

XI CONVEGNO ANNUALE DELL'ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI
PROFESSORI UNIVERSITARI
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"

*"ORGANIZZAZIONE, RIORGANIZZAZIONE E RISTRUTTURAZIONE
DELL'IMPRESA NEL DIRITTO INTERNO E NELLA DIMENSIONE
TRANSNAZIONALE"*.

Roma, 14-15 febbraio 2020

ILARIA CAPELLI

La sostenibilità ambientale e sociale nelle politiche di remunerazione degli amministratori delle società quotate: la rilevanza degli interessi degli *stakeholder* dopo la SHRDII¹.

SOMMARIO: 1. L'attenzione per le politiche di remunerazione. - 2. La rilevanza degli interessi riferibili agli *stakeholder*: le più recenti linee di tendenza. - 3. Brevissimi cenni al quadro normativo italiano. - 4. Gli "attori" nella protezione degli interessi degli *stakeholder*. - 5. Il ruolo dei soci. - 6. Il ruolo degli amministratori. - 7. La selezione degli interessi rilevanti.

1. L'attenzione per le politiche di remunerazione.

Negli ultimi anni si registra una crescente attenzione verso le politiche di remunerazione che, insieme ai compensi individuali del personale più rilevante, sono oggetto di specifici e dettagliati obblighi di trasparenza². In virtù di queste regole, il tema dei compensi non

¹ Lo scopo di questa analisi consiste nell'esaminare il ruolo delle nuove regole in tema di remunerazione degli amministratori delle società quotate, dopo l'attuazione della SHRDII, in relazione al perseguimento di finalità diverse rispetto alla massimizzazione del profitto e riconducibili agli interessi degli *stakeholder*. A questo fine, dopo un inquadramento delle nuove regole nell'ambito delle più recenti linee di tendenza sul tema (anche in termini comparatistici), si approfondiscono i diversi ruoli che assumono, in questo genere di vicende, gli *stakeholder*, i soci e, in particolare, gli amministratori, ai quali sono indirizzate le forme di remunerazione legate al perseguimento di istanze diverse rispetto alla massimizzazione del profitto, quali la sostenibilità sociale e ambientale.

² La disciplina in materia di trasparenza delle politiche di remunerazione, contenuta nell'art. 123 *ter* t.u.f. è relativamente recente, essendo entrata in vigore a

appartiene più, come in passato, all'ambito delle notizie riservate³, né può essere fatto oggetto di un atteggiamento riferibile al celebre motto *never explain, never apologize*⁴; al contrario, l'art. 123 *ter* t.u.f. consegna agli azionisti e al mercato dettagliati strumenti per il monitoraggio delle politiche di remunerazione e della relativa attuazione⁵.

Le nuove regole si fondano sulla consapevolezza circa gli effetti delle politiche di remunerazione sui processi decisionali: le politiche di remunerazione, infatti, non solo rappresentano la sintesi di decisioni strategiche, ma sono anche in grado di produrre effetti sul procedimento di assunzione delle decisioni degli amministratori e sulla propensione al rischio; al contempo, esse, come si avrà occasione di osservare, possono anche contribuire a dare rilevanza agli interessi delle diverse categorie di soggetti che, a vario titolo, subiscono le decisioni della società⁶.

seguito dell'art. 24 l. 4 giugno 2010, n. 96, che ha delegato il governo per l'attuazione delle Raccomandazioni della Commissione 2004/913/CE e 2009/385/CE (d.lgs. 30 dicembre 2010, n. 259).

³ Con riferimento al tema della pubblicazione delle remunerazioni degli amministratori si è persino parlato di notizie che avrebbero dovuto essere confinate nella ben diversa categoria del "gossip": cfr. COLOMBO, *Il bilancio di esercizio*, in *Trattato delle s.p.a.*, 7, Torino, 1994, 150 e ENRIQUES, *Corporate Governance Reforms in Italy: what has been done, what is left to do*, in *European business organisation Law*, 10, 2009, 490.

⁴ Si veda, per il riferimento al celebre motto attribuito al direttore della Banca d'Inghilterra negli anni tra le due guerre mondiali, CHILOIRO, *La remunerazione degli amministratori delle banche: profili di diritto societario*, Banca, impresa, società, 2017, 81, *ivi* 83, nt. 8.

⁵ Cfr. VITALI e MIRAMONDI, *La remunerazione degli amministratori di società quotate tra equilibrio degli interessi in gioco e assetti proprietari concentrati*, in *Diritto bancario*, 4, 2014, in www.dirittobancario.it. Il legislatore, quindi, fa propria l'idea secondo cui le politiche di remunerazione debbano essere esplicitate, in quanto ciò consente di verificare, ad esempio, se gli incentivi previsti per gli amministratori esecutivi sono in grado di allineare gli interessi di questi ultimi con quello degli azionisti e se, in generale, la remunerazione risulta coerente con la redditività a lungo termine dell'impresa nel suo complesso. Cfr. KRAAKMAN *et al.*, *The Anatomy of Corporate Law. A Comparative and Functional Approach*, II ed. Oxford, 2009, 75 ss.; FERRARINI e MOLONEY, *Remunerazione degli amministratori esecutivi e riforma del governo societario in Europa*, in *Riv. soc.*, 2005, 590; si veda, altresì, l'art. 6.P.2. del Codice di autodisciplina delle società quotate: "la remunerazione degli amministratori esecutivi e dei dirigenti con responsabilità strategiche è definita in modo tale da allineare i loro interessi con il perseguimento dell'obiettivo prioritario della creazione di valore per gli azionisti in un orizzonte di medio-lungo periodo".

⁶ A conferma della centralità del tema delle remunerazioni, anche in considerazione del perseguimento di finalità relative alla crescita sostenibile, si pongono le dichiarazioni che accompagnano il Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile della Commissione Europea (8 marzo 2018), dalle quali si evince che la remunerazione

La crescita della consapevolezza circa la centralità delle politiche di remunerazione e la loro rilevanza per il mercato sono rese evidenti dall'intensificarsi dell'attenzione verso questi temi negli ultimi quindici anni: la recente modifica dell'art. 123 *ter* t.u.f. ad opera dell'art. 3, d.lgs. 10 maggio 2019, n. 49, che attua la Direttiva 2017/828/UE (SHRDII), rappresenta il punto di approdo di una vicenda il cui momento iniziale può essere convenzionalmente fatto coincidere con la Raccomandazione 2004/913/CE che, tra i diversi obiettivi perseguiti, annovera la trasparenza della politica di remunerazione seguita dalla società. In seguito, si è aggiunta la Raccomandazione 2009/385/CE che, nel proseguire nell'ampliamento degli ambiti di trasparenza, favorisce un maggiore controllo da parte degli azionisti e, soprattutto, interviene nel merito delle politiche di remunerazione, giungendo a fissare i principi di "*sana*" politica retributiva.

La SHRDII, nel modificare la Direttiva 2007/36/UE (SHRD) in tema di incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti, arricchisce, sotto il profilo della trasparenza, quanto in precedenza previsto dalle altre fonti europee, imponendo alla società di elaborare una politica di remunerazione degli amministratori che deve essere "*chiara e comprensibile*" e soprattutto completa. Ma ciò che risulta particolarmente innovativo attiene alle previsioni che riguardano il merito delle politiche di remunerazione, in quanto l'art. 123 *ter*, comma 3 *bis*, t.u.f., come modificato a seguito dell'attuazione della SHRDII, ora delinea la politica di remunerazione quale elemento che contribuisce "*alla strategia aziendale, al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società*"⁷.

Ci si domanda quale sia il significato da attribuire ai concetti appena richiamati, quali la "*strategia aziendale*" e gli "*interessi a lungo termine*": in termini generali, si può ritenere che essi consentano di salvaguardare la tutela degli interessi degli azionisti, a fronte di possibili azioni e decisioni degli amministratori volte a massimizzare i soli

degli amministratori esecutivi gioca un ruolo fondamentale nell'assicurare l'inclusione dei temi sociali ed ambientali nel procedimento di assunzione delle decisioni.

⁷ In questa prospettiva, il nuovo art. 123 *ter* t.u.f. converge verso quanto già previsto da alcune norme di settore (come, nel settore bancario, la CRD VI; nel settore del risparmio gestito, la Direttiva UCITS V e il Regolamento congiunto della Banca d'Italia e della Consob del 30 ottobre 2007, modificato con atto del 27 aprile 2017 e, nel settore assicurativo, il Regolamento IVASS del luglio 2018, n. 38) che vedono la remunerazione quale fattore fortemente incidente sui processi di adozione delle decisioni strategiche e in grado di influenzare le modalità di gestione del rischio d'impresa.

guadagni immediati e, di conseguenza, ad attivare i relativi meccanismi premiali, a scapito di una razionale gestione delle risorse della società.

Più complessa risulta essere la ricostruzione del significato da attribuire, nel contesto dell'art. 123 *ter* t.u.f., alla *"sostenibilità della società"*. Essa, nei termini di una lettura che voglia attribuirle un significato proprio, si distingue dal *"perseguimento degli interessi a lungo termine"* e si pone quale punto d'arrivo di una linea ideale che, partendo dalla *"strategia aziendale"*, rivolta naturalmente al perseguimento degli obiettivi prefissati dell'ente, incontra il *"perseguimento degli interessi a lungo termine"*, in grado di allineare gli interessi degli amministratori con quelli dei soci, per arrivare infine alla *"sostenibilità della società"*, che dà rilievo all'ambiente in cui la società opera e, in ipotesi, anche agli interessi delle categorie di *stakeholder*, di volta in volta ritenute rilevanti nella politica di remunerazione.

