si sia tenuto conto di tale eventuale dissenso nella redazione della relazione successiva [art. 9 b). 3]³². Vero è che tale soluzione non impedisce concretamente il pagamento dei compensi individuali, nonostante l'eventuale voto contrario dei soci avente ad oggetto il *report* annuale sulle remunerazioni, ma non è da trascurare il fatto che la stessa proposta di direttiva impone agli amministratori di attenersi, nell'esecuzione dei pagamenti, a quanto previsto dalla *policy* remunerativa (precedentemente sottoposta ad approvazione assembleare vincolante): questo dato testuale, se debitamente valorizzato, potrebbe peraltro condurre ad affermare l'inefficacia degli eventuali corrispettivi erogati in modo non conforme alla *policy* approvata, con la conseguenza di affiancare al (poco efficace) strumento risarcitorio nei confronti degli amministratori, una ben più pregnante tutela reale³³.

³⁰ Benché testualmente la proposta di direttiva qualifichi come «di natura consultiva» il voto degli azionisti avente ad oggetto la relazione sulle retribuzioni, non è da escludersi che gli Stati membri possano optare per una soluzione più rigorosa (*i.e.*, voto vincolante anche *ex post*), in considerazione dell'efficacia di armonizzazione minima della *Shareholder Rights Directive* (art. 3).

³¹ Sotto tale profilo la proposta di direttiva è piuttosto dettagliata, prevedendo, tra l'altro, che la *policy* sia «*clear and understandable*» [art. 9 a).2] e stabilisca criteri chiari per la determinazione della parte fissa e di quella variabile della retribuzione e di qualsiasi altro beneficio o trattamento, indicando in che modo tale politica remunerativa contribuisca al perseguimento degli interessi di sostenibilità della società nel lungo periodo [art. 9 a).3]. Così come dettagliate appaiono le indicazioni da fornire nella relazione sulle retribuzioni [art. 9 b).1]; tra l'altro, in quest'ultimo caso, si demanda alla Commissione il potere di adottare atti delegati per la presentazione standardizzata delle suddette informazioni [art. 9 b).4].

³² Il testo proposto dal Parlamento richiede espressamente che, a fronte del dissenso avente ad oggetto la relazione annuale sulle retribuzioni, si debba avviare un dialogo con i soci per individuarne le cause, ferma restando la necessità che la successiva relazione dia conto di come tale dissenso sia stato tenuto in considerazione [art. 9 b).3].

³³ La prassi, quantomeno a livello nazionale, evidenzia come sia poco probabile che gli amministratori concretamente si discostino dai principi della politica remunerativa: dagli ultimi dati disponibili relativi alle

La terza ipotesi, per quanto astrattamente ipotizzabile, si mostra poco coerente e, dunque, in concreto poco proficua: i soci potrebbero soltanto esprimere un parere non vincolante sulla *policy* – tale da non condizionare l'operato degli amministratori – per poi paralizzare e rendere inefficace il pagamento dei compensi *ex post*. L'assetto sembra, dunque, nel suo complesso scarsamente efficiente e non risulta che altri ordinamenti giuridici ne prevedano di analoghi.

Infine, le soluzioni che optino per un coinvolgimento meramente consultivo dei soci sulla *policy* remunerativa e sul successivo *report* annuale - in via normativa o lasciando alle società la relativa scelta statutaria – si rivelano, come già analizzato, poco efficaci nella misura in cui non impediscono concretamente la predisposizione e la successiva implementazione di una politica remunerativa rispetto alla quale gli azionisti abbiano espresso il loro dissenso, con la conseguenza di lasciare a disposizione degli stessi unicamente lo strumento della revoca degli amministratori e/o dell'azione risarcitoria nei confronti di questi ultimi. In tali casi è, dunque, auspicabile che l'obbligatorietà e la vincolatività del voto assembleare – quantomeno di quello *ex ante* riferito alla *policy* remunerativa – siano previste quali *best practices* dai codici di condotta, così come è opportuno che i suddetti codici prevedano l'introduzione statutaria di clausole di *clawback*, tali da consentire la ripetizione delle somme corrisposte a titolo remunerativo agli amministratori (o di parte di esse), a fronte del verificarsi di particolari eventi.

Concludendo con un rapido sguardo alla situazione italiana, sembra di poter affermare che la disciplina attualmente in vigore per le società quotate sia già abbastanza coerente con le previsioni della proposta di direttiva. L'attuale art. 123-ter t.u.f.³⁴ prevede, infatti, la sottoposizione all'assemblea convocata per l'approvazione del bilancio – che si esprime in funzione meramente consultiva³⁵ – della prima parte della relazione sulla remunerazione: quest'ultima, come è noto, è costituita da un documento articolato in due distinte sezioni, rispettivamente dedicate all'illustrazione della politica remunerativa e all'indicazione dei compensi individuali dei componenti degli organi di amministrazione e controllo e dei direttori generali (nonché – in forma aggregata – dei manager con responsabilità

società quotate italiane si evince come in 101 casi vi è stata coerenza tra *policy* e remunerazioni effettivamente corrisposte; nei restanti 12 casi le società hanno comunicato di essersi distaccate dalla politica retributiva, sottoposta al voto dell'assemblea, quasi sempre per operare riduzioni della remunerazione (fissa e/o variabile) rispetto a quanto originariamente previsto, alla luce di significative difficoltà della società sotto il profilo economico-finanziario (ASSONIME, EMITTENTI TITOLI S.P.A., (nt. 23), 79).

³⁴ Si tratta, del resto, di una norma che ha recepito le indicazioni precedentemente espresse in ambito europeo: più precisamente il citato art. 123-ter è stato inserito nel t.u.f. dal d.lgs. 30.12.2010 n. 259, in attuazione della delega relativa al recepimento della sezione II e III della Racc. 2004/913 e della sez. II, §§ 5 e 6, della Racc. 2009/385 la (art. 24 l. 4.6.2010, n. 96 - Legge comunitaria 2009). V. A. BEGHETTO, *La remunerazione degli amministratori nelle società quotate (d.lgs. 30 dicembre 2010, n. 259)*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2012, 69 ss.

³⁵ Il voto dell'assemblea ha valore consultivo; fanno eccezione le società del settore finanziario, per le quali l'assemblea «approva» la politica delle remunerazioni (v. par. 4.1. delle Disposizioni di Vigilanza della Banca d'Italia del 30.3.2011 in materia di *Politiche e prassi di remunerazione e incentivazione nelle banche e nei gruppi bancari*, ora contenute nella circolare 285 del 17 dicembre 2013, aggiornata il 18 novembre 2014; nonché l'art. 6 del Regolamento Isvap n. 39 del 9/6/2011 relativo alle *Politiche di remunerazione nelle imprese di assicurazione*).

strategiche)³⁶. Benché, poi, in linea di principio il parere espresso dai soci non assuma carattere vincolante, l'assemblea potrebbe pur sempre stabilire un tetto massimo ai compensi degli amministratori – inclusivo anche della componente aggiuntiva in favore di quelli esecutivi – ai sensi dell'art. 2389 c.c., ed è obbligatoriamente chiamata a pronunciarsi, con efficacia vincolante, sui piani di remunerazione basati su strumenti finanziari (art. 114-bis t.u.f.)³⁷.

