

Le politiche retributive del *top management* alla
prova della sostenibilità d'impresa

Prof. Raffaele Fabozzi

RELATORE

Enrica De Marco

CANDIDATO

Per Jole

*che dall'altra parte di questo infinito universo
continua ad accorciare i miei inverni ed allungare le mie estati*

“La morte non è niente. Sono solamente passato dall'altra parte: è come fossi nascosto nella stanza accanto. Io sono sempre io e tu sei sempre tu. Quello che eravamo prima l'uno per l'altro lo siamo ancora. Chiamami con il nome che mi hai sempre dato, che ti è familiare; parlami nello stesso modo affettuoso che hai sempre usato. Non cambiare tono di voce, non assumere un'aria solenne o triste. Continua a ridere di quello che ci faceva ridere, di quelle piccole cose che tanto ci piacevano quando eravamo insieme. Prega, sorridi, pensami! Il mio nome sia sempre la parola familiare di prima: pronuncialo senza la minima traccia d'ombra o di tristezza. La nostra vita conserva tutto il significato che ha sempre avuto: è la stessa di prima, c'è una continuità che non si spezza. Perché dovrei essere fuori dai tuoi pensieri e dalla tua mente, solo perché sono fuori dalla tua vista? Non sono lontano, sono dall'altra parte, proprio dietro l'angolo. Rassicurati, va tutto bene. Ritroverai il mio cuore, ne ritroverai la tenerezza purificata. Asciuga le tue lacrime e non piangere, se mi ami: il tuo sorriso è la mia pace”.

19 luglio 2018

LE POLITICHE RETRIBUTIVE DEL *TOP MANAGEMENT* ALLA PROVA DELLA SOSTENIBILITÀ D'IMPRESA

INTRODUZIONE

DAI PRINCIPI AGLI INDICI

CAPITOLO I

CRISI ECONOMICA E INCENTIVAZIONE DELLA *PERFORMANCE* MANAGERIALE:

LA STAGIONE REGOLATIVA DELL'*EXECUTIVE COMPENSATION*

- 1.1 Crisi economica, tecniche di remunerazione collegate ad azioni e rendimento della prestazione
- 1.2 Il *Financial Stability Board* e la costruzione di un'infrastruttura globale di monitoraggio sull'*executive compensation*
- 1.3 La *Dodd-Frank Wall Street Reform* e il *Consumer Protection Act*
- 1.4 I provvedimenti unionali del 2009-2010 per la definizione di una “sana politica retributiva” societaria
- 1.5 L'introduzione della *say on pay rule* e la promozione del successo sostenibile nelle società quotate
- 1.6 La specialità delle previsioni nel settore bancario: dalla circolare della Banca d'Italia n. 285 del 2013 alla *Capital requirements directive (CRD V)* del 2019
- 1.7 Le politiche retributive del *top management* nel settore assicurativo
- 1.8 Considerazioni sul carattere imperativo delle previsioni in tema di *executive compensation*

- 1.9 I tetti alle retribuzioni del *top management* del settore pubblico: dall'austerità del Decreto Salva Italia del 2011 alla Legge di Bilancio 2022

CAPITOLO II

DALLO *SHORT TERMISM* AL *LONG TERM VALUE*:

QUESTIONI IN TEMA DI *COMPENSATION PACKAGE* E RISOLUZIONE DEL RAPPORTO DI LAVORO

- 2.1 Incentivazione e partecipazione della categoria dirigenziale. Dalle buone prassi incentivanti alle distorsioni della crisi economica: c.d. *reward for luck* e c.d. *reward for failure*
- 2.2 Specialità della categoria e pluralità delle figure dirigenziali: il direttore generale e il dirigente amministratore
- 2.3 Funzione compensativa e funzione incentivante della retribuzione del *top management*
- 2.4 La disciplina codicistica della partecipazione agli utili
- 2.5 L'attribuzione di azioni quale strumento di fidelizzazione del dirigente
- 2.6 Il dirigente titolare di *stock options* e altri strumenti finanziari
- 2.7 L'offerta di azioni senza sovrapprezzo in favore del dirigente
- 2.8 La rilevanza disciplinare del mancato raggiungimento degli obiettivi da parte del *top manager*
- 2.9 La giurisprudenza in tema di mancata individuazione degli obiettivi e individuazione di obiettivi irraggiungibili da parte del datore di lavoro
- 2.10 *Executive compensation* ed obiettivi di lungo periodo: le clausole di *clawback* e di *malus*

- 2.11 Il ruolo dell'autonomia collettiva e individuale nella risoluzione del rapporto di lavoro dirigenziale: *golden parachutes*, indennità di preavviso e indennità supplementare

CAPITOLO III

PRINCIPIO DI SOSTENIBILITÀ E INDICI ESG NELLE POLITICHE RETRIBUTIVE DEL *TOP MANAGEMENT*

- 3.1 *Doing well by doing good*. La sostenibilità come diritto delle generazioni future nel contesto post pandemico
- 3.2 I *Sustainable Development Goals* dell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite
- 3.3 Le dimensioni del principio di sostenibilità: gli indici ESG e la *disclosure* societaria delle informazioni non finanziarie
- 3.4 Verso l'armonizzazione delle metriche ESG: transizione digitale, ambientale e sociale
- 3.5 L'indice di sostenibilità sociale nella definizione e valutazione delle politiche retributive del *top management*
- 3.6 Sostenibilità, solidarietà e tutela degli *stakeholders* nella prospettiva intragenerazionale e intergenerazionale

CAPITOLO IV

IL MODELLO EQUO E INCLUSIVO DI *COMPENSATION* DI ATLANTIA S.P.A.

- 4.1 La crisi pandemica come opportunità per il ripensamento delle politiche retributive e incentivanti di Atlantia
- 4.2 *Moving forward*. La Relazione sulla politica in materia di remunerazione 2021 e sui compensi corrisposti 2020

- 4.3 L'accordo quadro per un modello equo ed inclusivo di *total reward* del 10 dicembre 2021
- 4.3.1 La retribuzione fissa tra valorizzazione delle competenze e fidelizzazione del personale
 - 4.3.2 L'estensione del sistema retributivo variabile del *top management* al restante personale
 - 4.3.3 Retribuzione in natura e strumenti di *welfare*
 - 4.3.4 Il contrasto alle discriminazioni e al *gender pay gap*

CONCLUSIONI

LA SOSTENIBILITÀ DELLE POLITICHE RETRIBUTIVE NEL CONTESTO POST PANDEMICO

INTRODUZIONE

DAI PRINCIPI AGLI INDICI

Secondo la celebre definizione condivisa trent'anni fa nel Rapporto Brundtland "*Our Common Future*" in seno alla *World Commission on Environment and Development* dell'Organizzazione delle Nazioni Unite, per sviluppo sostenibile si intende lo sviluppo che soddisfi le esigenze del presente, preservando quelle delle generazioni future¹.