Questa proposta interpretativa trova testuali conferme nel corpo della SHRDII, di cui appunto il nuovo art. 123 *ter* t.u.f. costituisce l'attuazione: nell'introdurre il nuovo art. 9 *bis*, comma 6, la Direttiva, infatti, attribuisce alla politica di remunerazione il compito di contribuire *"alla strategia aziendale, agli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società"*; al contempo si aggiunge che la politica di remunerazione stessa *"spiega come è stato tenuto conto del compenso e delle condizioni di lavoro dei dipendenti della società nella determinazione della politica di remunerazione"* e, infine, con specifico riferimento alla remunerazione variabile, si prevede che siano indicati *"i criteri da utilizzare basati sui risultati finanziari e non finanziari, tenendo conto, se del caso, dei criteri relativi alla responsabilità sociale d'impresa"*. Il Ventinovesimo Considerando della SHRDII, inoltre, richiama la necessità, con riferimento alla politica di remunerazione, che i risultati degli amministratori siano *"valutati utilizzando criteri sia finanziari sia non finanziari, inclusi, ove del caso, fattori ambientali, sociali e di governo"*.

Da questi elementi si evince una presa di posizione netta in merito al dibattito sulle remunerazioni dei CEO, da considerare come un elemento rilevante per il mercato, ma soprattutto si assiste all'ingresso, nella politica di remunerazione, di criteri riconducibili alla sostenibilità ambientale e sociale. Assume, pertanto, rilievo, nella determinazione della politica di remunerazione, accanto alla sostenibilità economica, vale a dire la capacità di generare in modo duraturo un guadagno, la sostenibilità ambientale, intesa come la capacità di mantenere nel tempo qualità e

riproducibilità delle risorse naturali, di preservare la diversità biologica e di garantire l'integrità degli ecosistemi; a ciò si aggiunge la sostenibilità sociale, giusta il riferimento espresso al compenso e alle condizioni di lavoro dei dipendenti della società, da intendersi come capacità di garantire l'accesso a beni considerati fondamentali (sicurezza, salute e istruzione) e a condizioni di benessere (divertimento, socialità, serenità), in modo equo, con riferimento a questa generazione e alle generazioni future.

L'ingresso di questi nuovi criteri nel nostro ordinamento è, inoltre, promosso grazie alla nuova formulazione dell'art. 123 *ter* t.u.f. (in particolare il comma 7) che prevede l'emanazione di un regolamento Consob⁸ per il cui contenuto, con riferimento alle informazioni da includere nella prima sezione della Relazione e alle caratteristiche della politica di remunerazione, si richiama il già evocato art. 9 *bis* SHRD: il potere regolamentare risulta in questo modo orientato verso l'accoglimento di numerosi principi, fra i quali il perseguimento degli interessi a lungo termine della società, nonché, come già evidenziato, la necessità che il complesso delle informazioni rivolte agli azionisti e al pubblico includa la metodologia utilizzata per tenere conto *“del compenso e delle condizioni di lavoro dei dipendenti della società nella determinazione della politica di remunerazione”* (art. 9 *bis*, comma 6), quale elemento che contribuisce a rivelare il grado di sostenibilità dell'impresa e, in particolare, la sostenibilità sociale.

Se si confronta quanto ora previsto dalla SHRDII con le precedenti fonti europee, si evince, dunque, una maggiore completezza del concetto di *“sostenibilità”* rispetto al passato, in cui si registrava la sovrapposizione con il perseguimento degli interessi a lungo termine della società, inclusa la *compliance* normativa, essenzialmente destinata ad evitare i rischi di carattere legale e reputazionale: la Raccomandazione 2009/385/CE, al par. 3.2, infatti, prevede che *“I criteri in materia di risultati devono promuovere la sostenibilità a lungo termine della società e includere criteri non finanziari che siano pertinenti per il valore aggiunto a lungo termine della società, come il rispetto delle norme e delle procedure in vigore”*; nella stessa Raccomandazione, nel Sesto Considerando, la struttura della

⁸ Regolamento da adottare sentite Banca d'Italia e Ivass, per quanto riguarda i soggetti rispettivamente vigilati.

remunerazione degli amministratori risulta destinata a promuovere “*la sostenibilità a lungo termine della società*”.

Il più completo concetto di sostenibilità contenuto nella SHRDII implica l'utilizzo, nella determinazione della politica di remunerazione, di criteri basati su risultati anche non finanziari, con un espresso collegamento “*se del caso*” con i “*criteri relativi alla responsabilità sociale d'impresa*” (v. il già richiamato art. 9 *bis*, comma 6, SHRD). Il legislatore comunitario e nazionale si sta, dunque, occupando in modo significativo del contenuto della politica della remunerazione, introducendo un concetto di sostenibilità che si emenda dal mero approccio di lungo periodo e si dispiega verso la protezione di esigenze condivise dagli *stakeholder*, come ad esempio la sostenibilità ambientale, sociale, la tutela del personale e il rispetto dei diritti umani.

Per questa ragione, l'interpretazione delle norme e il corretto adempimento degli obblighi da esse conseguenti discendono dal significato giuridico che può essere attribuito alla sostenibilità nel contesto dell'organizzazione sociale⁹. In altri termini, risulta opportuno analizzare gli effetti, sull'organizzazione sociale, dell'introduzione nella legge di nuovi valori e concetti che danno rilevanza ad interessi esterni rispetto alla società, riferibili all'ampia e non omogenea platea degli *stakeholder*.

2. La rilevanza degli interessi riferibili agli stakeholder: le più recenti linee di tendenza.

⁹ Il riferimento alla sostenibilità introduce, nelle regole in materia di remunerazione degli amministratori e, conseguentemente, nell'organizzazione societaria, un concetto nato fuori dall'ambito giuridico e che esprime uno scopo collettivo, al quale mirano anche enti sovranazionali. In estrema sintesi, un riferimento allo sviluppo sostenibile è rinvenibile nelle Linee Guida dell'OCSE del 2011, destinate alle imprese multinazionali, le quali sono sollecitate a “*tenere pienamente conto delle politiche in atto nei paesi in cui operano e prendere in considerazione i punti di vista degli altri stakeholder*”, ovvero i lavoratori, l'ambiente, i consumatori, i clienti, i fornitori, i concorrenti, la comunità, ecc. Riferimenti allo sviluppo sostenibile sono presenti nel Trattato di Amsterdam del 1997 (Art. 2.2. del Trattato di Amsterdam che modifica l'art. 2 del Trattato dell'Unione Europea), nel Trattato di Lisbona del 13 dicembre 2007 (punto 4 delle Disposizioni Generali del Trattato di Lisbona che modifica il TUE) e nel Tfeue (art. 11 Tfeue, ex articolo 6 del TCE). Per le fonti primarie italiane, si può ricordare l'art. 1 della legge 36/1994 (c.d. “*legge Galli*”), sull'utilizzo e il riutilizzo delle fonti idriche e la Strategia d'azione ambientale per lo sviluppo sostenibile in Italia del 2002, elaborata dal Ministero dell'Ambiente e della Tutela del Territorio, in accordo all'Agenda 21 e il D.lgs. n. 152, del 3 aprile 2006.

La sostenibilità sociale e ambientale è richiamata dalla SHRDII in un contesto in cui gli interessi degli *stakeholder* acquisiscono una rilevanza finora sconosciuta¹⁰.

Recente esempio della specifica attenzione per questi temi è lo *Statement on the purpose of a corporation* della *Business Roundtable* del 19 agosto 2019¹¹, in cui emerge l'intenzione dei firmatari di creare valore per tutti gli *stakeholder* dell'impresa societaria: soci, clienti, lavoratori, fornitori, comunità. Nello *Statement*, infatti, si legge che l'impresa "*can focus on creating long-term value, better serving everyone – investors, employees, communities, suppliers and customers*", mentre il successo delle società è messo sullo stesso piano di quello delle comunità di riferimento e del Paese¹². A ciò si aggiunge, nello scorso gennaio 2019, la recente Lettera del CEO di Blackrock, L. Fink, indirizzata agli amministratori delegati delle principali società del mondo, in cui si afferma categoricamente che: "*Companies that fulfill their purpose and responsibilities to stakeholders reap rewards over the long-term. Companies that ignore them stumble and fail*"¹³.

Questi importanti segnali, mediante i quali la grande impresa sembra rivendicare un ruolo centrale sul piano politico e sociale di fronte al declino degli Stati, in difficoltà nel garantire adeguati livelli di *welfare*, costituiscono i momenti più recenti ed eclatanti di una linea di tendenza che, negli Stati Uniti, è formata anche dalle *constituency statutes*, o

¹⁰ Per quanto riguarda la pubblica opinione, basti ricordare il recente numero dell'*Economist* dal titolo "*What are company for? Big business, shareholders and society*", del 24 agosto 2019, in cui un'intera sezione della rivista risulta dedicata alle nuove politiche imprenditoriali che tengono in considerazione non solo gli interessi degli azionisti, ma anche quelli dei clienti, dei dipendenti, dei fornitori e delle comunità di riferimento.

¹¹ Lo *Statement*, sottoscritto dai CEO delle più importanti società statunitensi è reperibile in <https://opportunity.businessroundtable.org/>.

¹² Questa dichiarazione, probabilmente supportata dalla consapevolezza che le questioni sociali poste dalla crescente disuguaglianza e i problemi ambientali non possono essere ignorati, anche in una logica completamente votata alla preservazione e alla crescita dell'impresa, rappresenta un forte e definitivo punto di distacco rispetto alla *Shareholder Theory* che ha come capofila M. FRIEDMAN (*The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*, *The New York Times Magazine*, 13 settembre 1970). Per una recente critica della *Shareholder Primacy* e la proposta di un approccio rivolto agli stakeholder, rinvio a PALLADINO, *Ending Shareholder Primacy in Corporate Governance*, Roosevelt Institute Working Paper, Roosevelt Institute, Feb. 2019, in www.rooseveltinstitute.org.