La disciplina italiana si presenta sufficientemente rigorosa alla luce del complessivo panorama europeo: dal punto di vista soggettivo, peraltro, la relazione sulla remunerazione, così come disciplinata dal nostro ordinamento, sembra avere un ambito applicativo più esteso rispetto a quanto previsto dall'attuale testo della proposta di direttiva; ed anche sotto l'aspetto cronologico, la disciplina nazionale impone una deliberazione assembleare sulla *policy* remunerativa a cadenza annuale (e non triennale). Ai fini dell'implementazione dell'attuale testo della proposta di direttiva, dunque, sembrerebbe sufficiente estendere l'ambito d'interessamento dell'assemblea alla seconda sezione della relazione sulla remunerazione (sostanzialmente corrispondente al “*remuneration report*” previsto dal legislatore europeo).

Ciò non di meno, le superiori argomentazioni conducono ad auspicare un intervento del nostro legislatore che, cogliendo l'occasione del recepimento della direttiva, attribuisca carattere vincolante alla deliberazione assembleare di approvazione della *policy*³⁸, grazie alla quale sia ipotizzabile il ricorso a forme di tutela più efficaci di quelle attualmente a disposizione dei soci³⁹.

³⁶ Da un punto di vista formale, tuttavia, la relazione sulla remunerazione costituisce un documento differente dalla relazione sul governo societario: M. DE LINZ., *Art. 123-ter*, in *Commentario T.U.F., Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni*, a cura di F. VELLA, 2, Torino, Giappichelli, 2012, 1307 ss. e 1315-1316; M. RABITTI, P. SPATOLA, *Art. 123-ter*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M. FRATINI, G. GASPARRI, 2, Torino, Utet, 2012, 1712 ss. Sotto tale aspetto, dunque, la disciplina italiana non appare pienamente conforme alle previsioni della proposta di direttiva (quantomeno nel testo attualmente disponibile). Sebbene, infatti, le notizie sulle remunerazioni di amministratori e manager possano essere contenute anche nella relazione sul governo societario, quest'ultima generalmente si limita a rinviare alla relazione sulla remunerazione, che formalmente resta un documento separato (v. le indicazioni desumibili dal Format per la relazione sul governo societario e gli assetti proprietari diffuso da Borsa italiana).

³⁷ V. N. POLLIO, *La remunerazione degli amministratori di società quotate: aspetti societari e profili di trasparenza informativa nel nuovo art. 114-bis t.u.f.*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 128 ss.; M. PRESTIPINO, *Art. 114-bis*, in *Commentario T.U.F., Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni*, a cura di F. VELLA, 2, Torino, Giappichelli, 2012, 1168 ss. e 1173 ss., il quale sottolinea, peraltro, come il perimetro applicativo di tale disposizione sia più esteso di quello previsto dalla Raccomandazione europea del 2004. Per alcuni riferimenti comparatistici v. M. CAMPOBASSO (nt. 9), 718 ss.

³⁸ Tra l'altro, non sembrerebbero ravvisabili eccessive difficoltà nella previsione di una deliberazione assembleare che abbia efficacia vincolante in relazione alla prima parte dell'attuale relazione sulla remunerazione e valore meramente consultivo in relazione alla seconda parte, adottando una soluzione simile a quella attualmente in vigore in UK, ove il *Remuneration Report* è suddiviso in tre differenti parti, parzialmente sovrapponibili a quelle della relazione italiana.

³⁹ Si ritiene che il dissenso espresso dall'assemblea, seppure a carattere non vincolante, imponga agli amministratori obblighi di motivazione nell'ipotesi di applicazione di una politica remunerativa non condivisa dai soci; obblighi motivazionali altresì derivanti – ove ne sussistano i presupposti applicativi - dalla disciplina

5. *La tutela degli azionisti di minoranza.*

A prescindere dalla natura vincolante o meno della decisione dei soci relativa alla politica dei compensi ed alla sua concreta implementazione, è stato evidenziato come – soprattutto a fronte di realtà societarie fortemente concentrate e caratterizzate dalla presenza di una stabile maggioranza – il coinvolgimento assembleare non rappresenti un efficace strumento di tutela della minoranza, a fronte del potenziale e probabile allineamento degli azionisti di controllo con i *boards* dagli stessi nominati: lo stretto legame esistente tra i soci di maggioranza e gli amministratori – in taluni casi reso evidente dalla presenza in consiglio degli stessi soci di controllo – rende verosimile tale circostanza, a scapito della minoranza assembleare e dell'eventuale voto negativo dalla stessa espresso⁴⁰.

Tale assunto sembrerebbe confermato dall'analisi della prassi societaria dei Paesi che già prevedono forme obbligatorie di *say on pay*: soffermando la nostra attenzione sull'Italia, in particolare, gli ultimi dati statistici relativi alle società quotate dimostrano che più del 90% delle deliberazioni assembleari concernenti la politica remunerativa degli amministratori ha ricevuto il *placet* dell'assemblea; disaggregando il dato, tuttavia, emerge un crescente dissenso espresso dalle minoranze, i cui voti isolatamente considerati in taluni casi avrebbero

sugli interessi degli amministratori relativamente alle deliberazioni concernenti la *policy* e la relazione annuale (art. 2391 c.c.). Esplicitamente nel senso di un obbligo motivazionale in caso di scostamento da parte del consiglio di amministrazione dalle indicazioni ricevute dai soci, M. MAUGERI, (nt. 20), 836 ss.; S. BRUNO, F. BIANCONI, *Il voto assembleare*, (nt. 23), 1282-1284; M. DE LINZ, (nt. 36), 1316 ss., il quale – in caso di inadempimento – ipotizza la responsabilità degli amministratori ed altresì la sussistenza di una giusta causa di revoca; più cauti in relazione alla configurabilità di una giusta causa di revoca e ad una eventuale responsabilità degli amministratori che operino difformemente dalle indicazioni degli azionisti M. RABITTI, P. SPATOLA, (nt. 36), 1714 ss.

Resta il fatto, tuttavia, che, avverso la determinazione del consiglio di amministrazione avente ad oggetto i compensi degli amministratori esecutivi, restino unicamente azionabili i rimedi derivanti dall'annullabilità *ex art.* 2391 - non attivabili dai soci e subordinati a stringenti requisiti applicativi - e l'azione risarcitoria di cui all'art. 2392 c.c., sempre che ne sussistano i presupposti. Condizionare l'implementazione della politica remunerativa all'approvazione vincolante dell'assemblea, al contrario, significherebbe rendere inefficace, e dunque ripetibile, l'eventuale corresponsione del compenso erogato in difformità dalla suddetta *policy*.

⁴⁰ È del resto un'affermazione piuttosto condivisa quella secondo cui, nelle società caratterizzate da un forte controllo da parte del socio di maggioranza, i più sentiti problemi di agenzia riguardino i rapporti con le minoranze: v. K.J. HOPT, *Comparative corporate governance*, (nt. 5), 63 ss.