Una definizione semplice e puntuale cui, tre decenni ed una crisi economica mondiale più tardi, fa eco la presa di consapevolezza da parte di tutti gli attori del sistema economico, sociale e politico della

¹ La *World Commission on Environment and Development*, conosciuta anche come Commissione Brundtland, dal nome del primo ministro norvegese che la presiedette, fu istituita nel 1983 dalle Nazioni Unite e composta dai rappresentanti di ventuno paesi e i lavori furono conclusi nel 1987 con l'emanazione del Report "*Our common future*". Si legge in particolare nel Report della Commissione, par. 49, che "(...) *Far from requiring the cessation of economic growth, it recognizes that the problems of poverty and underdevelopment cannot be solved unless we have a new era of growth in which developing countries play a large role and reap large benefits*". Il concetto di "sviluppo sostenibile" così enucleato è stato in seguito sviluppato nel corso della Conferenza di Rio nel 1992, che si è conclusa con la Dichiarazione sull'ambiente e lo sviluppo che al principio 3 riprende la definizione del rapporto Brundtland e afferma che: "*the right to development must be fulfilled so as to equitably meet developmental and environmental needs of present and future generations*", precisando al principio 4 che: "*in order to achieve sustainable development, environmental protection shall constitute an integral part of the development process and cannot be considered in isolation from it*". La dimensione c.d. "intergenerazionale" del principio di sostenibilità ha poi trovato una precisa espressione nella Dichiarazione sulle responsabilità delle generazioni presenti nei confronti delle generazioni future, adottata dall'Unesco il 12 novembre 1997 e, più di recente, anche nella celebre Enciclica *Laudato Si*, in cui si legge che esso: "(...) *rispondere alle necessità delle generazioni attuali includendo tutti, senza compromettere le generazioni future*". Così, Papa Francesco, *Laudato Si*, Città del Vaticano, 24 maggio 2015, par. 53; nei successivi parr. 167 e 169 è inoltre contenuto un richiamo espresso alle risultanze della Dichiarazione di Stoccolma del 1972, della Dichiarazione di Rio del 1992 e della Conferenza delle Nazioni Unite sullo sviluppo sostenibile (Rio+20) del 2012.

necessità di rendere il sistema di produzione capitalistico sostenibile, al fine di realizzare nel lungo periodo, insieme al profitto, la soddisfazione dei bisogni delle persone, delle comunità in cui l'impresa opera e degli *stakeholders* nel segno dell'equità e dell'inclusione sociale².

Fattori quali la crescente disuguaglianza mondiale, le precarie condizioni di disagio e povertà di numerosi lavoratori nel mondo, i noti scandali finanziari e non di diverse aziende, i disastri ambientali causati dall'attività d'impresa, il cambiamento climatico, la delocalizzazione della produzione e la disumanità delle condizioni di lavoro, hanno infatti inevitabilmente reso evidente che i modelli di produzione tradizionali difettano di eticità, verso le persone e verso l'ambiente, e in quanto tali non sono sostenibili nel medio e lungo periodo.

In questo contesto, la crisi economica prima e quella del Covid-19 dopo, hanno svelato tutti i rischi strutturali, sociali e ambientali del vecchio modo di intendere l'impresa, la quale ha troppo spesso faticato a tenere il passo del cambiamento e a fornire risposte soddisfacenti alle istanze di sostenibilità, ambientale ma anche e soprattutto sociale che da più parti hanno incominciato ad avanzare³.

È appena il caso di ricordare che, in anticipo sui tempi, nel gennaio 2020 Larry Fink, nella lettera annuale ai CEO, si è mostrato precursore dell'esigenza di cambiamento rendendosi portavoce di un'innovativa visione d'impresa: il rischio climatico, afferma rivolgendosi agli

² Sul passaggio da un approccio "ecocentrico", che aveva caratterizzato la Conferenza di Stoccolma del 1972, a vantaggio di un approccio "antropocentrico", inaugurato dalla Conferenza di Rio del 1992 ed ancora oggi condiviso si veda F. FRANCESCHELLI, *L'impatto dei cambiamenti climatici nel diritto internazionale*, Napoli, 2019, pag. 62.

³ Come osservato da M. DRAGHI, *Non c'è vero sviluppo senza etica*, in *L'osservatore romano*, 9 luglio 2009 "La crisi che ha colpito l'economia mondiale è, per la prima volta, globale: quella del passato che le assomiglia di più – la grande depressione degli anni trenta, anch'essa originata negli Stati Uniti – interessò aree meno vaste del mondo e si propagò più lentamente".

investitori globali, obbliga tutti «a riconsiderare le fondamenta stesse della finanza moderna»⁴.

In questo contesto, reso ancora più allarmante e drammatico dall'emergenza epidemiologica del Covid-19, è toccato dunque alle realtà imprenditoriali, agendo dall'interno e insieme alle proprie comunità di riferimento, divenire pioniere della necessità di disegnare nuove forme di organizzazione della produzione e del lavoro in grado di coniugare elevati livelli di produttività aziendale e *performance*, non solo finanziaria, con la creazione di valore per tutti gli *stakeholders* coinvolti nella catena di valore⁵.

D'altra parte l'esistenza di un rapporto causale, pur non esclusivo, tra prassi di *corporate governance* e crisi finanziaria è stato autorevolmente sottolineato da quegli studiosi che hanno evidenziato che la crisi finanziaria ben si può imputare “in larga parte agli errori e alle lacune nei sistemi di governo delle imprese” e che, con specifico riferimento al ruolo delle politiche retributive, hanno denunciato l'irrisolutezza di quelle procedure di *governance* che non sono state capaci di impedire che le società finanziarie assumessero rischi eccessivi tramite sistemi di *compensation* idonei a stimolare la ricerca

⁴ Per il testo completo della lettera inviata da Larry Fink nel gennaio 2020 agli investitori globali si consulti il sito <https://www.blackrock.com>. È significativo notare che, nel medesimo anno, sulla scorta della spinta proveniente dai primi interventi in tema di sostenibilità, è stato per la prima volta aggiornato il Manifesto di Davos del 1973, che ora prevede in apertura che “*The purpose of a company is to engage all its stakeholders in shared and sustained value creation*”. Nel medesimo senso, nel suo rapporto *Principles for Purposeful Business*, anche la *British Academy* ha affermato che “Lo scopo del business è quello di risolvere i problemi delle persone e del pianeta con profitto, e non trarre profitto dal causare problemi”.

⁵ I sistemi retributivi e incentivanti del *top management* correlati al risultato sono stati adottati soprattutto al fine di prevenire condotte opportunistiche del *manager* finalizzate al perseguimento di interessi personali e lesive dell'interesse della società. Così la scelta di collegare una parte del compenso alla *performance* aziendale e, per l'effetto, di coinvolgere il *management* nella gestione del rischio di impresa, incentiverebbe i dirigenti a perseguire la migliore realizzazione dell'interesse degli azionisti, anche quando ciò importi il sacrificio di interessi personali. Sul punto si veda O.E. WILLIAMSON, *The Economic Institutions of Capitalism*, New York, 1985, pag. 47 e segg..

del rischio nel brevissimo periodo più che lo sviluppo sostenibile delle imprese⁶.

Ed è di tutta evidenza che soprattutto oggi, all'indomani della più grande pandemia dei tempi recenti, che è ancora emergenza nel momento in cui questo scritto è consegnato alle stampe, successo economico e progresso sociale dell'impresa rappresentino due aspetti inscindibilmente connessi, che impongono un ripensamento dell'organizzazione del lavoro e della produzione che, consentendo di rilevare e misurare nel lungo periodo i comportamenti virtuosi e le responsabilità, si allinei ai *Sustainable Development Goals* proclamati dall'Organizzazione delle Nazioni Unite nell'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile⁷.