¹³ Documento reperibile in www.blackrock.com; anche la Lettera del 2018 si pone sulla medesima linea di pensiero, valorizzando, in particolare, la strategia di lungo periodo come essenziale per affrontare le sfide potenziali; strettamente legata alla strategia di lungo periodo è la considerazione dell'impatto sociale dell'iniziativa economica.

stakeholder statutes, in presenza delle quali gli amministratori, nell'adottare le decisioni imprenditoriali, possono tenere in considerazione interessi estranei rispetto a quelli dei soci¹⁴. A questo proposito, inoltre, sempre negli U.S.A., stanno facendosi strada proposte volte ad affrontare a livello federale la questione, come avviene per il progetto Warren, *Accountable Capitalism Act* del 2018 (115th Congress, 2017-2019, S. 3348), in cui gli scopi della *corporation* includono la creazione di un *general public benefit*¹⁵.

Nel Regno Unito, inoltre, il legislatore, nella *Section 172* del *Companies Act* del 2006, valorizza gli interessi degli *stakeholder*, delineando i doveri degli amministratori in modo da rivolgerli verso la promozione del successo della società *for the benefit of its members as a whole*, considerando, fra l'altro, anche gli interessi dei dipendenti, le conseguenze delle decisioni nel lungo termine, nonché l'impatto sull'ambiente e sulla reputazione della società¹⁶.

L'attribuzione di rilevanza giuridica ad interessi diversi rispetto a quelli dei soci circa la redditività e il valore delle loro partecipazioni si registra anche, in tempi molto recenti, nel vicino ordinamento francese. L'art. 169 della *Loi Pacte (Plan d'action pour la croissance et la transformation des entreprises)*, loi n. 2019-486 del 22 maggio 2019, volta ad attenuare o eliminare una serie di formalità cui sono tenute le imprese, ha modificato l'art.1833 del *Code Civil*, introducendo la previsione secondo cui "*La société*

¹⁴ Molti Stati degli U.S.A. hanno approvato *Constituency Statutes* per mezzo delle quali sono consentiti obblighi fiduciari a favore degli stakeholder; in argomento, rinvio a BISCONTI, *The Double Bottom Line: Can Constituency Statutes Protect Socially Responsible Corporations Stuck in Revlon Land*, in *Loyola Los Angeles Law Review*, 2009, 765 ss.; si veda, altresì, ANGELICI, *La società per azioni e gli "altri"*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, in ricordo di P.G. Jaeger, Milano, 2010, 45 ss.

¹⁵ L'*Accountable Capitalism Act* impone agli amministratori il dovere di creare "*a general public benefit*", con riferimento agli *stakeholder*, inclusi gli azionisti, i dipendenti, l'ambiente, tutelando così gli interessi dell'impresa nel lungo periodo. È interessante rilevare che, fra le altre disposizioni, l'*Accountable Capitalism Act* contiene anche una sezione dedicata alle politiche di remunerazione e volta a disincentivare i pagamenti in azioni per i top manager, limitando la possibilità di rivendere a breve termine i titoli ricevuti in forma di bonus o stipendio.

¹⁶ Questa soluzione normativa risulta ispirarsi ai principi della *Enlightened shareholder value* (ESV) che prevede la promozione del benessere degli azionisti nell'ambito di un orientamento verso il lungo periodo, favorendo la crescita sostenibile e compatibile con una responsabile attenzione verso un'ampia serie di interessi rilevanti degli *stakeholder*: WILLIAMS, *Enlightened shareholder value in UK Company Act*, in *UNSW Law Journal*, 2012, 360.

est gérée dans son intérêt social, en prenant en considération les enjeux sociaux et environnementaux de son activité”.

Nell’ordinamento francese, dunque, la gestione della società deve prendere in considerazione le questioni sociali e ambientali¹⁷. Lo stesso legislatore conferma che l’iniziativa rappresenta una forma di adeguamento normativo alle linee di tendenza più recenti che danno rilevanza agli interessi diversi rispetto a quelli dei soci: nell’*“Exposé des motifs”*, infatti, il legislatore francese ammette di introdurre nel *Code civil* orientamenti già presenti nella giurisprudenza¹⁸.

In particolare, con riferimento alla scelta degli interessi “esterni” da tutelare, il nuovo art. 1835 *Code civil* si caratterizza per il fatto di permettere di inserire, negli statuti, una *raison d’être* che, affiancandosi alla “*raison d’avoir*”¹⁹ vada a indicare i valori cui si ispira la persona giuridica, creando in questo modo un vincolo specifico, e dichiarato, fra le imprese e gli interessi degli *stakeholder* di riferimento²⁰.

¹⁷ Nei lavori preparatori (Loi n. 2019-486 del 22 maggio 2019, “*relative à la croissance et la transformation des entreprises*”, *Exposé des motifs*, reperibile in <http://www.legifrance.gouv.fr/>) si precisa che l’intento della legge è volto non a fornire una definizione rigida, bensì a consacrare la nozione di interesse sociale. Si osserva, altresì, che il riconoscimento della rilevanza delle questioni sociali e ambientali rappresenta un aspetto fondamentale della gestione delle società, in quanto ciascun amministratore si deve porre di fronte alle richiamate questioni e considerarle con attenzione nell’interesse della società, nel momento in cui si accinge ad assumere decisioni gestionali. La mancata definizione dei contenuti riferibili alle questioni sociali e ambientali è oggetto di critiche da parte della dottrina francese, la quale osserva che, nonostante il tentativo ambizioso di concretizzare nella legge i principi della CSR, le nuove norme possono non disporre della necessaria efficacia: MORALES, *La loi PACTE et la prise en compte des considérations sociales et environnementales en droit des sociétés : une réforme en trompe l’œil ?*, in *Revue juridique de l’environnement*, 2019, 339 ss.

¹⁸ *Exposé des motifs*, reperibile in <http://www.legifrance.gouv.fr/>.

¹⁹ Così SENARD, NOTAT, *Rapport “L’entreprise, objet d’intérêt collectif”*, rapporto ai ministri *de la Transition écologique et solidaire, de la Justice, de l’Économie et des Finances, du Travail*, del 9 marzo 2018, reperibile in <https://www.economie.gouv.fr/mission-entreprise-et-interet-general-rapport-jean-dominique-senard-nicole-notat>, in cui si prende atto del fatto che le imprese già attribuiscono rilevanza alle questioni sociali e ambientali e si suggerisce di non limitare lo sguardo alla sola “*raison d’avoir*”, ma di formulare una *raison d’être* che possa chiarire l’*“intérêt propre de la société et de l’entreprise, ainsi que la prise en considération de ses enjeux sociaux et environnementaux”*. Si nota che nel *Rapport* appena citato si raccomanda di affidare la formulazione della *raison d’être* ai consigli di amministrazione, mediante una modifica dell’art. L225-35 del *Code de commerce*, così affidando all’organo amministrativo l’individuazione dell’ordine di priorità degli interessi da perseguire.

²⁰ “*Cette notion de raison d’être vise à rapprocher les chefs d’entreprise et les entreprises avec leur environnement de long terme*”: *Notion de « raison d’être » des entreprises inscrite dans*

3. Brevissimi cenni al quadro normativo italiano.

Anche nel nostro Paese si registra la progressiva attenzione verso il perseguimento di interessi ulteriori rispetto a quelli dei soli soci.

Si pensi alla disciplina dedicata all'impresa sociale, nella quale gli interessi degli *stakeholder* acquisiscono un ruolo essenziale, in quanto è esercitata in via stabile e principale un'attività d'impresa di interesse generale, per finalità civiche, solidaristiche e di utilità sociale. Nelle imprese sociali, il perseguimento degli interessi diversi da quelli dei soci avviene non solo mediante la preordinazione e il raggiungimento delle appena richiamate finalità, cui si aggiunge la rinuncia da parte dei soci al lucro legato alla propria partecipazione (art. 3 d.lgs. 3 luglio 2017, n. 112)²¹, ma anche per il tramite dell'adozione di modalità di gestione responsabili e trasparenti, che favoriscono "il più ampio coinvolgimento dei lavoratori, degli utenti e di altri soggetti interessati alle loro attività" (art. 1, comma 1, e art. 11).

Per quanto riguarda il coinvolgimento degli *stakeholder*, si può osservare che le modalità indicate dall'art. 11 appaiono molto generiche e, comunque, non particolarmente incisive sulle decisioni della società, anche quando sussistono le condizioni per l'inclusione diretta degli *stakeholder* all'interno degli organi sociali. A ciò si aggiunge la prevista esclusione dell'applicazione delle norme che dispongono tale coinvolgimento, quando si tratti di cooperative a mutualità prevalente ed enti religiosi (art. 11, ultimo comma)²².

A tutela, indiretta, degli *stakeholder* si pone la regola che prescrive l'adozione di "modalità di gestione responsabili e trasparenti" (art. 1, comma 1), che vanno a caratterizzare l'impresa sociale, accanto alle previsioni relative alle finalità e alla limitazione del lucro soggettivo.

Gli interessi degli *stakeholder* sono oggetto di una specifica considerazione anche nella disciplina della società benefit²³ che,

le *projet de loi Pacte*, reperibile in <https://www.senat.fr/questions/base/2018/qSEQ181107560.html>.

²¹ È, comunque, consentita una limitata remunerazione del capitale investito, come prevede l'art. 3, comma 3, d.lgs. 112/2017.

²² L'esclusione di cui si discorre nel testo riduce a pochi casi il predetto coinvolgimento diretto degli *stakeholder*, dato che la quasi totalità delle imprese sociali è costituita in forma cooperativa.

²³ Legge di stabilità 2016 (l. 28 dicembre 2015, n. 208), commi da 376 a 384.

nell'esercizio di un'attività economica, oltre allo scopo di dividere gli utili, persegue una o più finalità di beneficio comune.

Anche per la società benefit, elemento qualificante è il modo di operare, posto che la stessa definizione contenuta nel comma 376 della legge di stabilità 2016 fa riferimento a modalità responsabili, sostenibili e trasparenti “nei confronti di persone, comunità, territori e ambiente, beni ed attività culturali e sociali, enti e associazioni ed altri portatori di interesse”. Le predette finalità sono perseguite, senza che vi sia la previsione di alcuna deroga alla disciplina dei tipi sociali, mediante una gestione volta al “bilanciamento con l'interesse dei soci e con l'interesse di coloro sui quali l'attività possa avere un impatto” (comma 377)²⁴; a questo proposito, inoltre, il comma 380 precisa che “la società benefit è amministrata in modo da bilanciare gli interessi dei soci, il perseguimento delle finalità di beneficio comune e gli interessi delle categorie indicate nel comma 376, conformemente a quanto previsto nello statuto”.