Oltre che da ipotesi di veri e propri conflitti di interesse, l'assenso dei soci di controllo alla politica remunerativa predisposta dagli amministratori potrebbe essere determinato da diversi fattori, fra i quali vengono in rilievo, ad es., la mancanza di informazioni e la conseguente incapacità nel valutare i piani retributivi; la tendenziale apatia di molte categorie di soci; la forte competizione nell'«accaparrarsi» le migliori professionalità nel mercato, etc. In generale, v. T. STRAND, (nt.3), 29 ss.; G. BOFELLI, *Remunerare gli amministratori. Compensi, incentivi e governance, I Quaderni della Scuola di Alta Formazione n. 39*, Ordine dei dottori commercialisti e degli esperti contabili, 2011, Milano, 14-15. Il peso degli azionisti di controllo, peraltro, potrebbe essere incrementato dalla previsione di azioni a voto plurimo e/o da altre forme di potenziamento del diritto di voto legate al possesso continuativo delle azioni nel tempo (ad es. artt. 127-*quinquies* e – *sexies*, TUF): sul punto, v. anche S. BRUNO, F. BIANCONI, *Say on Pay in Italian General Meetings*, (nt. 23), 12.

determinato la “bocciatura” della *policy* retributiva degli organi gestori⁴¹. E la situazione non è troppo differente anche in realtà socio-economiche caratterizzate da una più consistente presenza di *public companies* (UK; USA).⁴²

Sotto tale profilo, pertanto, la proposta di direttiva sembra muoversi nella giusta direzione nel tentativo d’incrementare l’attivismo degli investitori istituzionali e degli *asset managers*, pur nella consapevolezza che difficilmente un più intenso coinvolgimento di tali soggetti sarà in grado d’influenzare le determinazioni assembleari nelle società con una forte e stabile presenza di soci di controllo⁴³.

⁴¹ I dati sono relativi agli anni 2012-2014 e sono tratti da S. BRUNO, F. BIANCONI, *Il voto assembleare*, (nt. 23), 1290 ss.; ID., *Say on Pay in Italian General Meetings*, (nt. 23), 3-4. Non è da trascurare la considerazione secondo cui la stessa esistenza di un *say on pay* potrebbe aver spinto gli amministratori a modificare la politica retributiva in modo da renderla presumibilmente coerente con le aspettative dei soci; ed un simile effetto virtuoso potrebbe essere potenziato dalla previsione di un *say on pay* vincolante: v. sul punto le riflessioni di L. BEBCHUK, *The Case for Increasing*, (nt. 19), 875 ss. In linea generale, comunque, in Europa si osserva un dissenso crescente da parte dei soci di minoranza nei confronti delle politiche remunerative, specialmente a fronte di compensi molto elevati degli amministratori delegati: v. Commissione europea, *Staff Working Document Impact Assessment*, (nt. 12), 55. In Italia, in particolare, le assemblee delle società con una capitalizzazione medio-alta dimostrano un crescente attivismo dei soci e degli investitori istituzionali, la cui partecipazione è salita mediamente al 20% del capitale presente in assemblea. Tra questi ultimi è cresciuto il dissenso manifestato verso le politiche remunerative, raggiungendo percentuali del 28,1% delle azioni detenute (cui aggiungere un 2,6% di astensione). Complessivamente, anche in Italia il dissenso è maggiore nelle società caratterizzate da un controllo debole, nelle quali raggiunge una percentuale di circa il 13% del capitale presente in assemblea (si assiste, però, ad un maggiore dissenso nelle società di media capitalizzazione, mentre quelle del FTSE Mib registrano un crescente consenso in materia di politica retributiva): v. CONSOB, *Rapporto 2015 sulla corporate governance delle società quotate italiane*, 5 e 33, reperibile su internet al seguente indirizzo: www.consob.it.

⁴² In tema, v. A. JOHNSTON, P. MORROW, F. BOLD, (nt. 5); J. F. COTTER, A.R. PALMITER, R.S. THOMAS, (nt. 21), 979 ss.; e con riferimento al Regno unito M.J. CONYON, G.V. SADLER, (nt. 23). In linea generale, comunque, anche in tali Paesi viene evidenziato un crescente attivismo dei soci di minoranza (soprattutto investitori istituzionali, anche per il tramite delle raccomandazioni di voto dei *proxy advisors*), generalmente manifestatesi in un dissenso nei confronti delle politiche remunerative votate dalla maggioranza: si tratta di un dissenso, però, che, nella maggior parte dei casi, non è stato in grado di determinare il rigetto della *policy*, né di avviare un proficuo dialogo con gli amministratori.

⁴³ La sempre più marcata presenza di investitori istituzionali, ed il conseguente crescente ricorso alle raccomandazioni di voto dei *proxy advisors*, sta profondamente mutando il volto dell’azionariato in Europa e nel mondo: in generale v. E.B. ROCK, (nt. 3); P. MONTALENTI, *Mercati finanziari, investitori istituzionali e società quotate: analisi e proposte*, in *Riv. soc.*, 2015, 957 ss. In Italia, la partecipazione di investitori istituzionali stranieri è cresciuta dal 19.47% del capitale sociale nel 2005 al 28.56% nel 2012, fino al 31.98% nel 2013: per tali dati v. S. BRUNO, *Legal rules, Shareholders and Corporate Governance. The European Shareholder Rights’ Directive and its Impact on the Corporate Governance of Italian Listed Companies: The Telecom S.p.A. Case*, reperibile in internet al seguente indirizzo: papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2571422; ed il trend è recentemente confermato dalla Consob, nel già citato *Rapporto 2015*, (nt. 41), 11. Lo scarso attivismo di tali soggetti spesso deriva dalle difficoltà incontrate nel reperire le necessarie informazioni, in considerazione dell’elevato numero di società in portafoglio e dei differenti quadri economici e regolamentari: scopo della proposta di direttiva dovrebbe essere, tra l’altro, quello di eliminare – o quantomeno ridurre – tali criticità, sulla scia di quanto avvenuto, più in generale, con riferimento al coinvolgimento degli azionisti tramite la *Shareholder Rights Directive*. Non sono da sottovalutare, infine, i problemi di agenzia determinati dal frequente ricorso agli *asset managers*, le cui performance spesso vengono valutate in un’ottica di breve periodo, poco compatibile con le prospettive di

Strumenti di tutela delle minoranze assembleari più efficaci – sui quali, al contrario, la proposta di direttiva non si pronuncia - potrebbero essere rappresentati da un innalzamento dei *quorum* assembleari per talune deliberazioni inerenti i compensi dei gestori⁴⁴, oppure - secondo quanto ipotizzato da alcuni commentatori - dalla sottoposizione di tali decisioni ad un meccanismo di *whitewash*, sulla falsariga di quanto previsto dalla regolamentazione italiana relativa alle operazioni con parti correlate⁴⁵. Si tratta evidentemente di soluzioni più coerenti con l'auspicata natura vincolante della deliberazione assembleare di approvazione della *policy* sulle remunerazioni, che non con la valenza meramente consultiva che l'attuale testo della proposta di direttiva sembra intenzionata a recepire quale livello di armonizzazione minima. L'assenza di previsioni normative a livello europeo, comunque, non esclude che simili istituti possano essere introdotti dalla legislazione dei Paesi membri o che possano essere statutariamente previsti dalle singole società interessate, magari in ragione dell'adesione a Codici di autoregolamentazione che li abbiano elevati a *best practices*.