Si tratta a ben vedere di un insieme di fondamentali principi di inclusione, etica, responsabilità, fiducia, rispetto, dignità e contrasto

⁶ Così G. KIRKPATRICK, *The corporate governance lessons from the financial crisis*, in *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2009, 1, pag. 61 e segg., secondo cui “le procedure di *corporate governance*, in diverse imprese finanziarie, non hanno raggiunto i loro obiettivi di salvaguardia contro un'eccessiva assunzione di rischi e hanno mostrato molteplici debolezze. Le informazioni sulle esposizioni, in un gran numero di casi, non hanno raggiunto il *board* e i maggiori livelli del *management*. In altri casi il *board* ha approvato una determinata strategia, ma non ha stabilito adeguate metriche di monitoraggio della sua realizzazione. Le informazioni sui rischi e i sistemi di controllo hanno lasciato molto a desiderare, nonostante la *disclosure* sia un elemento chiave dei principi di *corporate governance*. Gli *standard* contabili e i requisiti regolamentari si sono rivelati inefficaci. *Last but not least*, i sistemi di remunerazione non sono stati adeguatamente collegati alle strategie e alla propensione al rischio delle imprese e ai suoi interessi di lungo periodo”.

⁷ In ambito internazionale, il principio di sostenibilità nasce e si diffonde con la finalità precipua di tutelare i bisogni essenziali dell'essere umano in un determinato contesto ambientale e sociale, e nel tempo, grazie anche alla sua peculiare “duttilità” è stato rivolto ad ambiti materiali diversi come quello socio-demografico e quello economico-finanziario. Così la sostenibilità ha acquisito l'ulteriore complementare finalità di garantire un generale e graduale miglioramento delle condizioni di vita della popolazione mondiale, non solo futura ma anche di quella attuale. Naturale effetto di tale ricostruzione è stato, come osservato da D. PORENA, *Il principio di sostenibilità, Il principio di sostenibilità. Contributo allo studio di un programma costituzionale di solidarietà intergenerazionale*, Torino, 2017, pag. 106, il riconoscimento di una duplice dimensione temporale del principio: diacronica e sincronica. Si tratta di un processo fondamentale nell'ottica della promozione dello sviluppo sostenibile, culminato con i principi delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile ricompresi nell'Agenda 2030, reperibili su <https://sdgs.un.org/goals>.

alla corruzione, inevitabilmente destinati a circolare nell'epoca digitale post pandemica sotto forma di indici per poter finalmente integrare le questioni sociali e ambientali nei processi aziendali di organizzazione del lavoro attraverso la misurazione della *performance* aziendale e individuale, soprattutto manageriale⁸.

Solo se l'indice presidia l'attuazione del principio è dunque possibile perseguire la perenne aspirazione dell'uomo all'autoconservazione, tramite la realizzazione di obiettivi che, misurando la *performance*, siano in grado di creare valore anche per le generazioni future.

Obiettivo della presente ricerca è dunque quello di contribuire innanzitutto alla ricostruzione sistematica della disciplina giuridica e delle prassi applicative di una tematica, quella dell'*executive compensation*, che ha in tempi recenti risvegliato l'interesse degli studiosi, poiché rappresenta l'ambito elettivo per introdurre e misurare attraverso indici e metriche di matrice giuridica ma non solo la sostenibilità sociale e ambientale dell'impresa e del lavoro. L'esigenza di un'indagine muove, in particolare, dalle sollecitazioni derivanti da quella nuova concezione di impresa come comunità sostenibile che, imponendo un inevitabile ripensamento della retribuzione dei dirigenti apicali, esige l'individuazione di soluzioni coerenti con le nuove e più avanzate sfide che le citate esigenze di sostenibilità impongono⁹.

⁸ Per una disamina del nuovo modello manageriale inaugurato nell'ambito della *corporate social responsibility* si veda F. PERRINI, *Sostenibilità*, Milano, 2018, pag. 13.

⁹ Secondo il sondaggio PEARL MEYER QUICK POLL, *ESG and its Potential Link to Incentives*, nel 2017 il 60% delle aziende intervistate riconosceva le questioni ESG come una delle principali preoccupazioni. Recentemente il *Governance and Accountability Institute*, specializzato sui temi della sostenibilità, ha riportato che nel 2021 circa il 90% delle principali aziende statunitensi, rispetto all'81% del 2015, ha pubblicato rapporti aziendali sulle strategie e posizioni ESG adottate, più del triplo rispetto al 20% del 2011. Per ulteriori informazioni è possibile consultare il sito <https://pearlmeyer.com>.

In secondo luogo, la ricerca mira a dimostrare come il sistema retributivo tipico dell'*executive compensation*, oggi ancora elitario ed applicato solo con riferimento alla parte della nostra economia più moderna, avanzata e contaminata con il mondo anglosassone, possa da un lato porsi come modello per le future retribuzioni di tutti i lavoratori, e non solo di quelli apicali, e dall'altro dare concretezza al termine "sostenibilità"¹⁰.

Il primo capitolo sarà dedicato all'approfondimento della normativa che, sulla scorta dell'esperienza maturata nel corso della crisi economica, è stata introdotta in tema di *executive compensation*. Si è cercato, infatti, di arginare il dilagare di un'incontrollata stagione contrattuale delle retribuzioni dei *top manager* che, fino al 2008-2009, ha contribuito alla diffusione di una tendenza allo *short termism*, di cui hanno beneficiato l'impresa e i dirigenti più imprudenti, i cui incentivi raggiungevano un rendimento stellare in ragione di investimenti rischiosi che non tenevano conto degli effetti a lungo termine sopportati dalla compagine sociale e da tutti gli *stakeholders*.

In particolare, verranno esaminati i provvedimenti che dopo il c.d. Dodd Frank Act, che rappresenta il primo e più importante intervento di politica economica della storia americana moderna, anche gli organismi sovranazionali, come il *Financial Stability Board*, e le istituzioni europee si siano mosse nella direzione della maggiore regolamentazione, soprattutto in alcuni settori delicati e complessi, come quello delle società quotate, delle banche, delle assicurazioni, e

¹⁰ A tal riguardo essenziale sarà l'analisi del *case study* contenuta nell'ultimo capitolo del presente lavoro, in cui si approfondirà come il nuovo modello di *compensation* equo ed inclusivo adottato da Atlantia confermi, da un lato, l'attenzione verso l'introduzione di obiettivi non finanziari e metriche ESG nella valutazione della *performance* manageriale, soprattutto di lungo periodo, e dall'altro, come l'ampliamento dei meccanismi retributivi ideati per i dirigenti apicali a tutti i dipendenti rappresenti il naturale effetto del nuovo modo di intendere l'impresa nella prospettiva della sostenibilità e del rispetto di tutti gli *stakeholders*.

come questi provvedimenti sono stati recepiti nell'ordinamento giuridico italiano, nel quale peraltro con riferimento al lavoro pubblico è stata introdotta una specifica disciplina dei tetti per i compensi dei dirigenti apicali delle società a partecipazione pubblica.

Si tratta, nel pubblico così come nel privato, di una normazione che, in reazione alle distorsioni che avevano segnato le politiche retributive e incentivanti del *top management* fino alla crisi economica, rispondeva ad una quanto mai avvertita, tanto in dottrina quanto nell'opinione pubblica, esigenza di moralizzazione delle dinamiche retributive.

Sul piano più specifico del contratto di lavoro, il secondo capitolo si occuperà poi di esaminare le componenti del *compensation package* riconosciuto in favore del dirigente, distinguendo innanzitutto tra le funzioni compensativa e incentivante della retribuzione del *top manager*, onde approfondire le conseguenze derivanti dal mancato raggiungimento degli obiettivi nell'uno e nell'altro caso, nonché quelle derivanti dalla fissazione di obiettivi irraggiungibili da parte del datore di lavoro. Al fine di meglio comprendere detti meccanismi, verranno indagati i principali strumenti attraverso cui si persegue la partecipazione e l'allineamento degli interessi del dirigente apicale a quelli della proprietà societaria.