Si tratta, dunque, di imprese che, in virtù della scelta volontaria di acquisire la qualifica di società benefit, strutturano la propria azione secondo i principi della responsabilità sociale d'impresa, aggiungendo così, allo scopo di lucro soggettivo, il dovere di predisporre una gestione socialmente responsabile, che sia anche in grado di affievolire la tendenza alla massimizzazione del profitto²⁵.

²⁴ Per l'analisi del significato, non privo di ambiguità, del previsto “bilanciamento” tra i diversi interessi al fine di raggiungere lo scopo sociale, che si declina nello scopo di lucro e al contempo nel beneficio comune, rinvio a DENOZZA, STABILINI, *La società benefit nell'era dell'investor capitalism*, in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2017, 2, 8 ss.

²⁵ L'introduzione nel nostro ordinamento della società benefit non solo consente di accogliere le istanze legate alla CSR, ma impone anche dei notevoli assestamenti di sistema: tra le numerose questioni sollevate dall'introduzione della società benefit si pone quella relativa alla possibilità, per le società non benefit, di operare secondo quanto previsto dal comma 377 della legge di stabilità 2016, vale a dire di compiere atti o attività che non si pongano come strumentali, neppure indirettamente, rispetto allo scopo di lucro; cfr. DENOZZA, STABILINI, *op. cit.*, 10 ss.; ANGELICI, *Società benefit*, in *ODC*, 2017, 2, 5 ss.; MARASÀ, *Scopo di lucro e scopo di beneficio comune nelle società benefit*, in *ODC*, 2017, 2, 4 ss. e 8; si veda anche S. ROSSI, *L'impegno multistakeholder delle società benefit*, in *ODC*, 2017, 2, 6 ss., la quale osserva che rimangono esenti dall'obbligo di assumere la forma della società benefit quelle imprese nelle quali gli impegni di responsabilità sociale non appartengono stabilmente al programma imprenditoriale concordato dai soci nello statuto della società e in cui le iniziative di CSR adottate dagli amministratori risultino compatibili con obiettivi di massimizzazione del profitto, senza che sia necessario ricorrere a nessuna operazione di bilanciamento; cfr. M. STELLA RICHTER JR., *Società benefit e società non benefit*, in *ODC*, 2017, 2, 2 ss. per la piena ammissibilità, per le società “non

Il perseguimento di interessi ulteriori rispetto a quelli dei soci è preso, inoltre, in considerazione dalle disposizioni in materia di informazioni non finanziarie (d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254, in attuazione della Direttiva 2014/95/UE) che impongono una dichiarazione individuale o consolidata “di carattere non finanziario” agli enti di interesse pubblico, dei quali fanno parte anche le società quotate (art. 16, d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 39), che superino determinati requisiti dimensionali. La dichiarazione individuale di carattere non finanziario è volta ad assicurare la comprensione dell’attività d’impresa, del suo andamento, dei suoi risultati e dell’impatto prodotto e attiene a temi, che siano rilevanti tenuto conto delle attività e delle caratteristiche dell’impresa, relativi all’ambiente, alla società, al personale, al rispetto dei diritti umani e alla lotta contro la corruzione (art. 3, comma 1, d.lgs. 254/2016)²⁶.

Le previsioni in materia di rendicontazione non finanziaria non comportano il sorgere dell’obbligo di perseguire politiche a favore degli *stakeholder* nei settori appena richiamati o in generale²⁷: la disciplina, infatti, si pone esclusivamente in funzione di trasparenza sulle scelte, che rimangono sempre di competenza della società²⁸.

benefit”, di una gestione socialmente responsabile che “funzioni anche dal punto di vista economico”. Queste ultime, infatti, possono in ogni caso porre in essere, a favore degli *stakeholder*, quelle azioni che risultino compatibili con lo scopo di lucro della società; cfr., altresì, TOMBARI, “*Poteri*” e “*interessi*” nella grande impresa azionaria, Milano, 2019, 74 ss., il quale osserva che nella società benefit l’organo amministrativo dispone del potere-dovere di “contemperare” lo scopo lucrativo e il beneficio comune, mentre nelle società non benefit il beneficio comune può essere perseguito solo in via residuale e strumentale rispetto allo scopo di lucro.

²⁶ Si veda il III Considerando della Direttiva 2014/95/UE: “Nelle risoluzioni del 6 febbraio 2013 sulla «Responsabilità sociale delle imprese: comportamento commerciale trasparente e responsabile e crescita sostenibile» e sulla «Responsabilità sociale delle imprese: promuovere gli interessi della società e un cammino verso una ripresa sostenibile e inclusiva» il Parlamento europeo ha riconosciuto l’importanza della comunicazione, da parte delle imprese, di informazioni sulla sostenibilità, riguardanti ad esempio i fattori sociali e ambientali, al fine di individuare i rischi per la sostenibilità e accrescere la fiducia degli investitori e dei consumatori”. In argomento, rinvio a FORTUNATO, *L’informazione non-finanziaria nell’impresa socialmente responsabile*, in *Giur. Comm.*, 2019, 415 ss.

²⁷ Come osserva TOMBARI, *op. cit.*, 74 ss., la disciplina si fonda sul riconoscimento della facoltà degli amministratori di realizzare politiche a favore di uno o più *stakeholder*, senza entrare nel tema dei “limiti” entro i quali questa facoltà possa essere esercitata.

²⁸ BRUNO, *Dichiarazione “non finanziaria” e obblighi degli amministratori*, in *Riv. Soc.*, 2018, 974 ss., ove si osserva che “la logica sottointesa è che la trasparenza inneschi un incentivo per le società a tenere conto di queste tematiche nella gestione, nella misura in

La dichiarazione è obbligatoria e in essa si deve dare conto delle ragioni delle scelte adottate, ma il contenuto e la forma della stessa sono rimessi alla discrezionalità degli amministratori, cui spetta la responsabilità in ordine alla redazione e alla pubblicazione della rendicontazione non finanziaria. La mancata previsione di un'approvazione da parte dei soci conferma che la rendicontazione ha un contenuto di natura gestoria: essa viene presentata in assemblea per informare i soci e pubblicata per il mercato, seguendo la stessa disciplina prevista per la relazione sul governo societario e sugli aspetti proprietari²⁹.

In particolare, con la recente modifica introdotta dalla l. 30 dicembre 2018, n. 145, c.d. legge stabilità 2019 (art. 1, comma 1073), nella rendicontazione devono essere indicate "le specifiche modalità di gestione" dei rischi connessi ai temi indicati nella legge, con l'effetto che la trasparenza deve riguardare non solo l'identificazione dei rischi, ad esempio ambientali o sociali, ma anche le iniziative e le attività predisposte per prevenire e affrontare gli stessi. Si può, dunque, ritenere che la disciplina in materia di rendicontazione non finanziaria, pur non introducendo alcun obbligo in merito al perseguimento di interessi ulteriori rispetto alla massimizzazione del profitto, vada ad incidere indirettamente sul contenuto della gestione, con riferimento alla necessità di prevedere e prevenire i rischi, connessi a determinati temi di interesse generale, che derivano dall'attività d'impresa.

In questa prospettiva, le "informazioni non finanziarie" attribuiscono rilevanza giuridica ad interessi generali, riconducibili a diverse classi di *stakeholder*, incidendo indirettamente sul contenuto della gestione e avvisando i soci circa l'eventuale perseguimento di interessi diversi rispetto alla massimizzazione del profitto e circa le relative modalità. Per contro, anche in questo caso, gli *stakeholder* non risultano direttamente coinvolti, essendo solo posti in grado di conoscere quale sia l'impatto "sociale" o "ambientale" dell'impresa.

4. Gli "attori" nella protezione degli interessi degli stakeholder.

cui ciò sarà apprezzato o viceversa non premiato dal mercato, e cioè dagli investitori attuali e potenziali".

²⁹ Cfr. BRUNO, *op. cit.*, 974 ss., ove si osserva che il consiglio di amministrazione potrebbe anche decidere, autonomamente, di presentare la dichiarazione non finanziaria, ovunque contenuta, in assemblea e chiederne il voto non vincolante, anche per perseguire finalità reputazionali.

Come si è avuto modo di osservare, il nostro legislatore si allinea alla generale tendenza volta ad attribuire, in modi diversi, rilevanza giuridica alla protezione degli interessi degli *stakeholder*.

Se, guardando alle regole appena richiamate, si concentra l'attenzione sul diverso "peso" assunto dagli "attori" coinvolti, vale a dire gli amministratori, i soci e gli stessi *stakeholder*, si può riscontrare che essi, prevalentemente, giocano dei ruoli aventi connotati costanti.

In particolare, gli *stakeholder* sono molto raramente resi direttamente partecipi delle decisioni in merito al perseguimento degli interessi che li riguardano, mediante forme di rappresentanza negli organi sociali o di consultazione esterna³⁰, essendo invece, nella maggior parte dei casi, esclusivamente destinatari di informazioni relative al perseguimento o alla protezione, da parte della società, degli interessi di cui essi sono portatori³¹.

Si può, quindi, ritenere, almeno in linea di principio, che la tutela degli *stakeholder* non si realizzi tramite una soluzione organizzativa di carattere interno, con l'inclusione di ulteriori soggetti negli organi sociali, o più in generale mediante meccanismi di rappresentanza; in relazione alla posizione degli *stakeholder*, ciò su cui sembra fare affidamento il nostro legislatore è rappresentato dalle reazioni di mercato, che possono avere luogo grazie a modalità di gestione responsabile e trasparente, ma soprattutto in presenza delle previste forme di pubblicità relative alle attività intraprese al di fuori dello scopo della massimizzazione del profitto³².