Infine, potrebbero rappresentare indirette forme di tutela degli interessi della minoranza anche il potenziamento del ruolo svolto, in seno al consiglio di amministrazione, dal comitato sulle remunerazioni, nonché l'individuazione di ben specifici criteri cui parametrare i compensi degli amministratori esecutivi, soprattutto per quel che concerne la parte variabile del pacchetto retributivo. Sotto entrambi i profili la proposta di direttiva si mostra piuttosto "timida". Quanto al comitato sulle remunerazioni, ne afferma, in via solo incidentale, il coinvolgimento, ma non ne impone la costituzione nelle società quotate, né tantomeno ne fissa i criteri di composizione⁴⁶. Si tratta, dunque, di una materia che è

lungo periodo cui dovrebbero tendere gli *asset owners* (es. fondi pensioni, assicurazioni): sul punto v. Commissione europea, *Staff Working Document Impact Assessment*, (nt. 12), 21

⁴⁴ La Direttiva CRD IV, ad esempio, prevede un meccanismo di approvazione assembleare a maggioranza qualificata nell'ipotesi in cui la componente variabile della remunerazione ecceda il rapporto di 1:1 rispetto a quella fissa (e comunque non oltrepassi quello di 2:1) [art. 94.1 lett. g) ii)].

⁴⁵ Sull'analisi inerente la parziale e residuale applicazione del Regolamento Consob sulle operazioni con parti correlate (Reg. n. 17221/2010) alle decisioni inerenti i compensi degli amministratori v. M. CAMPOBASSO, (nt. 9), 716-717; A. BEGHETTO, (nt. 34), 83 ss. Per quel che riguarda, invece, il meccanismo di *whitewash*, si ricorda che l'art. 8, comma 2, e l'art. 11, comma 3, del Regolamento Consob prevedono che le operazioni di maggiore rilevanza, in presenza di un avviso contrario degli amministratori o dei consiglieri indipendenti, non siano attuate qualora la maggioranza dei soci *non correlati* si esprima in senso contrario. In tema, v. soprattutto, F. GUERRERA, «Interessi» degli azionisti e partecipazione «differenziata» ai processi decisionali (considerazioni sul cd. *whitewash* nelle società aperte), in *RDS*, 2015, I, 94 ss., ove anche altri esempi normativi di partecipazione differenziata al procedimento decisionale dei soci. La proposta di direttiva, a sua volta, - nel testo da ultimo emendato dal Parlamento europeo – conferisce agli Stati membri la possibilità di adottare un meccanismo simile (*i.e.*, parere contrario della maggioranza dei voti delle parti *non correlate*) per bloccare il compimento di operazioni sottoposte alla votazione cui partecipano le stesse parti correlate [art. 9 c).2]. Si dichiarano favorevoli alla previsione di un meccanismo di approvazione simile a quello di *whitewash* S. BRUNO, F. BIANCONI, *Il voto assembleare*, (nt. 23), 1304 ss.; ID., *Say on Pay in Italian General Meetings*, (nt. 23), 12 ss.

⁴⁶ Più nel dettaglio, l'attuale testo della proposta di direttiva si limita a prevedere che la *policy* dia spiegazioni in merito alle procedure utilizzate nella determinazione delle remunerazioni ed al ruolo svolto dalla *remuneration committee* [art.9 a).3]. Mentre il successivo art. 9 b).1, lett. f) prevede che la relazione sulle retribuzioni debba dare informazioni sul processo decisionale e sul ruolo del comitato per le remunerazioni.

attualmente disciplinata in prevalenza attraverso meccanismi di *soft law*, secondo una logica di *comply or explain*⁴⁷.

Anche per quel che concerne l'enunciazione di criteri oggettivi ed attendibili cui parametrare i compensi degli amministratori, la proposta di direttiva non appare pienamente soddisfacente: tali finalità, infatti, vengono principalmente perseguite tramite il controllo preventivo e successivo dell'assemblea sulla politica retributiva e sulla sua concreta implementazione⁴⁸. In altri termini, il documento in esame sembra concentrarsi prevalentemente sull'aspetto procedimentale relativo al coinvolgimento degli azionisti nel processo decisionale concernente i compensi, piuttosto che sul contenuto di tale *policy* e sull'auspicato allineamento della politica remunerativa ai valori della sostenibilità d'impresa, a differenza di quanto avvenuto in altri provvedimenti legislativi europei (si pensi, ad es., alla precedente Dir. 2013/36/UE, cd. CRD IV)⁴⁹.

⁴⁷ La maggior parte dei Paesi europei prevede, spesso a livello di codici di autoregolamentazione, la costituzione di comitati per le remunerazioni, che, dunque, sono presenti con adeguati livelli di indipendenza in una significativa maggioranza di società europee, anche in ragione del recepimento delle indicazioni di cui alla Racc. 2005/162/CE: v. R. BARONTINI, S. BOZZI, G. FERRARINI, M.C. UNGUREANU, (nt. 6). Per restare in ambito italiano, ad esempio, la costituzione del comitato per le remunerazioni è prevista dal Codice di autodisciplina, che – per le società aderenti al Codice e subordinatamente al principio del *comply or explain* – ne impone la composizione attraverso la partecipazione di soggetti non esecutivi in maggioranza indipendenti (art. 6.P.3). I dati più recenti mostrano che il Comitato per le remunerazioni è stato istituito dalla grande maggioranza delle società quotate italiane (89%) e che la sua composizione è allineata alle raccomandazioni del Codice (*i.e.*, totalità o maggioranza di componenti indipendenti, tra i quali il presidente) nell'86% dei casi [I dati sono tratti dalla già citata relazione di ASSONIME, EMITTENTI TITOLI S.P.A., (nt. 23), 6]. Ciò significa, tuttavia, che il 14% delle società aderenti al Codice ha costituito un comitato non rispondente alle *best practices* volte a tutelare l'indipendenza e/o il carattere non esecutivo dei suoi membri; mentre l'11% delle società quotate non ha neppure costituito il Comitato. In sintesi, in un significativo numero di casi non sembra assicurata la necessaria indipendenza ed imparzialità nella determinazione della politica remunerativa degli amministratori esecutivi. Peraltro, la prassi dimostra come spesso gli amministratori indipendenti siano piuttosto accondiscendenti a causa della forte influenza esercitata in consiglio dagli esecutivi e/o dalla mancanza di informazioni: G. BOFELLI, (nt. 40), 14-15).

⁴⁸ Più precisamente, il testo dell'art. 9 a).3 inizialmente proposto dalla Commissione imponeva la previsione di un limite massimo alla remunerazione complessivamente prevista per gli amministratori. Tale previsione sembra sia stata eliminata perché eccessivamente rigida e potenzialmente pericolosa sotto una duplice prospettiva: (i) l'impossibilità di fare fronte a situazioni inattese, tali da richiedere maggiore flessibilità nella remunerazione dei gestori; e (ii) l'opposta possibilità che la previsione di un limite massimo possa comportare una tendenza all'innalzamento dei compensi fino al raggiungimento del suddetto limite (così la Commissione giudica del Parlamento europeo, Progetto di relazione (Rel. Cofferati), Emendamenti 290-490, del 25 febbraio 2015, in http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2014_2019/documents/juri/am/1051/1051130/1051130it.pdf). Si deve, tuttavia, considerare che il testo proposto dal Consiglio sembrerebbe ipotizzare la reintroduzione dell'indicazione nella *policy* remunerativa circa l'importo massimo di retribuzione.

⁴⁹ V. Direttiva 2013/36/UE, del 26.3.2013, sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE (GUUE L 176/338). Tale provvedimento normativo stabilisce limiti molto stringenti – anche di carattere quantitativo - in materia di remunerazione variabile [v. art. 92 e art. 94, ed in particolare lett. d), e), g), l), m) e n)]. A riprova del fatto che il problema delle remunerazioni dei manager nel settore finanziario è stato particolarmente avvertito, si fa notare che la dir. CRD IV è stata preceduta dalla Dir.