In tale contesto particolare interesse sollevano le clausole di *malus* e *clawback* della retribuzione manageriale, introdotte dalla contrattazione individuale per assicurare la sostenibilità nel lungo termine delle scelte strategiche, nonché le previsioni contrattuali collettive che riconoscono in favore del dirigente un'indennità supplementare rispetto a quella di preavviso previste per la cessazione del rapporto di lavoro e i noti e discussi *golden parachute*.

Sulla scorta di quanto analizzato nei primi due capitoli, il terzo approfondirà il delicato tema dell'introduzione del principio di

sostenibilità tramite nuovi e avanzati indici ESG all'interno della valutazione della *performance* societaria e manageriale.

Si tratta di un profilo di estremo interesse scientifico, non solo perché interessato da previsioni ed indagini ancora in via di sviluppo, ma soprattutto per il significativo apporto che l'attenzione verso i temi sociali ed ambientali, già in alcune forme perseguiti e tutelati all'interno del nostro ordinamento giuridico, comporta all'interno della struttura della retribuzione, interessata dall'introduzione di nuove metriche di misurazione della *performance* del dirigente che ben si prestano ad essere utilizzate, nel prossimo futuro, anche nei pacchetti retributivi dei dipendenti.

Come si approfondirà infine nel capitolo conclusivo della tesi, pioniera di tale linea interpretativa è la società di Atlantia, che tramite l'adozione del nuovo modello di *compensation* equo ed inclusivo ha confermato, da un lato, l'attenzione verso l'introduzione di obiettivi non finanziari e metriche ESG nella valutazione della *performance* manageriale, soprattutto di lungo periodo, e dall'altro, come l'ampliamento dei meccanismi retributivi ideati per i dirigenti apicali a tutti i dipendenti rappresenti il naturale effetto del nuovo modo di intendere l'impresa nella prospettiva della sostenibilità e del rispetto di tutti gli *stakeholders*¹¹.

¹¹ Non è semplice identificare i destinatari che il principio di sostenibilità mira a proteggere, sebbene eventuali squilibri di redistribuzione delle risorse potrebbero manifestarsi sia tra generazioni tra loro nettamente separate, sia tra generazioni diverse ma "concorrenti" in un dato momento (giovani-anziani), sia ancora all'interno della stessa generazione. Così M. FRANCAVIGLIA, *Le ricadute costituzionali del principio di sostenibilità a dieci anni dal Trattato di Lisbona. Spunti ricostruttivi alla luce della giurisprudenza europea e costituzionale*", in *Federalismi.it*, 19/20, pag. 60.

CAPITOLO I

CRISI ECONOMICA E INCENTIVAZIONE DELLA PERFORMANCE MANAGERIALE: LA STAGIONE REGOLATIVA DELL'EXECUTIVE COMPENSATION

SOMMARIO: 1.1 Crisi economica, tecniche di retribuzione collegate ad azioni e rendimento della prestazione – 1.2 Il *Financial Stability Board* e la costruzione di un'infrastruttura globale di monitoraggio sull'*executive compensation* – 1.3 La *Dodd-Frank Wall Street Reform* e il *Consumer Protection Act* – 1.4 I provvedimenti unionali del 2009-2010 per la definizione di una “sana politica retributiva” societaria – 1.5 L'introduzione della *say on pay rule* e la promozione del successo sostenibile nelle società quotate – 1.6 La specialità delle previsioni nel settore bancario: dalla circolare della Banca d'Italia n. 285 del 2013 alla *Capital requirements directive* (CRD V) del 2019 – 1.7 Le politiche retributive del *top management* nel settore assicurativo – 1.8 Considerazioni sul carattere imperativo delle previsioni in tema di *executive compensation* – 1.9 I tetti alle retribuzioni del *top management* del settore pubblico: dall'austerità del Decreto Salva Italia del 2011 alla Legge di Bilancio 2022

1.1. Crisi economica, tecniche di remunerazione collegate ad azioni e rendimento della prestazione

“*We had a compensation committee that spent a tremendous amount of time making sure that the interests of the executives and the employees were aligned with those of shareholders*¹²”. Con queste poche parole nell'ottobre del 2008, dinnanzi al Congresso degli Stati Uniti d'America, Dick Fuld commentava l'ingente somma di denaro – alcune centinaia di milioni di dollari – che, in qualità di amministratore delegato, aveva percepito da Lehmann Brothers nel periodo compreso

¹² Per il testo completo della dichiarazione di Dick Fuld innanzi al Congresso degli Stati Uniti d'America si veda *United States Committee on Oversight and Government Reform, Hearing*, 6 ottobre 2008.

tra il 2000 e il 2008. Un compenso, specificava il *top manager*, predeterminato da un comitato per la remunerazione che agiva in maniera indipendente, nel rispetto dei principi di buona *governance* societaria, e che vigilava affinché i compensi degli amministratori della società fossero vincolati al rispetto di interessi corrispondenti a quelli degli azionisti.

Di diverso avviso appariva tuttavia il Legislatore americano, ed insieme a lui i soci ed investitori in titoli Lehmann, quando, in persona dell'on. Waxman, ribatteva che doveva esserci una falla nella ricostruzione del *top manager*, posto che “*you did very well when the company was doing well and you did well when the company was not doing well. And now your shareholders who owned your company have nothing*”. La ricostruzione di Fuld difettava in altri termini di trasparenza, posto che i compensi erogati in suo favore dalla società negli ultimi 8 anni erano stati riconosciuti senza alcuna connessione con dei risultati che, se non straordinari, avrebbero dovuto quantomeno essere positivi. Ed invece anche nei momenti in cui la società registrava risultati economici sfavorevoli, il compenso del *top manager* non subiva alcuna flessione, raggiungendo anzi l'eccezionale cifra di circa 480 milioni di dollari erogati dal 2000 alla crisi economica del 2008¹³.

¹³ In tale contesto è significativo notare che, secondo quanto emerso dal Rapporto finale della *Financial Crisis Inquiry Commission*, se nei 30 anni successivi alla seconda guerra mondiale il valore reale delle retribuzioni dei dirigenti apicali, calcolato tenendo conto dell'inflazione, era cresciuto solo del 0.8% all'anno, comportando un ritardo anche nella crescita delle aziende di riferimento, dagli anni '70 in poi il tasso di crescita aveva conosciuto una rapida accelerazione sino ad arrivare ai ritmi degli anni '90, con una crescita di circa il 10% all'anno tra il 1995 ed il 1999. Si trattava di ritmi e numeri sicuramente impressionanti, registrati soprattutto nel settore finanziario, ove nel 2005 la retribuzione dei dirigenti apicali era arrivata a raggiungere una media di oltre 3 milioni all'anno, superando di gran lunga le retribuzioni medie per il medesimo livello di qualsiasi altro settore. E ciò nonostante la retribuzione base differisse relativamente poco tra i diversi settori, mentre i settori della banca e della finanza contemplavano l'erogazione di *bonus* molto più alti nei confronti dei dirigenti apicali, unitamente all'assegnazione di un gran numero di azioni.

L'episodio di Lehmann Brothers, che ha segnato com'è noto il divampare della grande crisi economica del 2007-2008, è emblema di un meccanismo perverso di retribuzione del *top management* che, dagli Stati Uniti all'Europa, presentava diverse criticità, sotto il profilo della coerenza con i principi di *governance*, della trasparenza delle informazioni, della fiducia degli investitori e della sostenibilità delle decisioni¹⁴.