³⁰ Questa situazione ha indotto una parte della dottrina a prospettare l'inclusione degli interessi degli *stakeholder* nel processo decisionario, per il tramite della partecipazione all'organo amministrativo di componenti indipendenti, quali portatori di interessi esterni rispetto a quelli dei soci, oppure per il tramite del ricorso alla *Mitbestimmung*, quale strumento ben conosciuto in altri ordinamenti, in grado di includere i rappresentanti dei lavoratori negli organi sociali e, in una prospettiva più attuale, persino di orientare le decisioni allineandole alle esigenze dell'ESG: MARCHETTI, VENTORUZZO, *La via legislativa alla sostenibilità. Riparliamo di cogestione?* In *Corriere della Sera*, 2 dicembre 2019, *L'Economia*, 14.

³¹ Come già rilevato, si ricorda che, anche nelle imprese sociali, in cui il coinvolgimento nell'organizzazione interna è previsto tra i principi, l'art. 11, ultimo comma, d.lgs. 3 luglio 2017, n. 112, esclude dall'obbligo la maggior parte degli enti che possano assumere la qualifica di impresa sociale, vale a dire le cooperative a mutualità prevalente e gli enti religiosi.

³² Si pensi all'obbligo di rendicontazione non finanziaria (d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254) e alle norme in tema di impresa sociale che impongono, come si rilevava, modalità di gestione responsabile e trasparente (art. 1, comma 1, d.lgs. 3 luglio 2017, n. 112).

Questo elemento accomuna gli interventi legislativi del nostro Paese appena presi in considerazione, in merito alla protezione degli interessi degli *stakeholder*, alle previsioni contenute nella SHRDII con riferimento alla rilevanza dei “criteri non finanziari” nella valutazione dei risultati degli amministratori: la sostenibilità sociale e ambientale è richiamata in un contesto in cui gli attori principali sono rappresentati dagli amministratori e dai soci, cui si aggiungono le possibili reazioni del mercato a seguito dell’adempimento dei prescritti oneri pubblicitari. Infatti, elemento centrale del meccanismo tracciato dall’art. 123 *ter* t.u.f., come modificato dalla d.lgs. 10 maggio 2019, n. 49, in attuazione della già richiamata SHRD II, è la creazione di un canale informativo, rappresentato dalla relazione in materia di politica di remunerazione e sui compensi corrisposti³³, rivolto agli azionisti e al pubblico³⁴.

La completezza dell’informazione è garantita da norme di dettaglio³⁵ che non solo individuano le notizie oggetto di pubblicazione, ma determinano, in maniera molto minuziosa, le modalità e la struttura stessa dell’informazione da fornire³⁶, con la finalità di evidenziare la

³³ La disciplina dedicata alla Relazione sulla politica di remunerazione e sui compensi corrisposti si inserisce in un più ampio complesso informativo, di cui fa parte anche la “Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari”, prevista dall’art. 123 *bis* t.u.f., che deve contenere informazioni dettagliate riguardanti anche “gli accordi tra la società e gli amministratori, i componenti del consiglio di gestione o di sorveglianza, che prevedono indennità in caso di dimissioni o licenziamento senza giusta causa o se il loro rapporto di lavoro cessa a seguito di un’offerta pubblica di acquisto” (art. 123 *bis*, comma 1, lett. i, t.u.f.).

³⁴ La Relazione deve essere depositata presso la sede della società almeno ventuno giorni prima dell’assemblea annuale e, sempre entro lo stesso termine, deve essere pubblicata sul sito internet della società o con altre modalità stabilite dalla Consob con regolamento (art. 123 *ter*, comma 1, t.u.f.). Si veda, altresì, l’art. 84 quater regolamento Consob 11971/1999 (Regolamento Emittenti), il quale a sua volta rinvia agli artt. 65 *quinquies*, 65 *sexies* e 65 *septies* del medesimo regolamento.

³⁵ Un’analitica elencazione delle informazioni da inserire nella “Dichiarazione relativa alle retribuzioni” è prevista anche nelle Raccomandazioni 2009/385/CE (al par. 5) e 2004/913/CE (al par. 3, specialmente 3.3). Sui flussi informativi riguardanti la remunerazione degli amministratori, rinvio a DEL LINZ, sub *art. 123 ter. Relazione sulla remunerazione*, in VELLA (a cura di), *Commentario al Testo Unico sull’Intermediazione Finanziaria*, II, Torino, 2012, 1310; BEGHETTO, *La remunerazione degli amministratori nelle società quotate*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2012, 77 ss.

³⁶ Mentre la prima sezione della relazione sulla politica in materia di remunerazione e sui compensi corrisposti dà conto di un ben circostanziato sforzo programmatico che, come dichiara espressamente la legge, “contribuisce alla strategia aziendale” (art. 123 *ter*, comma 3 *bis*, t.u.f.) ed esprime un *forward-looking say on pay*, la seconda sezione si compone degli elementi che consentono di dare compiutamente conto dei compensi corrisposti (*backward-looking*), nominativamente per i componenti degli

coerenza (o meno) delle politiche di remunerazione, come enunciate in via di principio, con le concrete ricadute delle stesse in termini di reali remunerazioni e compensi, individuate per aggregati ed anche nominativamente.

Il documento previsto dall'art. 123 *ter* t.u.f., dunque, mette a disposizione del pubblico, e quindi anche degli *stakeholder*, una completa indicazione degli intenti programmatici che si intendono perseguire tramite lo strumento della remunerazione degli amministratori e questa forma di pianificazione deve essere funzionale alla strategia aziendale, al perseguimento degli interessi a lungo termine della società e alla sostenibilità della stessa; non deve, inoltre, mancare l'indicazione degli strumenti atti a verificare che il sistema di remunerazione adottato contribuisca alla sostenibilità³⁷.

La posizione di sostanziale passività degli *stakeholder*, in merito all'elaborazione di quelle politiche e strategie che possano intervenire sui propri interessi e aspettative, risulta, dunque, controbilanciata da un elevato grado di completezza e complessità degli oneri informativi a carico della società. Per vero, un'inadeguata ottemperanza alle regole in materia di *disclosure* delle politiche di remunerazione³⁸, specialmente per ciò che concerne la sostenibilità, può esporre la società a reazioni da parte

organi di amministrazione e controllo e i direttori generali. Sulla duplicità di contenuti, rappresentata, nel diritto inglese, dalla *directors' remuneration policy* e dall'*annual report in remuneration*, rinvio a GERNER - BEUERLE, KIRCHMAIER, *Say on Pay: do shareholder care? LSE discusson papers*, 2016, reperibile in www.lse.ac.uk.

³⁷ La completezza delle informazioni sulle remunerazioni oggetto di informazione al pubblico riguarda naturalmente anche i profili strategici in tema di remunerazione che attengono alla promozione della sostenibilità della società, cui si aggiunge l'illustrazione del "modo" con cui si contribuisce alla sostenibilità. Questi intensi obblighi di trasparenza, dunque, non si esauriscono nel richiedere alla società una mera enunciazione di principio, ma si estendono al processo di realizzazione, comportando uno sforzo di concretezza che dovrebbe consentire di dissuadere dalla tentazione di ricorrere a formulazioni generiche e prive di concreti riscontri.

³⁸ Il rispetto delle regole di trasparenza è garantito, nel sistema contenuto nell'art. 123 *ter* t.u.f., dalla verifica da parte del soggetto incaricato di effettuare la revisione legale del bilancio circa l'avvenuta predisposizione da parte degli amministratori della seconda sezione della relazione, vale a dire della parte del documento che contiene un'adeguata rappresentazione di ciascuna delle voci che compongono la remunerazione, nominativamente, per i componenti degli organi di amministrazione e di controllo, i direttori generali e, in forma aggregata, per i dirigenti con responsabilità strategiche (art. 123 *ter*, comma 8 *bis*, t.u.f.). Il revisore, a sua volta, in caso di omissione circa la predetta verifica, è esposto ad una sanzione amministrativa pecuniaria (art. 193, comma 1 *sexies*, t.u.f.).

dell'opinione pubblica, normalmente tanto più temibili quanto maggiore è la dimensione dell'impresa³⁹.

5. *Il ruolo dei soci.*

L'art. 123 *ter* t.u.f. attribuisce ai soci il diritto di voto sulle politiche di remunerazione, compresi naturalmente i contenuti relativi alla sostenibilità sociale e ambientale⁴⁰.

A questo proposito, si rileva che proprio il d.lgs. 49/2019, nel dare attuazione alla SHRDII, ha profondamente modificato, con l'obiettivo di

³⁹ Ciò può portare a reazioni che si avvalgono di strumenti estranei rispetto alle regole societarie, quali possibili campagne di boicottaggio o semplicemente a forme di orientamento della pubblica opinione contro determinate scelte della società. Si rileva che, giusta la previsione appena richiamata, contenuta nell'art. 123 *ter*, comma 3, lett. b, t.u.f., la sola descrizione della politica in materia di remunerazione adottata non consente di ritenere adempiuti i doveri di informazione, in quanto l'obbligo di illustrare "le procedure utilizzate per l'adozione e l'attuazione della politica" espande sensibilmente siffatti doveri che, quindi includono, da una parte, la descrizione del processo interno che ha portato verso determinate scelte e, dall'altra, l'indicazione delle concrete modalità tramite le quali queste scelte programmatiche sono portate ad esecuzione. L'illustrazione della politica e delle richiamate procedure deve avvenire, come già si accennava, in modo "chiaro e comprensibile" (art. 123 *ter*, comma 3, t.u.f.): questa precisazione, introdotta dall'art. 3 d.lgs. 49/2019, in attuazione di quanto previsto nell'art. 9 *bis* SHRD, si rende opportuna in vista delle ampie finalità del documento, che non è destinato alla mera consultazione interna, ma risulta rivolto, come si diceva, agli azionisti e al pubblico degli investitori.