Non manca, a ben vedere, l'enunciazione di principi generali cui la *policy* dovrebbe attenersi, fra i quali, in particolare, la chiara indicazione dei criteri di determinazione della parte fissa e variabile della remunerazione (ed il rapporto tra le stesse), le misure volte ad evitare i conflitti di interesse, la parametrizzazione a criteri finanziari e non per la parte variabile di retribuzione, i metodi di misurazione dei risultati, etc. Tuttavia, si tratta di criteri che, nella loro eccessiva genericità e flessibilità, rischiano di restare privi di carattere realmente precettivo, laddove, invece, sarebbe stata auspicabile l'introduzione di più rigorose previsioni circa la quantificazione dei periodi di *vesting* e/o i tempi di differimento della remunerazione variabile, la previsione di limiti massimi alla retribuzione (eventualmente anche *per relationem*), l'inserimento di *malus* o di clausole di *clawback*, il divieto di corrispondere a titolo remunerativo alcune categorie di strumenti finanziari, nonché, e soprattutto, limiti stringenti in materia di trattamenti di fine rapporto⁵⁰. Simili indicazioni, con tutta evidenza, avrebbero potuto costituire efficaci “paletti” alla discrezionalità di amministratori e soci, sul presupposto della doverosità del perseguimento di un interesse sociale che non si identifichi con la mera volontà della maggioranza assembleare (sul punto v. anche *infra*, § 6)⁵¹.

2010/76/CE del 24.12.2010 (GUUE L329/3, cd. CRD III), a sua volta preceduta dalla Racc. 2009/384/CE del 14.12.2009, relativa alle politiche retributive nel settore finanziario (GUUE L 120/22): in tema v. in generale T. DIJKHUIZEN, *The EU's Regulatory Approach to Banks' Executive Pay: from «Pay Governance» to «Pay Design»*, in *European Company Law*, 11, 1, 2014, 30 ss. Attenta dottrina invita a prestare molta cautela nell'estendere le rigorose previsioni in tema di remunerazioni dettate con riferimento al settore finanziario anche ad altri settori: v. K.J. HOPT, *Corporate governance in Europe*, (nt. 4), 39 ss. Pur condividendo le preoccupazioni sottese ad un'eventuale automatica estensione di tali previsioni a settori differenti da quello finanziario, si evidenzia come il perimetro applicativo degli auspicati standard qualitativo-quantitativi coinciderebbe pur sempre con quello delle società quotate, ovvero con un ambito caratterizzato da forti interessi pubblicistici e generali.

⁵⁰ In effetti, l'attuale testo dell'art. 9 a).3 impone l'indicazione di «*deferral periods, vesting periods for share-based remuneration and retention of shares after vesting, and information on the possibility of the company to reclaim variable remuneration*»; viene, tuttavia, lasciata una totale libertà nell'applicazione di tali criteri: la legge impone solo che siano indicati e comunicati attraverso la *disclosure* della *policy*. A ciò si aggiunga che l'inserimento di clausole di *clawback* rappresenta solo una eventualità, mentre nessuna limitazione/parametrizzazione è prevista con riferimento ai trattamenti di fine rapporto.

⁵¹ Più facilmente, grazie alla preventiva indicazione di criteri vincolanti per amministratori ed assemblea, i soci di minoranza potrebbero ottenere la dichiarazione d'invalidità della relativa delibera assembleare allineata ad una politica remunerativa contrastante con tali criteri. Allo stato della normativa attuale, invece, i rimedi che in Italia si prospettano a vantaggio delle minoranze appaiono insoddisfacenti: basti pensare ai noti problemi probatori legati alla possibilità di ottenere l'annullamento della delibera e l'eventuale risarcimento del danno a fronte di un cd. abuso di maggioranza (fra altre v. Cass. 17 luglio 2007, n. 15942, in *Società*, 2008, 306); mentre l'ipotesi dell'applicazione dell'art. 2373 c.c. – relativo al conflitto di interessi del socio – troverebbe un limitato ambito applicativo coincidente con le ipotesi di socio-amministratore (v. A. GHINI, *I compensi degli amministratori*, Milano, Giuffrè, 2005, 79 ss. e soprattutto 165 ss.; Cass. 3 dicembre 2008, n. 28748, in *Riv. soc.*, 2009, 224; Lodo arbitrale Milano, 30 marzo 2009; Trib. Roma 11 marzo 2005). Peraltro, l'eventuale successo ottenuto sul piano della tutela reale – con conseguente dichiarazione di invalidità della delibera di approvazione della *policy* remunerativa e dei corrispettivi assegnati ai singoli amministratori – avrebbe l'effetto di determinare l'inefficacia dei pagamenti promessi o già eseguiti (e, dunque, la loro eventuale ripetibilità) soltanto nell'ipotesi in cui a monte si sia optato per la natura vincolante di tale deliberazione. In caso contrario, ai soci di minoranza non resterebbe altra soluzione che l'azione risarcitoria nei confronti degli amministratori, la cui azionabilità in concreto ha finito con il rappresentare, nella realtà giuridica italiana, una ipotesi quasi “di scuola” (art. 2393-bis

Sotto tale profilo, è da valutare positivamente la delega agli Stati membri – prevista a seguito di un emendamento del Parlamento europeo – relativa all’emanazione di discipline nazionali in grado di evitare che i criteri finanziari basati sul valore delle azioni e degli strumenti remunerativi di tipo azionario prendano il sopravvento nell’ambito della determinazione della componente variabile della retribuzione [9 a).3]. È evidente, però, che, in assenza di criteri più stringenti, i Paesi europei potrebbero adottare discipline molto diverse le une dalle altre - anche in considerazione della possibilità, attualmente consentita dal testo normativo, di prevedere motivate eccezioni - a scapito dell’uniformità che la direttiva vorrebbe raggiungere⁵².

6. *Alcune sintetiche considerazioni in merito agli interessi degli stakeholders ed al loro coinvolgimento nella determinazione dei compensi degli amministratori.*

Pur con i limiti evidenziati nei precedenti paragrafi, la proposta di direttiva si mostra coerente con il dichiarato obiettivo d’individuare soluzioni efficienti per l’allineamento degli interessi di soci e gestori, contribuendo ad una riduzione degli *agency costs*. In sintesi, gli

c.c.). A ciò si aggiunga che, in mancanza d’indicazioni specifiche e vincolanti in merito alla determinazione dei compensi, sarà viepiù difficoltoso provare che la condotta degli amministratori non sia stata in linea con il parametro di diligenza atteso (in tema A. M. BENTIVEGNA, *Il problema dei compensi. Eccessività sopravvenuta e possibili rimedi*, in *RDS*, 2014, 477 ss. e 508 ss.). Differente la situazione, ad es., nell’ordinamento tedesco, ove ai sensi del riformulato § 116 AktG il consiglio di sorveglianza sarà chiamato a rispondere nei confronti della società dei danni derivanti dalla fissazione di un compenso che non integri i requisiti di adeguatezza di cui al novellato § 87, Abs 1, AktG: la legge tedesca (così come modificata dalla *Gesetz zur Angemessenheit der Vorstandsvergütung – VorstAG* del 5.8.2009) circoscrive la discrezionalità dell’*Aufsichtsrat* nella determinazione del compenso dei consiglieri di gestione, prevedendo che questi non possano senza particolari motivi superare i livelli remunerativi usuali, secondo una prospettiva territoriale e di settore, e che la loro struttura debba essere coerente con una prospettiva di sviluppo dell’impresa nel lungo periodo (§ 87, Abs. 1, AktG). Peraltro, lo stesso articolo prevede che, in caso di deterioramento della situazione economica della società, l’*Aufsichtsrat* valuti una rimodulazione dei compensi fissati, qualora essi si rivelino ingiustificati, rendendo più agevole, rispetto a quanto previsto in passato, la rideterminazione dei compensi già pattuiti. In tema v. M. MILIC, *La remunerazione degli amministratori in Europa: l’intervento del legislatore tedesco*, in *Riv. Bancaria*, 2012, 7 ss.