La diffusione di piani retributivi che legavano la *compensation* dei dirigenti apicali al rendimento del capitale netto introduceva il significativo vantaggio in virtù del quale il vertice aziendale poteva guadagnare più di quanto potessero perdere. Si era così diffusa la prassi di ancorare i pacchetti retributivi del *top management* ad incentivi finanziari fondati sul significativo aumento del rischio societario finalizzato al conseguimento del miglior prezzo possibile per le azioni della società.

Si inaugurava così una vera e propria tendenza allo *short termism*, ossia al conseguimento del massimo utile possibile nel breve termine, senza tenere in debita considerazione le conseguenze economiche, e non solo, che talune condotte speculative avrebbero comportato nel lungo periodo.

Da quanto emerso dall'interessante Rapporto finale della *Financial Crisis Inquiry Commission*, istituita dagli Stati Uniti d'America nel 2009 per indagare le cause della crisi economica, le retribuzioni dei vertici aziendali del settore finanziario, a differenza di quelli del settore industriale, avevano iniziato a crescere in maniera esponenziale già a partire dagli anni '80, raggiungendo il culmine sul finire del primo decennio del nuovo millennio con la complicità di politiche

¹⁴ Sul punto si veda R.A. POSNER, *Are American CEOs Overpaid*, in *University of Chicago Law School*, 2009, pag. 1013 e segg. ma anche ID., *A failure of capitalism: the crisis of '08 and the descent into depression*, in *Harvard University Press*, 2009.

remunerative elargite con poca trasparenza e spesso prive di collegamento con i risultati societari¹⁵.

Una catastrofe, secondo la Commissione d'inchiesta sulla crisi, che era a ben vedere evitabile, come peraltro riconosciuto già nel settembre 2004 da alcuni amministratori delegati, secondo cui molti dei prestiti concessi avrebbero potuto condurre a conseguenze disastrose, in termini di una “catastrofe finanziaria e di reputazione” per le aziende¹⁶. Ma questo non bastò a fermali, unitamente a politiche retributive dei vertici aziendali particolarmente aggressive e opache¹⁷.

Infatti, mentre nelle società private americane (le c.d. “*private companies*”) i *top manager* erano soliti ricevere la parte più cospicua della retribuzione al momento della cessazione del rapporto di lavoro, quando negli anni '80 e '90 le banche d'investimento americane divennero pubbliche e venne meno la stretta relazione tra decisioni dei banchieri e politiche sui compenso dei dirigenti apicali, i *trader* e i *top manager* di talento divennero risorse del libero mercato, oggetto di una

¹⁵ Nel momento in cui il Rapporto andava in stampa, c'erano più di 1.000.000 di americani senza lavoro, che non riuscivano a trovare un lavoro a tempo pieno o che avevano rinunciato a cercarlo; circa 4.000.000 di famiglie avevano perso la loro casa per pignoramento e altri 4.500.000 di americani erano seriamente in ritardo con il pagamento dei mutui; quasi 100.000.000 di ricchezza delle famiglie erano svaniti, insieme alle pensioni e ai risparmi di una vita. Il testo completo del Rapporto Finale della *Financial Crisis Inquiry Commission* “*The financial crisis inquiry report*” è reperibile su <https://govinfo.gov>.

¹⁶ Per queste e ulteriori rilevazioni statistiche sui disastrosi effetti della crisi finanziaria sull'economia americana si faccia riferimento a quanto rilevato nel Rapporto Finale della *Financial Crisis Inquiry Commission* di cui alla precedente nota n. 10.

¹⁷ Si legge in particolare nella Relazione che i sistemi remunerative dei dirigenti apicali “*designed in an environment of cheap money, intense competition, and light regulation — too often rewarded the quick deal, the short-term gain — without proper consideration of long-term consequences. Often, those systems encouraged the big bet — where the payoff on the upside could be huge and the downside limited. This was the case up and down the line — from the corporate boardroom to the mortgage broker on the street*”.

sfrenata concorrenza al rialzo tramite politiche aziendali di *attraction e retention dei manager* più talentuosi¹⁸.

Così, per evitare repentini cambiamenti dei vertici aziendali, le aziende americane iniziarono a riconoscere degli ingenti incentivi al *top management*, molto spesso legati al prezzo delle azioni nel breve termine e favoriti da meccanismi di pagamento particolarmente celeri. Allo stesso modo, onde evitare di rimanere al di fuori del mercato, anche le banche commerciali intrapresero le medesime politiche, anche tramite la previsione di clausole di “*clawback*” che limitavano notevolmente le ipotesi in cui fosse dovuta la restituzione del compenso erogato in favore del dirigente apicale.

Si iniziava così ad avvertire la crescente esigenza di elaborazione normativa di una materia, quella dell'*executive compensation*, che seppur tornata all'attenzione degli studiosi in occasione della crisi economica, rappresentava un tema già parzialmente noto ai regolatori nazionali, come testimoniano le prime esperienze regolative della *Securities and Exchange Commission* (d'ora in avanti SEC) che già agli inizi degli anni '90 miravano ad assicurare un più ampio controllo da parte degli azionisti sui compensi dei vertici aziendali¹⁹.

¹⁸ Per un'approfondita ricostruzione storica delle tendenze di lungo periodo dell'*executive compensation* fondata sui dati relativi ai *top manager* delle grandi aziende dal 1936 al 2005 si veda C. FRYDMAN – R. E. SAKS, *Executive Compensation: A New View from a Long-Term Perspective, 1936-2005*, in *The Review of Financial Studies*, 2010, 23, 5, pag. 2099 e segg.. Secondo gli autori, in particolare, il valore reale mediano della retribuzione è stato notevolmente piatto dalla fine degli anni '40 agli anni '70, rivelando una debole relazione tra la retribuzione e la crescita aziendale; al contrario, questa correlazione è stata molto più forte negli ultimi trent'anni.

¹⁹ Sulla base della *Rule 14a-8* della SEC, il socio qualificato da cui deve pervenire la proposta di voto non vincolante da parte dell'assemblea sui compensi degli amministratori deve essere titolare da almeno un anno di una partecipazione di valore pari o superiore all'1% oppure a \$ 2.000,00 di valore di mercato delle azioni con diritto di voto all'interno dell'assemblea. È interessante notare che già nel 1992 la SEC introduceva le prime misure volte a riconoscere in favore degli azionisti un maggiore potere di controllo sui compensi del *top management*. Così, riformando il proprio precedente orientamento, fornì un'interpretazione della propria *Rule 14a-8* nel senso in cui fosse precluso ad una società quotata di rifiutare che venisse inserita nel *proxy material* la proposta di far votare l'assemblea dei soci sui compensi dei *top*

In Europa il compenso incentivante degli amministratori si atteggiava in maniera tendenzialmente differente rispetto all'esperienza americana, in ragione soprattutto dell'articolazione, diffusa o concentrata, della struttura proprietaria.