⁴⁰ Va, comunque, rilevato che gli azionisti sono unicamente chiamati ad approvare o a respingere la politica di remunerazione approvata dagli amministratori e non possono deliberare su politiche di remunerazione alternative (in ipotesi, per iniziativa di un socio in sede assembleare), né votare separatamente su alcune parti e non altre. In diversi contesti il ruolo dei soci presenta delle rilevanti differenze, come accade nel caso della società benefit, in cui il socio partecipa alla decisione in merito all'integrazione dell'oggetto sociale con le finalità specifiche di beneficio comune che sono state individuate e che si intendono perseguire nell'attività d'impresa: SICLARI, *Trasformazione in società benefit e diritto di recesso*, in *Riv. trim. dir. economia*, 2019, 80 ss. La centralità dei soci nelle società benefit è chiaramente confermata dal fatto che ai soci non soltanto spetta la decisione di dare vita ad una società benefit, ma anche la scelta delle "finalità di beneficio comune": DENOZZA, STABILINI, *Due visioni della responsabilità sociale d'impresa, con una applicazione alla società benefit*, intervento al convegno *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2017, "Il diritto commerciale verso il 2020: i grandi dibattiti in corso, i grandi cantieri aperti", reperibile in <https://air.unimi.it/>. Nella disciplina dedicata alla rendicontazione non finanziaria, inoltre, i soci non sono chiamati a contribuire al merito di quanto indicato nel documento, potendosi prospettare solo un'influenza indiretta degli stessi sulle scelte esposte nel rendiconto. Infatti, la rendicontazione non finanziaria non è sottoposta al voto dei soci; costoro, tuttavia, potrebbero far valere il proprio dissenso sul contenuto della rendicontazione non finanziaria, ad esempio, in occasione della delibera di nomina degli amministratori.

un maggior coinvolgimento degli azionisti, il ruolo dell'assemblea delineato dell'art. 123 *ter* t.u.f. Prima delle recenti modifiche, infatti, l'assemblea era competente a deliberare, con voto non vincolante, unicamente sulla prima sezione della Relazione⁴¹, mentre il nuovo art. 123 *ter* t.u.f., delinea ora un sistema in cui entrambe le sezioni della Relazione risultano sottoposte al voto assembleare, la cui efficacia, però, si articola diversamente a seconda che si tratti di deliberare sulla prima sezione (voto vincolante ex art. 123 *ter*, comma 3 *ter*, t.u.f.), o sulla seconda sezione (voto non vincolante ex art. 123 *ter*, comma 6, t.u.f.)⁴².

Il voto vincolante dei soci si esprime su tutti gli aspetti relativi alla politica di remunerazione e alle modalità adottate per la sua determinazione, inclusa la configurazione della parte variabile, le prassi rivolte a riconoscere premi ancorati al raggiungimento di determinati obiettivi, nonché le procedure impiegate, compreso il ruolo del comitato per le remunerazioni e il grado di coinvolgimento degli amministratori indipendenti nel processo di definizione delle caratteristiche del sistema retributivo⁴³.

⁴¹ L'espressa limitazione del voto alla sola prima sezione, nella formulazione previgente dell'art. 123 *ter* t.u.f., non escludeva la possibilità che i soci, in concreto, usassero il proprio voto al fine di dimostrare la propria generica insoddisfazione rispetto all'entità e struttura dei compensi attribuiti a tutti o ad alcuni amministratori, come risultanti dalla seconda sezione della Relazione: cfr. BELCREDI *et al.*, *Proxy advisors and shareholder engagement. Evidence from Italian say on pay*, Quaderni di finanza Consob, 2015, 19.

⁴² In entrambe le formulazioni dell'art. 123 *ter*, e più intensamente dopo le modificazioni introdotte dal d.lgs. 49/2019, si ravvisa l'intendimento di coinvolgere l'assemblea sulle questioni relative alle remunerazioni alla stregua di quanto indicato nella Raccomandazione 2004/913/CE che, nell'Ottavo Considerando, lega espressamente il voto assembleare sulla politica delle remunerazioni all'esigenza di "rafforzare l'obbligo di rendere conto agli azionisti". Si veda, altresì, il Decimo Considerando della Raccomandazione 2009/385/CE: "Per ribadire la responsabilità delle società, gli azionisti dovrebbero essere incoraggiati a partecipare alle assemblee generali e ad usare nel modo opportuno i loro diritti di voto. In particolare, gli azionisti istituzionali dovrebbero assumere un ruolo di primo piano nell'assegnare al consiglio di amministrazione maggiori responsabilità con riguardo alle remunerazioni".

⁴³ Per individuare il contenuto della prima sezione della Relazione occorre rifarsi all'art. 123 *ter*, comma 3, t.u.f., e allo Schema 7 bis dell'Allegato 3A al Regolamento Emittenti, il quale impone di indicare, tra l'altro, se sia stato attivato un comitato remunerazioni composto da amministratori indipendenti, quale sia stato il grado di coinvolgimento degli organi delegati nella formulazione delle proposte di remunerazione concernenti l'alta dirigenza, l'adesione o meno alle indicazioni provenienti dal Codice di autodisciplina delle società quotate, se sia stato interpellato un esperto esterno, in base a quali criteri sia stato suddiviso il compenso tra la parte fissa e la parte variabile e in che modo si sia tenuto conto dell'esigenza di allineare gli incentivi del *management* con il

La SHRDII si preoccupa anche di contemperare il coinvolgimento degli azionisti con la possibilità che, nel contesto dinamico dell'attività sociale, sia necessario derogare temporaneamente alla politica che la società si è data. La deroga, che non richiede il coinvolgimento dei soci, è ammessa, in circostanze eccezionali, a condizione che la politica di remunerazione approvata contenga "le condizioni procedurali in base alle quali la deroga può essere applicata" e gli "specifici gli elementi della politica a cui si può derogare"⁴⁴.

Un maggior coinvolgimento degli azionisti rispetto al passato si osserva anche nella previsione del voto, in questo caso non vincolante, sulla seconda sezione della Relazione. Nonostante si tratti di un *advisory vote*, esso si colloca fra le competenze ricorrenti dei soci, dato che si tratta di una materia che va posta all'ordine del giorno dell'assemblea convocata per l'approvazione del bilancio o, nelle società che si sono dotate del sistema dualistico, all'ordine del giorno dell'assemblea convocata per deliberare sulla destinazione dell'utile di esercizio⁴⁵, ed è quindi

perseguimento degli interessi di lungo periodo della società (si veda il principio 6.P.2 del Codice di autodisciplina).

⁴⁴ La legge, dunque, affida alla società, in sede di formulazione della politica di remunerazione che verrà approvata dai soci, la predeterminazione delle attività necessarie per l'accertamento e la verifica delle circostanze eccezionali, indicando quali profili della politica stessa siano passibili di deroga temporanea e quali, invece, debbano rimanere invariati. La definizione di "circostanze eccezionali" risulta, invece, fornita direttamente dallo stesso comma 3 *bis* dell'art. 123 *ter*, nei medesimi termini utilizzati dall'appena evocato art. 9 *bis*, comma 4, SHRD: si tratta delle situazioni in cui la deroga risulti "necessaria ai fini del perseguimento degli interessi di lungo termine e della sostenibilità della società nel suo complesso o per assicurarne la capacità di stare sul mercato". Pur nell'indiscutibile ampiezza della previsione, spicca il riferimento alla "necessità", che dovrebbe limitare sensibilmente la possibilità di invocare le circostanze eccezionali e che, comunque, impone agli amministratori un impegnativo onere di motivazione. Si ricorda che il previgente art. 123 *ter* t.u.f. non attribuiva effetti vincolanti alla delibera sulla prima sezione della Relazione; ciononostante, secondo la dottrina formatasi prima delle modifiche introdotte dal d.lgs. 49/2019, in presenza di un voto contrario alla politica di remunerazione proposta, gli amministratori potevano mantenere inalterata la politica medesima solo motivando analiticamente la decisione: cfr. RABITTI, SPATOLA, sub art. 123 *ter*, in FRATINI e GASPARRI (a cura di), *Il testo unico della finanza*, Torino, 2012, 1715; ABBADESSA, *Assemblea e operazioni con parti correlate (prime riflessioni)*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze*, diretto da Benazzo, Cera e Patriarca, Studi in onore di Zanarone, Torino, 2011, 581, v. 589 s., e BENTIVEGNA, *La relazione sulle remunerazioni degli amministratori di società quotate ed il nuovo art. 123-ter t.u.f.*, in *Riv. dir. impresa*, 2011, 298 s.

⁴⁵ L'art. 9 *ter* SHRD consente la previsione di un'eccezione a favore delle piccole e medie imprese, come definite nell'art. 3, par. 2 e par. 3, della Direttiva 2013/34/UE, rappresentata dalla discussione in occasione dell'assemblea generale annuale e

caratterizzato da una ben maggiore frequenza rispetto al voto sulla politica di remunerazione, per il quale la legge prevede una periodicità almeno triennale (art. 123 *ter*, comma 3 *bis*, t.u.f.).

L'intensità del coinvolgimento degli azionisti è, inoltre, confermata dal fatto che l'oggetto della delibera consiste in un documento che non solo illustra i compensi corrisposti, fornendo un'adeguata rappresentazione di ciascuna delle voci che compongono la remunerazione, ma comprende anche la descrizione "di come la società ha tenuto conto del voto espresso l'anno precedente sulla seconda sezione della Relazione" (art. 123 *ter*, comma 4): il voto, dunque, si esprime sull'adeguatezza delle misure predisposte dagli amministratori all'esito della precedente delibera, dando in questo modo indicazione della qualità del rapporto che, in concreto, intercorre fra gli amministratori e la maggioranza assembleare.