⁵² In Italia, indicazioni qualitativo-quantitative sulla politica remunerativa sono contenute solo a livello di autoregolamentazione, in larga misura in recepimento delle indicazioni delle Raccomandazioni europee. Il Codice di autodisciplina, infatti, prevede che le società aderenti – pur sempre in una logica di *comply or explain* – si attengano alle seguenti indicazioni nella determinazione della componente variabile della remunerazione: a) la componente fissa e la componente variabile siano adeguatamente bilanciate; b) siano previsti *limiti massimi* per le componenti variabili; c) gli obiettivi di performance siano predeterminati, misurabili e collegati alla creazione di valore per gli azionisti nel medio-lungo periodo; d) la corresponsione di una porzione rilevante della remunerazione variabile sia *differita di un adeguato lasso temporale*; e) l’indennità eventualmente prevista per la cessazione anticipata del rapporto *non superi un determinato importo o un determinato numero di anni di remunerazione*. L’edizione 2014 del Codice raccomanda [criterio 6.C.1. lettera f)], inoltre, la stipula di intese contrattuali che consentano di chiedere la restituzione di componenti variabili della remunerazione versate (*clawback*) o di trattenere somme oggetto di differimento (*malus*), determinate sulla base di dati che si siano rivelati in seguito manifestamente errati. Nonostante tali previsioni, nella prassi (generalmente nei settori non finanziari) si riscontra con una certa frequenza (54 casi, corrispondenti al 24% del totale) la previsione – nella *policy* – della possibilità di erogare bonus *ad hoc*, ossia sulla base non di obiettivi predeterminati ma di valutazioni effettuate *ex post* da parte del CdA: v. ASSONIME, EMITTENTI TITOLI S.P.A., (nt. 23), 84.

strumenti proposti appaiono tutto sommato compatibili con le finalità indicate, seppure non sempre del tutto efficaci (v. §§ 3-5).

È, invece, sotto l'aspetto della tutela degli interessi degli *stakeholders* a vario titolo coinvolti che il testo normativo, nella versione da ultimo proposta dal Parlamento europeo, mostra alcune rilevanti incoerenze. Pur non abbandonando una prospettiva prevalentemente contrattualistica della s.p.a. – evidenziata proprio dall'asserita necessità di un maggiore e più intenso coinvolgimento dei soci –, il testo parlamentare non ignora il problema della protezione degli *stakeholders*, quantomeno nelle sue enunciazioni di principio⁵³. Il concetto stesso di sostenibilità – più volte ribadito – sembra spingersi oltre la concezione di una mera sopravvivenza dell'impresa nel lungo periodo, riecheggiando valori strettamente legati all'economia sociale di mercato ed alla creazione di una società sostenibile in termini di innovazione, lavoro, ambiente, salute, etc.⁵⁴

Di tali considerazioni sembra essersi fatto portavoce il Parlamento europeo, all'intervento del quale si devono le enunciazioni relative agli interessi dei lavoratori, nonché più in generale degli *stakeholders* e della società civile⁵⁵.

⁵³ Solo incidentalmente si osserva che l'enunciazione della tutela degli interessi degli *stakeholders* non è necessariamente in contraddizione con l'adozione di una concezione contrattualistica della s.p.a., specie nelle sue più moderne declinazioni del *nexus of contracts* (v., in particolare, F. DENOZZA, *Quattro variazioni sul tema: «contratto, impresa e società nel pensiero di Carlo Angelici»*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 480 ss.; ID., *Logica dello scambio e «contrattualità»: la società per azioni di fronte alla crisi*, *ivi*, 2015, I, 5 ss.). Si condivide, cioè, l'idea secondo cui la contrapposizione tra «contrattualismo» ed «istituzionalismo» non comporti necessariamente conseguenze rilevanti in relazione alla selezione degli interessi da perseguire (sul punto v. M. LIBERTINI, *Ancora in tema di contratto, impresa e società. Un commento a Francesco Denozza, in difesa dello «istituzionalismo debole»*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 669 ss.). Si pensi che un sistema tipicamente improntato allo *shareholder value* e ad una corrispondente prospettiva contrattualistica, oggi esplicitamente enuncia fra gli obiettivi della società il perseguimento dell'interesse sociale dell'impresa e dei suoi componenti «*as whole*», prendendo in considerazione, tra l'altro, gli effetti delle decisioni nel lungo periodo, l'interesse dei lavoratori, l'impatto ambientale, la reputazione dell'impresa, etc. (sec. 172 *Companies Act* inglese del 2006). Si consideri, comunque, che, secondo l'orientamento dominante, tali interessi vengono presi in considerazione pur sempre se in linea (cioè non contrastanti) con lo *shareholder value*: sul punto v. M.T. MOORE, *United Kingdom. The Scope and dynamics of corporate governance regulation*, in *Comparative Corporate Governance, A Functional and International Analysis*, a cura di A. M. FLECKNER, K. J. HOPT, UK-NY, Cambridge University Press, 2013, 913 ss. Più in generale, per un'analisi delle differenti giustificazioni economico-giuridiche che possono essere alla base della *Corporate Social Responsibility Theory*, nelle sue differenti varianti, v. M. LIBERTINI, *Economia sociale di mercato e responsabilità sociale d'impresa*, in *Rivista ODC*, 2013, 3, <http://rivistaodc.eu/edizioni/2013/3/saggi/libertini-economia-sociale-di-mercato-e-responsabilità-sociale-dell'impresa/#tabsabstract-it-tab>

⁵⁴ Con riferimento ai rapporti tra la teoria della responsabilità sociale d'impresa ed i principi dell'economia sociale di mercato, di cui all'art. 3 T.U.E., v. soprattutto M. LIBERTINI, *Economia sociale di mercato*, (nt. 53).

⁵⁵ Nei considerando introduttivi ci sono alcune enunciazioni di principio che, direttamente o indirettamente, prendono in considerazione gli *stakeholders* nella determinazione della *policy* remunerativa. In linea generale, le modifiche proposte dal Parlamento europeo sono più sensibili verso tale tematica: è stato, ad esempio, previsto l'inserimento di un Cons. (2a), che così dispone: «Greater involvement of shareholders in companies' corporate governance is one of the levers that can help improve the financial and non-financial performance of those companies. Nevertheless, since shareholder rights are not the only long-term factor which needs to be taken into consideration in corporate governance, they should be accompanied by additional measures to ensure a greater involvement of all stakeholders, in particular employees, local authorities and civil society». E si veda anche l'ultima parte del Cons. 8, ai sensi della quale:

Tuttavia, è nella concreta regolamentazione di tali profili che emergono i più rilevanti motivi d'insoddisfazione, dal momento che l'auspicata sostenibilità dell'impresa nel lungo periodo sembra essere demandata unicamente all'incremento dell'attivismo dei soci (*say on pay*), mentre nessun interessamento, neppure in via meramente consultiva, è previsto per le varie categorie di *stakeholders*, ivi incluse quelle potenzialmente più incise dall'ammontare dei compensi dei gestori (*i.e.*, creditori e lavoratori subordinati)⁵⁶. Le pur apprezzabili enunciazioni dei considerando, cioè, non si traducono in alcun potere di azione e/o reazione in favore dei soggetti interessati, neppure nelle più blande forme della consultazione⁵⁷.