Nel periodo immediatamente precedente la crisi economica, avevano iniziato a diffondersi i primi controlli sulle pratiche retributive incentivanti, in particolare sulla trasparenza delle informazioni rese alla proprietà della società e dei compensi dei dirigenti apicali, in ragione delle pressioni esercitate dai soci e dagli investitori, non troppo entusiasti di apprendere di quali condizioni retributive favorevoli godevano quegli stessi *top manager* coinvolti nel disastro economico.²⁰. È interessante notare come, nei medesimi anni in cui negli Stati Uniti d'America dilagava la crisi economica e si iniziavano ad introdurre le necessarie regolamentazioni in materia di *executive compensation*, il

manager. Si trattava, ovviamente, di una votazione con valore non vincolante, resa necessaria dalla richiesta avanzata da un azionista qualificato di inserire, nella documentazione di raccolta delle deleghe assembleari diffusa dalla medesima società, la proposta di voto all'attenzione dell'assemblea. Con questa interpretazione la SEC, superando la precedente ricostruzione in virtù della quale sussisteva invece una competenza esclusiva del *board of directors* in materia di compensi dei *top manager*, inaugurava la nuova stagione regolativa in materia di *executive compensation*. L'orientamento, infatti, veniva fortemente sostenuto dalla diffusione, negli anni immediatamente successivi, di numerosi codici di autodisciplina delle società quotate, che iniziavano a raccomandare l'introduzione di una serie di misure volte a regolamentare le politiche retributive societarie, tra cui l'istituzione di comitati espressamente dedicati alla valutazione e vigilanza sulle retribuzioni dei vertici aziendali. È in questa sede opportuno anticipare che in Europa il Regno Unito per primo, nel 1995, con il *Greebury Report* della *Confederation of British Industry* raccomanda il potenziamento del ruolo e dell'indipendenza del comitato sulla remunerazione. Qualche anno più tardi, nel 1999, l'Italia si dota del primo codice di autoregolamentazione della Borsa Italiana, il c.d. codice Preda, che già nella sua prima versione all'art. 8, rubricato "Remunerazione degli amministratori", prevede che il Consiglio d'amministrazione costituisca al proprio interno un comitato per la remunerazione, composto prevalentemente da amministratori non esecutivi. Tra i compiti principali del comitato sono indicati, in particolare, la formulazione di proposte al consiglio sulla remunerazione degli amministratori delegati o che ricoprono particolari cariche e, su indicazione degli amministratori delegati, anche sull'individuazione dei criteri per i compensi dei dirigenti apicali.

²⁰ Su tutto ciò si rimanda a G. FERRARINI – N. MOLONEY, *Remunerazione degli amministratori esecutivi e riforma del governo societario in Europa*, in *Riv. soc.*, 2005, 2-3, pag. 589.

quadro delle remunerazioni del *top management* nelle società quotate italiane appariva sensibilmente diverso²¹.

Quando la crisi economica arrivò in Italia, la strutturazione della retribuzione dei dirigenti apicali variava sensibilmente in ragione innanzitutto delle dimensioni della società, ed in secondo luogo del

²¹ Per il rilievo statistico si richiama integralmente il contenuto dell'indagine di ASSONIME, *Analisi dello stato di attuazione del Codice di Autodisciplina delle società quotate 2010*, 2010, reperibile su <http://assonime.it>. Sulla base di dati riferiti all'esercizio 2009, Assonime redigeva un'interessante indagine sullo stato delle retribuzioni dei dirigenti apicali in Italia, coinvolgendo tutte le 272 società italiane quotate al 31 marzo 2010, le cui Relazioni fossero state rese disponibili al 31 luglio 2010. Veniva così redatto nell'ordinamento italiano il primo studio in tema di *executive compensation* dotato di copertura integrale, in ragione dell'entrata in vigore dell'obbligo per gli "emittenti valori mobiliari quotati" della diffusione in una specifica sezione della Relazione sulla gestione o in una relazione distinta, approvata dal Consiglio d'amministrazione e pubblicata congiuntamente ad essa, di una "Relazione sul governo societario e gli assetti proprietari. dall'indagine risultava poi che la grande maggioranza delle società quotate italiane, corrispondente a circa l'84% del totale, si era dotata di un comitato per la remunerazione, con funzioni di monitoraggio sulle politiche di *compensation* future e sui compensi erogati. Più nello specifico, con riferimento alla composizione del comitato per la remunerazione, risultava dall'indagine una buona attuazione delle raccomandazioni contenute nel Codice di autodisciplina, sulla scorta delle quali ogni comitato dovrebbe essere composto interamente da amministratori non esecutivi, la maggioranza dei quali indipendenti ed alcuni dei quali dotati di *financial expertise*. Circa il 94% delle società coinvolte rispettavano la prima raccomandazione e circa il 90% la seconda, mentre solo il 79% degli emittenti si adeguava alla terza. Di particolare interesse e rilievo era poi la seconda parte dell'indagine, deputata all'analisi dei piani di incentivazione basati su strumenti finanziari adottati dagli emittenti a favore di componenti degli organi societari. Lo studio, in particolare, si fondava su un minuzioso lavoro di censimento dei *compensation plans* dei vertici aziendali al fine di individuarne pratiche e struttura, anche tramite una stima del valore dei diritti attribuiti ai beneficiari e della loro evoluzione nel tempo. Risultava così che nel 2010 in Italia 123 società, pari al 44% del totale, avevano adottato almeno un piano retributivo incentivante, principalmente società di maggior dimensioni²¹ e operanti nel settore finanziario²¹, e che la tipologia adottata più frequentemente era quella dei piani di *stock option*, pari all'80% del totale. Nel medesimo anno la remunerazione media degli amministratori italiani era pari a circa € 235.000,00, registrando una diminuzione del 7% rispetto all'anno precedente²¹. Un calo tanto più evidente ove si consideravano le retribuzioni degli amministratori esecutivi, con picchi di - 9% con riferimento ai compensi degli amministratori delegati. La remunerazione degli amministratori indipendenti, tipicamente non destinatari di *bonus*, subiva parimenti un calo ma nella più contenuta misura del 3%.

ruolo, esecutivo o meno, dell'amministratore all'interno della compagine aziendale, nonché dal settore di attività²².

Se infatti con riferimento alle retribuzioni dei *top manager* delle società quotate statunitensi, complice anche un mercato finanziario forte e ben sviluppato, gli importi variavano considerevolmente in ragione del settore di riferimento, culminando negli stipendi stellari dei *top manager* del settore finanziario, in Italia i compensi variavano in misura notevole in ragione delle dimensioni dell'impresa, a prescindere dal settore d'attività²³.

Era in ogni caso divenuto evidente che la crisi economica mondiale, pur avendo avuto molteplici fattori scatenanti, fosse stata irrimediabilmente amplificata da politiche di incentivazione finanziaria del *top management* troppo spesso poco trasparenti e prive di collegamento con

²² Di particolare interesse risulta la dinamica dei compensi percepiti dai *top manager* in Italia tra 2009 e 2010: se da un lato è vero che la riduzione della remunerazione è riscontrabile con riferimento quasi ad ogni figura societaria, con l'eccezione degli amministratori non esecutivi, che invece registravano un aumento pari all'8%, dall'altro è altrettanto vero che detta riduzione era più accentuata per gli amministratori esecutivi ed in particolare per gli amministratori delegati. Le ragioni di ciò risiedono, principalmente, nel sensibile taglio dei *bonus* percepiti dai vertici aziendali, pari al 16% per gli amministratori delegati e al 31% per i presidenti. All'interno della struttura retributiva dei *top manager* italiani, la componente maggiormente significativa era rappresentata dalla retribuzione fissa, pari al 53% del totale, seguita dagli "altri compensi" al 36% del totale; il peso dei *bonus* si attestava invece intorno al solo 10%, con un picco nel 2009 del 14%, mentre i benefici non monetari avevano un peso trascurabile, pari a circa l'1% del totale. Con riguardo alla retribuzione degli amministratori indipendenti classificati come "a rischio", l'indagine Assonime rilevava che, al momento dello scoppio della crisi economica, questi percepivano compensi più elevati nel settore finanziario, per importi di circa € 119.000,00 contro i € 96.000,00 degli altri settori. La differenza di retribuzione degli amministratori indipendenti variava poi in proporzione alla dimensione dell'emittente: dai € 101.000,00 nel FTSE Mib ai € 48.000,00 tra le Mid cap fino ai € 25.000,00 tra le Small cap.