L'eventuale voto contrario sulla seconda sezione della Relazione espone la società ad importanti effetti reputazionali⁴⁶, anche grazie al fatto che la pubblicità mette a disposizione del pubblico un'articolata serie di informazioni, fra le quali il numero di voti favorevoli e contrari alla delibera e il numero di astensioni, con l'effetto di evidenziare la reale entità dell'eventuale dissenso manifestato dai soci⁴⁷.

l'inserimento in uno specifico punto dell'ordine del giorno della relazione sulla remunerazione dell'esercizio precedente; questa facoltà, in un primo tempo prevista nello schema di decreto legislativo di recepimento della SHRDII, non è stata inclusa nella versione definitiva del d.lgs. 49/2019: cfr. VALENSISE, *Il recepimento della SHRD2 sull'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti. Un preliminare orientamento sullo stato dell'arte*, in *Diritto Bancario*, 2019.

⁴⁶ Cfr., in relazione alla precedente formulazione dell'art. 123 *ter* t.u.f., BENTIVEGNA, *La relazione sulle remunerazioni degli amministratori di società quotate ed il nuovo art. 123-ter t.u.f.*, in *Riv. dir. impresa*, 2011, 296 s. e ANGELICI, *La società per azioni, I, Principi e problemi*, in *Trattato Cicu-Messineo*, Milano, 2012, 326.

⁴⁷ L'obbligo di porre a disposizione del pubblico l'esito della votazione, e quindi le percentuali di voti favorevoli e contrari, fa sì che il meccanismo del *say on pay* metta il mercato nelle condizioni di poter meglio valutare quali effettivamente siano i rapporti tra *manager* e azionisti e lo stato del vincolo fiduciario che lega i primi ai secondi: cfr. RABITTI, SPATOLA, *op. cit.*, 1715. Pertanto, le informazioni relative all'esito della votazione consentono al pubblico di valutare questo esito, nell'ambito delle diverse circostanze che concorrono alla decisione di investire nella società e gli azionisti, per contro, possono decidere di disinvestire. Come si legge nel Documento di consultazione Consob del 10 ottobre 2011, n. 7: "La *disclosure* delle remunerazioni degli amministratori svolge due importanti funzioni. Da una parte, permette agli investitori di accedere a informazioni sul sistema di incentivi vigente in ogni impresa, favorendo una più accurata valutazione della società e l'esercizio su base informata dei diritti degli azionisti (...). Dall'altra, la

La disciplina che coinvolge i soci, mediante l'approvazione in assemblea, nella formazione della politica di remunerazione risulta coerente con una più generale tendenza volta ad un maggior coinvolgimento degli azionisti, anche con riguardo alle decisioni di carattere non finanziario, attinenti a questioni ambientali, sociali e di governo⁴⁸.

In particolare, gli investitori istituzionali tendono ad assicurarsi non solo che la società abbia una buona performance finanziaria, ma anche che la stessa disponga di un adeguato meccanismo di *corporate governance*⁴⁹; inoltre, gli investitori istituzionali possono indurre la società a porsi in linea con le migliori prassi in tema di protezione delle istanze ambientali, sociali. Ciò, naturalmente, deve avvenire mediante l'esercizio del diritto di voto che, come si è avuto modo di osservare, concorre alla formazione della politica di remunerazione quale voto vincolante sulla prima parte della relazione dedicata alla politica (*looking-forward say on pay*), mentre si esprime quale mero *advisory vote* sui compensi corrisposti (*backward-looking*). La duplice valenza del voto sulla remunerazione riflette alcune delle modalità con cui si può esprimere l'attivismo degli azionisti in questo contesto.

trasparenza sulle remunerazioni può essere un valido meccanismo attraverso cui responsabilizzare gli organo competenti a definire i compensi”.

⁴⁸ Lo *shareholder engagement*, infatti, incoraggia un dialogo fra i soci e l'organo amministrativo su un'ampia serie di questioni, quali il *risk management*, la *corporate governance*, la strategia e la remunerazione degli amministratori; in argomento, rinvio a BARKO, CREMERS, RENNEBOOG, *Shareholder Engagement on Environmental, Social, and Governance Performance*, Working Paper n. 509/2017, www.ecgi.org/wp. A tale proposito si veda il XIV Considerando della SHRDII, in cui il maggiore coinvolgimento degli azionisti nel governo societario delle società è individuato come “una delle leve che possono contribuire a migliorare i risultati finanziari e non finanziari delle società, anche per quanto riguarda i fattori ambientali, sociali e di governo, in particolare ai sensi dei principi di investimento responsabile sostenuti dalle Nazioni Unite”. Per la rilevanza delle istanze di CSR nel voto sulla remunerazione degli amministratori, rinvio a CULLINAN, MAHONEY, ROUSH, *Are CSR activities associated with shareholder voting in director elections and say on pay votes?* *Journal of contemporary Accounting and Economics*, 2017, 225 - 243.

⁴⁹ In questo contesto, dunque, i soci manifestano interesse verso la massimizzazione dell'efficienza dell'impresa e possono indurre la società a perseguire determinati scopi, come la qualità della *governance*: cfr. ALVARO, MAUGERI, STRAMPELLI, *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship. Problemi e prospettive, Quaderni Consob*, 19, gennaio 2019, 6 ss. In più, specialmente dopo la crisi, gli investitori istituzionali sono interessati a usare la propria influenza per minimizzare i rischi che possano derivare da specifici assetti di *corporate governance*: BARKO, CREMERS, RENNEBOOG, *op. cit.*

Le due parti della relazione sulla politica di remunerazione e sui compensi realizzano, infatti, differenti forme di coinvolgimento degli azionisti. Con riferimento alla prima, infatti, il *binding vote* comporta un necessario concorso dei soci nel perfezionamento della decisione, tenendo tuttavia ben presente che l'elaborazione della politica e la redazione della relazione spetta unicamente agli amministratori e che i soci sono privi del potere di proporre alternative.

Con riferimento alla seconda parte, l'*advisory vote*, invece, consente ai soci di mandare un'indicazione o un segnale, tanto più forte quanto maggiormente polarizzato è il risultato del voto. La valenza di questo segnale è garantita da dettagliate prescrizioni in tema di pubblicità, volte ad informare il mercato, ed anche l'opinione pubblica, in merito alla presenza di un dissenso più o meno largo in seno all'assemblea⁵⁰.

6. Il ruolo degli amministratori.

Gli amministratori giocano un ruolo essenziale nella formazione della politica di remunerazione, compreso il perseguimento delle finalità riconducibili alla sostenibilità sociale ed ambientale. Al consiglio di amministrazione, infatti, spetta l'approvazione della Relazione sulla politica di remunerazione e i compensi, da sottoporre successivamente al voto dei soci e in cui i risultati degli amministratori "dovrebbero essere valutati utilizzando criteri sia finanziari sia non finanziari, inclusi, ove del caso, fattori ambientali, sociali e di governo"⁵¹.

Nonostante la legge entri direttamente nel merito della politica di remunerazione, con il già evocato riferimento al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società, mancano specifiche forme di sanzione per il caso in cui i relativi obblighi risultino inadempiti. Va, tuttavia, osservato che la sostanziale vincolatività di queste disposizioni, che appunto, come si diceva, delineano il contenuto della politica di remunerazione come uno degli strumenti strategici per perseguire gli scopi indicati dal legislatore, discende dal già richiamato schema di riferimento, che vede, accanto ai compiti affidati agli

⁵⁰ Si veda, a questo proposito, l'art. 125 *quater*, comma 2, t.u.f. L'azionista, inoltre, potrebbe anche manifestare il proprio dissenso mediante quello che icasticamente viene definito "*voting with your feet*", vale a dire la cessione delle partecipazioni: RINGE, *Shareholder activism. A rainassance*, in GORDON, RINGE, *The Oxford handbook of Corporate Governance*, Oxford University Press, 2018, 387 ss.

⁵¹ XXIX Considerando SHRDII.

amministratori, l'attribuzione del voto ai soci e la previsione di una dettagliata *disclosure* in grado di coinvolgere gli *stakeholder* e, in generale, l'opinione pubblica.

Per questa ragione, si può ritenere che un'eventuale sostanziale violazione della norma, come avverrebbe nel caso in cui nella relazione manchino le indicazioni in merito al perseguimento degli interessi a lungo termine alla sostenibilità, sarebbe certamente nota ai soci chiamati al voto sulle due sezioni della relazione, nonché ai terzi, per mezzo degli appena menzionati obblighi pubblicitari.

A ciò si aggiunge che il legislatore non si limita ad esigere che, nel merito, la politica di remunerazione sia funzionale al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società ma, come avviene per l'illustrazione della politica stessa (in ordine alla quale si richiede l'indicazione delle procedure utilizzate per l'adozione ed attuazione), impone che sia esplicitato il modo con cui si intende raggiungere l'obiettivo (art. 123 *ter*, comma 3 *bis*). Questi intensi obblighi di trasparenza, dunque, non si esauriscono nel richiedere alla società una mera enunciazione di principio, ma si estendono al processo di realizzazione, comportando uno sforzo di concretezza che dovrebbe consentire di dissuadere dalla tentazione di ricorrere a formulazioni generiche e prive di concreti riscontri⁵².

7. La selezione degli interessi rilevanti.

Come si è avuto modo di osservare, il tema delle remunerazioni degli amministratori si intreccia profondamente con il governo societario, la gestione del rischio e la promozione di valori quali la sostenibilità ambientale e sociale.

In particolare, la remunerazione variabile è in grado di allineare gli interessi degli amministratori con gli interessi degli azionisti sotto profilo della massimizzazione del profitto, da coordinare con il perseguimento

⁵² Al di fuori di questo schema, l'inosservanza degli obblighi appena richiamati potrebbe essere rilevata dall'organo di controllo, nell'ambito delle proprie generali competenze in merito al rispetto della legge. Si può, tuttavia, osservare che manca una specifica previsione in merito ad un possibile intervento dell'organo di controllo, come invece avviene per la rendicontazione non finanziaria. In questo caso, infatti, l'art. 3, comma 7, d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254, senza introdurre specifiche innovazioni rispetto all'ambito delle competenze dei sindaci, dispone che "l'organo di controllo, nell'ambito delle funzioni ad esso attribuite dall'ordinamento, vigila sull'osservanza delle disposizioni stabilite nel presente decreto e ne riferisce nella relazione all'assemblea".

degli interessi a lungo termine. Con le previsioni contenute nella SHRDII e la nuova formulazione dell'art. 123 *ter* t.u.f., il suddetto allineamento si deve realizzare anche nei termini della sostenibilità della società, come esplicitato dal diretto rinvio all'art. 9 *bis* SHRD (art. 123 *ter*, comma 7, t.u.f.).