Ciò non toglie, comunque, che un coinvolgimento diretto degli *stakeholders* nel processo decisionale inerente le remunerazioni dei gestori possa essere implementato su base volontaria da parte degli Stati membri o delle singole realtà societarie, nella duplice prospettiva di un interessamento “*a laterè*” e specifico tramite forme più o meno cogenti di consultazione aventi ad oggetto la politica retributiva⁵⁸, oppure attraverso tipici strumenti di diritto societario di più generale applicazione, quali l'adozione di modelli di *governance* che prevedano forme di cogestione⁵⁹, l'incentivazione dell'azionariato dei dipendenti, la

«*Proper involvement of stakeholders, in particular employees, should be considered an element of utmost importance in developing a balanced European framework on corporate governance*». Così come un riferimento, seppure incidentale, è contenuto nel testo emendato del Cons. 10 (ove si parla di «*company's accountability to stakeholders and civil society*»), mentre il Cons. n. 15 (ultima parte) così dispone: «*Directors' performance should be assessed using both financial and non-financial performance criteria, including environmental, social and governance factors*» (si tratta di una parte aggiunta dal Parlamento). Lo stesso Parlamento ha inserito nella proposta di direttiva una definizione di *stakeholders*: «*jb) 'stakeholder' means any individual, group, organisation or local community that is affected by or otherwise has an interest in the operation and performance of a company;*» (e con riferimento alla nozione di «*stakeholders*» v. L. LORD, H. MATTHEWS, *Stakeholder Engagement in Environmentally Sensitive Economic Development Projects*, 66 *S.C.L. Rev.* 625, 2015).

⁵⁶ In chiave fortemente critica sul punto, v. A. JOHNSTON, P. MORROW, F. BOLD (nt. 5).

⁵⁷ Più nel dettaglio, le proposte di modifica della Commissione giuridica prevedevano forme di coinvolgimento dei rappresentanti dei lavoratori, sia pure con valenza meramente consultiva, sia nell'elaborazione della politica remunerativa sia nell'esame della relazione annuale sulle retribuzioni (v. Committee on Legal Affairs, Report del 12.5.2015, Rapporteur Sergio Cofferati, A8- 0158/2015); di tali proposte di emendamenti non è, tuttavia, rimasta traccia nel testo da ultimo approvato dal Parlamento europeo. Inoltre, si consideri che i già citati Principi di *corporate governance* dell'OECD, nell'affermare l'importanza della tutela degli interessi degli *stakeholders*, nell'ottica della sostenibilità di lungo periodo dell'impresa, auspicano che il coinvolgimento di questi ultimi avvenga tramite periodiche forme di consultazione, avendo in tal modo la possibilità di manifestare il proprio dissenso agli organi amministrativi e/o alle competenti autorità di settore (20 ss.).

⁵⁸ Si consideri che diritti di informazione e consultazione dei lavoratori e delle loro rappresentanze sono previsti dalla Direttiva 94/45/CE del Consiglio, del 22.9.1994, riguardante l'istituzione di un comitato aziendale europeo o di una procedura per l'informazione e la consultazione dei lavoratori nelle imprese e nei gruppi di imprese di dimensioni comunitarie (GUUE L 254 del 30/09/1994, 64); e dalla Direttiva 2002/14/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell'11.3.2002, che istituisce un quadro generale relativo all'informazione e alla consultazione dei lavoratori (GUUE L 080 del 23/03/2002, 29). Si tratta, tuttavia, di istituti che, allo stato attuale, non hanno avuto un significativo ambito di applicazione e che riguardano per lo più materie strettamente legate al mondo del lavoro (e non relative, più in generale, all'amministrazione della società).

⁵⁹ Il riferimento è naturalmente in prima battuta al sistema dualistico tedesco; tuttavia, anche altri Paesi europei, prevedono, in determinate circostanze, forme meno intense di coinvolgimento decisionale dei lavoratori o delle loro rappresentanze nelle decisioni di alta amministrazione (es. Olanda, Francia, Norvegia, Svezia, Finlandia e

rappresentanza nell'organo amministrativo e/o di controllo di determinate categorie di portatori di interessi, etc.⁶⁰.

In alternativa all'attribuzione di poteri diretti d'intervento in favore dei differenti *stakeholders* nel processo decisionale inerente le politiche retributive e la relativa implementazione, il legislatore europeo avrebbe potuto prevedere l'obbligatoria correlazione del compenso degli amministratori al raggiungimento - o quantomeno al perseguimento - di obiettivi legati a temi sociali e/o la parametrizzazione delle suddette remunerazioni a variabili non meramente legate all'andamento economico-finanziario dell'impresa. In proposito, si noti che il testo inizialmente proposto dalla Commissione prevedeva che la *policy* sulle remunerazioni indicasse altresì «*the ratio between the average remuneration of directors and the average remuneration of full time employees of the company other than directors and why this ratio is considered appropriate*» [art. 9 a), vecchio testo]. Una simile indicazione – la cui funzione era da ravvisare proprio nell'opportunità di stabilire soglie di remunerazione dei gestori coerenti (o, comunque, non troppo distanti) con la retribuzione media dei lavoratori subordinati - è stata poi eliminata dal Parlamento europeo, in linea con le indicazioni provenienti dal Consiglio; così che l'unica ipotesi d'indiretto interessamento dei dipendenti delle società è attualmente rappresentata dalla necessità che la *policy* remunerativa tenga conto delle loro condizioni lavorative e retributive [art. 9 a).3] e che la relazione sulle retribuzioni si limiti ad indicare *ex post* il rapporto tra l'incremento medio delle remunerazioni dei lavoratori e quello dei compensi dei gestori [art. 9 b).1, lett b)]. È venuta meno, dunque, la necessaria preventiva indicazione del rapporto tra la media delle retribuzioni da lavoro subordinato e quella dei compensi degli amministratori, così come la necessaria giustificazione della ragionevolezza di tale rapporto. Nessun'altro riferimento ad interessi di particolari categorie di soggetti esterni alla società è presente nell'articolato della proposta di direttiva, nonostante le enunciazioni del Parlamento europeo contenute nelle sue disposizioni introduttive (v., in particolare, il Cons. 15).

In linea più generale, dunque, alla luce del testo attuale della proposta di direttiva - e nonostante le sue enunciazioni preliminari - non sembra ravvisabile alcun principio che possa concretamente imporre agli amministratori, investiti del compito di predisporre la politica remunerativa, ed all'assemblea, chiamata ad esprimersi su tale *policy*, il perseguimento degli interessi degli *stakeholders* nella determinazione dei compensi degli amministratori⁶¹: in altri

Danimarca): K.J. HOPT, *Comparative corporate governance*, (nt. 5), 75 ss., il quale, peraltro, evidenzia come in Germania i lavoratori non si siano dimostrati particolarmente interessati ad ottenere remunerazioni più basse per i manager (78).