²³ Sulla tendenza alla progressiva adozione delle prassi retributive americane anche negli altri Paesi occidentali si veda R. S. THOMAS, *International executive pay: current practices and future trends*, in C. AMATUCCI (a cura di), *La remunerazione degli amministratori*, Milano, 2010.

dei risultati, economici ma anche sociali e ambientali, che avrebbero dovuto essere quantomeno positivi, se non straordinari²⁴.

Storicamente agli episodi di crisi e di manifesta incapacità di autoregolamentazione privata hanno fatto seguito interventi pubblici per la ridefinizione di nuove e più avanzate misure di protezione.

E così anche dopo la crisi economica del 2007-2008 si è aperta una nuova stagione regolativa dell'*executive compensation*, che va dalla grande crisi del 2007-2008 alla grande pandemia del Covid-19, nel corso della quale è iniziata un'intensa elaborazione normativa, a livello sovranazionale e nazionale, finalizzata a disciplinare meccanismi e processi di definizione di un nuovo modello d'impresa, capace di ingenerare fiducia in tutti i suoi *stakeholders* e durare nel tempo creando valore per la sua comunità di riferimento²⁵.

²⁴ All'inizio del nuovo millennio, sia prima che dopo essere state quotate in borsa, le più importanti banche d'investimento americane pagavano circa la metà dei loro introiti in retribuzioni. A titolo esemplificativo, basti notare che tra il 2005 e il 2008 mentre Goldman Sachs spese tra il 44% e il 49% all'anno in politiche retributive, Morgan Stanley ne spese tra il 46% e il 59%, nonostante le perdite drammatiche che iniziavano a subire in quegli anni. Ed è significativo notare che si trattava di compensi straordinari erogati in favore dei vertici aziendali senza alcuna connessione con dei risultati che avrebbero dovuto essere eccezionali o, quantomeno, estremamente positivi per giustificare la corresponsione di importi così elevati. Tra le più comuni forme di compensazione dei vertici aziendali sicuramente figuravano le *stock options*, tramite le quali i dipendenti hanno la possibilità di comprare in futuro le azioni della società datrice di lavoro ad un prezzo predeterminato, traendo vantaggio dalla differenza di valore, auspicabilmente più alto, delle azioni al momento della pattuizione ed a quello di acquisto. Un meccanismo speculativo che ebbe notevole successo e diffusione nelle prassi societarie americane, complice probabilmente anche la legislazione di favore, in virtù della quale le retribuzioni di importo superiore a \$ 1.000.000 erano soggette a tassazione ad eccezione di quelle basate su sistemi di misurazione della *performance*.

²⁵ Tra gli autori che nell'immediatezza della crisi economica hanno approfondito le perversioni dello *short termism* e di politiche retributive poco trasparenti si vedano R. A. POSNER, *A failure of capitalism: the crisis of '08 and the descent into depression*, in *Harvard University Press*, 2009; L. A. BEBCHUK – J. M. FRIED, *Paying for long-term performance*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2010, 158, pag. 1915 e segg.; J. C. COFFEE, *Bail-ins versus bail-outs: using contingent capital to mitigate systemic risk*, 2010, in *Columbia law and economics working paper series*, 2010, 380, reperibile su <https://scholarship.law.columbia.edu>. L'attenzione mediatica sollevata dal tema è evidente in A. S. BLINDER, *Crazy compensation and the crisis*, in *Wall street journal*, 28 maggio 2009. Per un approfondimento sull'evoluzione dei piani di

1.2 Il *Financial Stability Board* e la costruzione di un'infrastruttura globale di monitoraggio sull'*executive compensation*

La materia dell'*executive compensation* nel corso degli ultimi dieci anni è stata oggetto di un'incalzante attività normativa che ha cercato di regolamentare i sofisticati, ma troppo spesso poco trasparenti, piani di *incentive based compensation* dei vertici aziendali che si erano diffusi "a macchia d'olio" nel corso della globalizzazione finanziaria dello scorso decennio, culminata con l'exasperazione di una cultura manageriale improntata all'"individualismo ossessivo e non lungimirante"²⁶.

La crisi economica mondiale del 2007-2008 infatti, se ha avuto molteplici fattori scatenanti, è stata sicuramente amplificata dalle politiche di incentivazione finanziaria dei *top manager*, spesso elargite con scarsa trasparenza e senza alcuna connessione con dei risultati che, se non straordinari, avrebbero dovuto quantomeno essere positivi. Un meccanismo iniquo che ha determinato una tendenza al "*short termism*", alla creazione di valore nell'immediato piuttosto che nel lungo periodo, e che ha ribaltato il modo di strutturare i piani di *compensation* del vertice esecutivo. Così, da strumento premiale, complementare alla retribuzione fissa, la retribuzione variabile è divenuta la voce economica più significativa del pacchetto retributivo del *top manager*, relegando la retribuzione fissa al ruolo di parametro

compensation legati al valore di mercato delle azioni, con particolare riguardo all'esperienza degli Stati Uniti d'America, si veda D. I. WALKER, *Evolving executive equity compensation and the limits of optimal contracting*, in *Boston University School of Law*, 2009, *working paper* n. 9.

²⁶ La citazione è di P. L. CELLI, *Che cos'è il management*, Milano, 2013, pag. 20.

di determinazione delle componenti flessibili dell'*executive compensation*²⁷.

Consapevole che la prassi di retribuire il *top management* delle grandi istituzioni finanziarie tramite incentivi a breve termine avesse rappresentato uno dei fattori scatenanti la crisi economica, nel 2009 il *Financial Stability Board* ha pubblicato i noti *Principles for sound compensation practises*²⁸, arricchiti qualche mese più tardi dagli *Implementation standards*²⁹, un decalogo dei corretti comportamenti societari in materia di *executive compensation* da adottare per garantire un'adeguata considerazione dei rischi a lungo termine di tali forme retributive.

La perversione ed opacità dei meccanismi incentivanti adottati sino agli anni 2007-2008 per retribuire i vertici aziendali aveva infatti amplificato un'eccessiva assunzione di rischi da parte della società e, per l'effetto, minacciato gravemente la tenuta del sistema finanziario globale, lasciando le aziende senza le risorse necessarie per assorbire le perdite subite quando quei rischi si materializzavano³⁰.

Da ciò nasceva l'esigenza di una "*call for official action*" per assicurare una "*global supervisory and regulatory infrastructure*" idonea a garantire che le pratiche retributive dell'industria finanziaria fossero

²⁷ Nell'ultimo decennio si è infatti diffusa, negli Stati Uniti così come in Europa, la nota formula dello "*stipendio da un dollaro all'anno*", imitata e adottata da un numero incredibile di società nelle remunerazioni dei loro *CEO* e *top manager*.

²⁸ FINANCIAL STABILITY FORUM (poi divenuto *Board*), *Principles for sound compensation practices*, 2009, reperibili su <http://www.financialstabilityboard.org>.

²⁹ FINANCIAL STABILITY BOARD, *Principles for sound compensation practices: implementation standards*, 2009, reperibili su <http://www.financialstabilityboard.org>.