Questa inclusione, nell'ambito dei criteri e delle finalità che devono connaturare la politica di remunerazione, di contenuti ulteriori e "non-finanziari", comporta una necessaria coordinazione tra gli scopi che, in concreto, devono essere perseguiti dall'organo amministrativo (come indicati nella relazione ex art. 123 *ter* t.u.f.) e la rendicontazione non finanziaria, posto che è compito di quest'ultima riscontrare e, appunto, rendicontare quanto la società abbia posto in essere nei campi indicati dalla legge, naturalmente anche con riferimento a quelle attività oggetto di specifica valutazione al fine della determinazione dei compensi degli amministratori.

Si può osservare, in linea generale, che la possibilità, per gli amministratori esecutivi, di perseguire finalità estranee rispetto alla massimizzazione del profitto amplia grandemente lo spettro di potenziali iniziative che gli stessi sono in condizione di intraprendere in nome della società⁵³ e che non sono, naturalmente, in stretta connessione con gli interessi economici dei soci. L'indubitabile maggior raggio d'azione degli amministratori comporta l'affidamento ad essi compiti che esulano la tradizionale attività di gestione. Si pensi, ad esempio, alla stessa rilevazione degli interessi degli *stakeholder* e alla decisione in merito agli interessi concreti da proteggere, nonché alla necessità di agire secondo una scala di priorità: si tratta di scelte che, benché possano dirsi compatibili con la protezione degli interessi degli azionisti, si pongono ben oltre le normali decisioni di carattere economico e possono risultare condizionate da fattori di diversa estrazione, quali ad esempio gli

⁵³ L'assegnazione agli amministratori di una grande discrezionalità, che consente agli stessi di introdurre, nel loro agire, valori e finalità che potrebbero non essere condivisi con i soci, almeno in quanto non riconducibili allo scopo della massimizzazione del profitto, è oggetto di critica da parte della dottrina risalente: MACEY, *An Economic Analysis of the Various Rationales for Making Shareholders the Exclusive Beneficiaries of Corporate Fiduciary Duties*, (1991), Yale Law School, Faculty Scholarship Series, Paper 1713, reperibile in http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/1713.

orientamenti politici e la sensibilità sociale degli amministratori medesimi⁵⁴.

In realtà, sempre guardando al già richiamato schema che vede amministratori e soci coinvolti nell'individuazione e nella tutela degli interessi degli *stakeholder*, l'amplissima discrezionalità in via di principio affidata agli amministratori, nel determinare le politiche di remunerazione (e, per ciò che qui interessa, i termini concreti relativi alla sostenibilità sociale e ambientale cui si riferisce la legge), trova un limite nelle scelte poste in essere dagli investitori istituzionali. Come si osservava, infatti, costoro quando risultano portatori di interessi ulteriori rispetto alla sola massimizzazione del profitto introducono, nel proprio agire, criteri e vincoli specifici⁵⁵.

Nello schema predisposto dalla legge, in cui i soci partecipano alla formazione della politica di remunerazione nei termini già esaminati (art. 123 *ter* t.u.f.), le istanze di cui sono portatori gli investitori istituzionali non possono certamente essere ignorate ed anzi vanno a formare proprio quei criteri, basati su risultati anche non finanziari e relativi alla responsabilità sociale d'impresa, in vista dei quali misurare i risultati ottenuti dagli amministratori al fine della determinazione del loro compenso.

In questa prospettiva, emerge, pur nella diversità di ruoli, una stretta compartecipazione, nella determinazione degli interessi da perseguire, fra gli amministratori e alcuni soci. La predisposizione di una politica di remunerazione che tenga conto di specifiche istanze ambientali o sociali di cui gli investitori istituzionali siano portatori, infatti, va a condizionare l'azione degli amministratori⁵⁶ e consente di dare rilievo non

⁵⁴ In questa prospettiva si pone la critica di CALANDRA BUONAURA, *Responsabilità sociale dell'impresa e doveri degli amministratori*, in *Giur. comm.*, 2011, I, 546 s.

⁵⁵ Si pensi all'ottemperanza agli impegni sanciti in programmi o codici di condotta precedentemente approvati, impegni a favore dei quali gli investitori si siano anche espressi nei confronti del pubblico; si pensi, altresì, a quegli investitori che vogliano evitare di essere collegati ad attività che potrebbero manifestarsi come disastrose dal punto di vista sociale o ambientale. La rilevanza degli interessi di cui sono portatori gli investitori istituzionali è sancita dalla legge, con l'imposizione di obblighi di trasparenza in capo agli investitori istituzionali medesimi in ordine alla rilevanza attribuita ai temi ambientali e sociali nel monitoraggio delle società partecipate (cfr. l'art. 3 *octies*, par. 1, lett. a, SHRDII).

⁵⁶ Si realizza così una situazione in cui l'ampiezza dei poteri degli amministratori risulta indirettamente limitata. Si può, a questo proposito, ritenere che in sostanza si tratti di una "autolimitazione", posto che, anche in presenza di un procedimento che consenta una rilevazione corretta e ordinata degli interessi da perseguire, la politica di remunerazione alla cui base si pone questa forma di indiretta autolimitazione è posta in

solo e non tanto agli interessi, in generale, degli *stakeholder*, ma agli interessi di “alcuni” *stakeholder*, ritenuti particolarmente rilevanti⁵⁷.

L’attenzione, dunque, deve concentrarsi non solo sulla generica possibilità di misurare i risultati ottenuti dagli amministratori secondo criteri non finanziari e criteri riconducibili alla CSR, ma soprattutto, sulle modalità di selezione di questi criteri e, in ultima analisi, sulle procedure che consentano di scegliere, in concreto, quali dei possibili interessi in gioco, anche potenzialmente confliggenti fra loro, debbano essere perseguiti.

Guardano all’organizzazione interna della società, e comunque tenendo ben presente la già descritta rilevanza delle istanze fatte proprie dagli investitori istituzionali, si può osservare che l’elaborazione della politica di remunerazione da parte dell’organo amministrativo, specialmente per ciò che concerne il perseguimento di finalità di sostenibilità sociale e ambientale, esige una serie di specifiche conoscenze; questo compito può essere affidato al comitato per la remunerazione, che sia in grado di bilanciare le diverse istanze relative alla protezione degli *stakeholder* provenienti sia dagli investitori istituzionali, sia dagli stessi amministratori.

In ogni caso, la predisposizione di un procedimento interno per la determinazione dei concreti interessi da perseguire risulta necessaria: si pensi alla presenza, nell’organizzazione interna, di forme di rilevazione (*ex ante*) delle istanze sociali o ambientali da perseguire, nonché di riscontro e valutazione (*ex post*) dei risultati ottenuti. Si pensi, ad esempio, all’analisi dell’impatto dell’attività della società sull’ambiente, analisi che, come avviene per il *risk management*, può trovare sede nel consiglio di amministrazione (si veda il Principio 1.C.1, lett. b) e c) del Codice di Autodisciplina)⁵⁸.

essere dall’organo amministrativo e solo successivamente approvata dai soci. Più correttamente, quindi, potrebbe parlarsi di “autoindirizzamento” degli amministratori, che provvedono a predeterminare, con le procedure interne cui si accennava, le scelte di carattere gestorio.

⁵⁷ Come si può agevolmente osservare, in questo contesto gli *stakeholder* rimangono sempre spettatori passivi, destinatari delle informazioni loro destinate grazie alla pubblicità di cui è oggetto la politica di remunerazione.

⁵⁸ L’analisi delle ricadute organizzative della rilevanza dei temi della sostenibilità, in termini generali, può avvalersi del dato comparatistico che, ad esempio, con riferimento al *Code de gouvernement d’entreprise des sociétés cotées* (come modificato nel giugno 2018) affida al consiglio di amministrazione il compito di reperire informazioni

Un efficiente sistema di rilevazione e riscontro consente non solo di accertare se gli amministratori abbiano agito in conformità con le politiche della società, e quindi abbiano diritto a determinate forme di retribuzione o premi⁵⁹, ma permette alla società medesima di preservarsi rispetto a possibili azioni di danni, in un contesto in cui la sensibilità per i temi ambientali e sociali è sempre più intensa. Di qui l'utilità di nuove competenze professionali, sia in capo agli amministratori esecutivi, sia per quei consiglieri che appartengano a comitati creati per queste finalità, competenze che consentano di conciliare la spinta verso la produzione di ricchezza con la preservazione di quei valori che il concetto di sostenibilità va a sintetizzare.

circa l'evoluzione dei mercati e del contesto concorrenziale, comprese le questioni relative alla *"responsabilité sociale et environnementale"*. Parimenti, il nuovo *Corporate Governance Code* inglese (anch'esso revisionato nel giugno 2018) prevede che *"The board should understand the views of the company's other key stakeholders and describe in the annual report how their interests and the matters set out in section 172 of the Companies Act 2006 have been considered in board discussions and decision-making"*.

⁵⁹ La presenza di politiche di remunerazione volte a premiare le decisioni "sostenibili" consente di far emergere, al livello di organizzazione interna, le esigenze delle categorie di *stakeholder* considerate rilevanti. Ciò implica, come si diceva, la presenza di forme di verifica che consentano di accertare l'allineamento degli interessi della società con gli interessi degli *stakeholder* presi in considerazione; queste forme di verifica, a loro volta, possono essere concretamente efficaci quando la politica di remunerazione includa la previsione di periodi di differimento circa la remunerazione degli amministratori, o l'introduzione di clausole di *claw-back* relative alla remunerazione variabile.