⁶⁰ Quanto alle possibili modalità di coinvolgimento degli *stakeholders* su base volontaria da parte delle singole società v. J. BLOUNT, *Creating a Stakeholder Democracy under Existing Corporate Law*, in 18 *U. Pa. J. Bus. L.*, 365, 2016 (con considerazioni relative al sistema U.S.A., ma in gran parte riferibili anche alle realtà societarie europee).

⁶¹ In sintesi, la politica europea resta ancorata ad una concezione meramente volontaristica della responsabilità sociale di impresa (CSR): in chiave critica v. F. DENOZZA, A. STABILINI, *The Shortcomings of Voluntary Conceptions of CSR*, in *Rivista ODC*, 2013, 2, <http://rivistaodc.eu/edizioni/2013/2/saggi/the-shortcomings-of-voluntary-conceptions-of-csr/#tabsabstract-it-tab>; B. CLARKE, *The EU's Shareholder Empowerment Model in the Context of the Sustainable Companies Agenda*, in *European Company Law*, 2, 2014, 103 ss. Sulla possibilità delle società di auto-

termini, sembra di poter affermare non soltanto che gli amministratori non sono obbligati a progettare la politica remunerativa tenendo in considerazione gli *stakeholders*, ma altresì che i soci possano legittimamente dissentire rispetto ad una *policy* che ritengano svantaggiosa per i loro interessi a causa dell'adozione di misure a favore di soggetti terzi, eventualmente assumendo i relativi provvedimenti (ad es., manifestazione assembleare di dissenso, nonché – sempre che ne ricorrano i presupposti - revoca degli amministratori e/o azione di responsabilità nei loro confronti)⁶².

Da quest'ultimo punto di vista, in particolare, non si può fare a meno di notare come – in assenza di un'esplicita opzione del legislatore circa l'eventuale conflitto tra gli interessi dei soci e quelli degli *stakeholders* – la soluzione interpretativa preferibile sia quella più conservativa, alla luce della quale la determinazione di una politica retributiva che possa essere considerata vantaggiosa per gli *stakeholders* è da ritenere legittima da parte degli amministratori solo nella misura in cui non pregiudichi lo *shareholder value*, seppure da interpretare in un'ottica di lungo periodo. Ma, nel sostanziale silenzio legislativo, tale pur auspicabile contemperamento dei contrapposti interessi viene interamente demandato alla discrezionalità degli amministratori e dell'assemblea.

In quest'ottica, non è trascurabile la considerazione secondo cui l'introduzione di strumenti volti a tutelare in modo esplicito interessi esorbitanti il cd. *shareholder value* avrebbe presumibilmente richiesto l'adozione di delicate e complesse scelte di politica legislativa, nonché a monte una ben definita valutazione in merito alla stessa nozione di interesse sociale⁶³. Ed è verosimile, peraltro, che il testo di modifica della *Shareholder Rights Directive* non sia stato considerato come la sede più adatta per l'adozione di simili opzioni normative.

Tuttavia, nella più ristretta prospettiva della determinazione dei compensi dei gestori, è ragionevole ritenere che gli interessi degli *stakeholders* – quantomeno di quelli più direttamente coinvolti nelle politiche remunerative (*i.e.*, creditori e lavoratori) - finiscano sostanzialmente con l'essere riconducibili alla fissazione di compensi ragionevoli ed in linea

vincolarsi al rispetto di interessi estranei allo *shareholder value*, eventualmente tramite l'adesione, su base volontaria, a codici etici: C. ANGELICI, *Responsabilità sociale dell'impresa, codici etici e autodisciplina*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 159 ss. Un chiaro passo in avanti nella direzione della CSR è stato rappresentato dall'approvazione della *Direttiva 2014/95/UE recante modifica della direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e di taluni gruppi di grandi dimensioni*, 22.10.2014 (GUUE L 331/1), che obbliga le imprese più rilevanti a fornire al pubblico informazioni circa la politica adottata in materia ambientale, sociale, attinente al personale, al rispetto dei diritti umani, alla lotta alla corruzione, etc.

⁶² In tema, v. F. DENOZZA, *L'interesse della società e la responsabilità sociale di impresa*, in *Bancaria*, 2005, 18 ss.

⁶³ In argomento, v. gli spunti proposti da P. MONTALENTI, *Crisi finanziaria, struttura dell'impresa, corporate governance*, in *Rivista ODC*, 2013, 1, http://rivistaodc.eu/media/25979/montalenti_crisifinanziaria.pdf. Il tema è destinato a divenire di grande attualità in Italia in considerazione dell'introduzione delle cd. società benefit ad opera della legge di Stabilità 2016 (commi 376 e seguenti). Solo incidentalmente, si fa presente che, alla luce di tali disposizioni, sarà possibile indicare nell'oggetto sociale di qualsiasi tipologia di società (società di persone, società di capitali, cooperative) che la società si propone di perseguire - oltre allo scopo di distribuire gli utili ai suoi soci - anche «una o più finalità di beneficio comune» operando «in modo responsabile, sostenibile e trasparente nei confronti di persone, comunità, territori e ambiente, beni e attività culturali e sociali, enti e associazioni e altri portatori di interesse».

con gli obiettivi di lungo periodo dell'attività d'impresa, ovvero con quelle finalità che la proposta di direttiva sembra pacificamente ascrivere alla stessa nozione di interesse sociale.

Da questo punto di vista, dunque, le critiche che possono essere mosse all'attuale testo normativo riecheggiano in linea generale quanto già detto con riferimento al problema della tutela delle minoranze: i parametri qualitativo-quantitativi cui ancorare la politica di determinazione delle remunerazioni appaiono eccessivamente blandi e flessibili, tali da assolvere prevalentemente ad un ruolo informativo nei confronti dei soci piuttosto che ad una funzione d'indirizzo per il consiglio di amministrazione (v. *supra* § 5)

Al contrario, la fissazione legislativa di criteri più stringenti cui parametrare i compensi dei gestori avrebbe avuto l'effetto di costringere amministratori e soci di maggioranza ad adottare politiche più virtuose nella determinazione delle remunerazioni, così contribuendo a tutelare – seppure indirettamente - i soci di minoranza e gli altri *stakeholders* in una prospettiva di efficienza dell'impresa nel lungo periodo⁶⁴.

⁶⁴ Quanto da ultimo affermato non appare in contraddizione con quanto precedentemente sostenuto in merito ad un proficuo ed attivo coinvolgimento degli azionisti nella determinazione della politica remunerativa. Non si trovano pienamente convincenti, infatti, le argomentazioni di coloro che ritengono più coerente con la tutela degli *stakeholders* il potenziamento del ruolo degli amministratori a scapito dei soci: così v., di recente, ASPLUND, (nt. 5), 286 ss. e in precedenza S.M. BAINBRIDGE, *Director Primacy*, 2010, UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper No. 10-06, reperibile in internet al seguente indirizzo: <http://ssrn.com.14feb-youth.com/abstract=1615838>; mentre nel senso del testo, v. BEBCHUK, *The case for increasing*, (nt. 19), 907 ss. Nell'auspicata eventualità che gli interessi degli *stakeholders* vengano presi in considerazione – legislativamente o statutariamente dalle singole società – anche gli azionisti, chiamati a deliberare sulla politica remunerativa, ne sarebbero vincolati, conservando, tuttavia, pur sempre una certa discrezionalità nel decidere se la suddetta *policy* sia o meno coerente con tutti gli interessi tutelati (ivi incluso, naturalmente, lo *shareholder value*).