³⁰ S. BHAGAT – R. ROMANO, *Reforming executive compensation: focusing and committing to the long-term*, in *Yale Law & Economics Research Paper* No. 374, reperibile in SSRN, 2009, proponevano ad esempio l'introduzione di clausole per vietare la vendita delle azioni o l'esercizio delle opzioni per almeno due anni a far data dalla cessazione del rapporto di lavoro. Secondo altra parte della dottrina questa imposizione di limiti comporterebbe invece un aumento dei costi per la società, come espresso da S. BOZZI, *Stock options. Aspetti economici, fiscali e contabili*, Milano, 2006.

sane e, in quanto tali, contribuissero in maniera significativa alla diffusione di politiche di gestione del rischio e di buona *governance* societaria.

I principi e gli *standard* del *Financial Stability Board* (d'ora in avanti FSB) riguardano le diverse aree della *governance* societaria, della struttura retributiva e della supervisione e divulgazione di informazioni al mercato.

Alcuni dei principi non sono a ben vedere nuovi nella misura in cui richiedono, da un lato, una struttura retributiva del *top management* equilibrata rispetto ai risultati aziendali e, dall'altro, una visione di lungo termine delle scelte manageriale, al fine di allineare la *performance* individuale e aziendale, l'indipendenza del processo di definizione delle retribuzioni e la corresponsione dei compensi³¹.

Ciò che invece è relativamente nuovo è l'enfasi sulla necessità che *l'executive compensation* venga intesa quale strumento con cui realizzare una prudente assunzione dei rischi da parte della società tramite pratiche retributive in grado di ridurre gli incentivi che comportano una maggiore assunzione di rischi³².

Sotto il profilo della "*effective governance of compensation*", i principi richiedono innanzitutto una maggiore vigilanza da parte del Consiglio di amministrazione, che deve vigilare attivamente sulla progettazione e sul funzionamento del sistema di remunerazione³³, richiedendo che i membri del consiglio siano indipendenti e abbiano esperienza nella gestione del rischio al fine di garantire che via sia un "*effective*

³¹ 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 review*, 64, 2, pag. 432 e segg..

³² Nel settore bancario, i medesimi principi sono ribaditi dal BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (BCBS), *Compensation principles and standards assessment methodology*, 2010, reperibile su <http://www.bis.org>.

³³ FSB, *Principles for sound compensation practices*, principle 1.

*alignment of compensation with prudent risk taking*³⁴. Richiedono inoltre che il Consiglio monitori il sistema di *compensation*, che dovrebbe contemplare anche funzioni di controllo del suo funzionamento e una “*effective supervisory oversight and engagement by stakeholders*” per verificarne la regolare conformità con le politiche di buona *governance*³⁵.

Al riguardo, gli *standard* specificano inoltre che ciascuna società dovrebbe dotarsi di un comitato per la remunerazione, costituito in modo tale da esercitare le funzioni in autonomia ed assumere un giudizio competente e indipendente sulle politiche e pratiche di retribuzione nonché sugli incentivi creati per la gestione del rischio, del capitale e della liquidità. A tal fine, auspica che il comitato lavori a stretto contatto con il comitato di rischio della società nella valutazione degli incentivi creati dai piani di *compensation* e per tale via garantisca l’adesione delle politiche retributive societarie ai principi e agli *standard* internazionalmente riconosciuti³⁶.

Sotto il profilo della strutturazione dell’*executive compensation*, sia i principi che gli *standard* contengono delle preziose precisazioni che mirano, tra l’altro, ad allineare la retribuzione con una sana gestione dei rischi della società.

A tal fine, precisano innanzitutto che il compenso deve essere adeguato a tutti i tipi di rischio, specificando che due dipendenti che generano lo stesso profitto a breve termine ma assumono differenti rischi per conto della loro azienda, sotto il profilo del rischio di liquidità, del rischio di reputazione o del costo del capitale, non dovrebbero essere retribuiti trattati allo stesso modo³⁷.

³⁴ FSB, *Principles for sound compensation practices*, principle 2.

³⁵ FSB, *Principles for sound compensation practices*, principle 3.

³⁶ FSB, *Principles for sound compensation practices: implementation standards*, standard 1.

³⁷ FSB, *Principles for sound compensation practices*, principle 4.

Con riferimento alla struttura dell'*executive compensations*, si specifica poi che nella programmazione della retribuzione si mantenga un adeguato equilibrio tra le voci del trattamento, ed in particolare tra la parte erogata in denaro, quella erogata in azioni e le altre forme di retribuzione in modo tale da monitorare che via sia corrispondenza tra quanto percepito dal singolo e il rischio sopportato dalla società³⁸

Una parte della retribuzione variabile, peraltro, dovrebbe essere assegnata in azioni o strumenti legati alle azioni a condizione che siano idonei a creare incentivi del *top management* allineati con la creazione di valore su un orizzonte temporale di rischio di lungo periodo e siano disciplinati da un politica societaria di *retention* adeguata³⁹.

I sistemi di *compensation* dovrebbero poi collegare la dimensione del *pool* di *bonus* alla *performance* complessiva della società, assicurando che i pagamenti di incentivi siano legati al contributo effettivo del singolo a tale *performance*, mentre i *bonus* dovrebbero diminuire in caso di scarso rendimento dell'azienda, della divisione o della *business unit*⁴⁰. Ed infatti, una *performance* finanziaria negativa o comunque limitata dell'azienda dovrebbe generalmente portare ad una considerevole contrazione della retribuzione variabile, tenendo conto sia delle retribuzioni attuali che di quelle relative ad importi precedentemente guadagnati, anche attraverso accordi di *malus* o *clawback*⁴¹.

Si tratta a ben vedere di clausole innovative nei piani di *compensation*, nonostante la correzione degli incentivi in ragione dell'effettiva *performance* societaria fosse praticata anche prima della crisi

³⁸ FSB, *Principles for sound compensation practices*, principle 7.

³⁹ FSB, *Principles for sound compensation practices: implementation standards*, standard 8.

⁴⁰ FSB, *Principles for sound compensation practices*, principle 5.

⁴¹ FSB, *Principles for sound compensation practices: implementation standards*, standard 5.

economica. In particolare, le clausole di *malus* e *claw-back* possono essere applicate sia con riferimento agli incentivi in contanti che con riferimento ai pagamenti basati su azioni e permettono ai Consigli di amministrazione di ridurre o reclamare i *bonus* pagati sulla base di risultati che siano negativi o, più in generale, non rappresentativi della *performance* della società nel lungo termine.

È significativo al riguardo rilevare che il differimento dei compensi è stato tradizionalmente usato come meccanismo di ritenzione della ricchezza per quando il “*bad leaver will normally lose unpaid deferrals*”⁴².

È dunque di tutta evidenza che la crisi economica abbia sensibilizzato gli attori del sistema politico, economico e giuridico verso il riconoscimento di un ruolo considerevole ai meccanismi di differimento di alcuni importi della retribuzione in maniera proporzionale rispetto all’orizzonte temporale dei rischi presi in considerazione⁴³.

Così una parte sostanziale della compensazione variabile dovrebbe essere corrisposta in maniera differita, tramite accordi di differimento in cui l’orizzonte temporale preso in considerazione dovrebbe aumentare proporzionalmente al livello di anzianità o di responsabilità⁴⁴. Tra l’altro, precisa il *Financial Stability Board*, il periodo di differimento non dovrebbe essere inferiore a 3 anni, a

⁴² G. FERRARINI – M. C. UNGUREANU, *Economics, politics, and the international principles for sound compensation practices: an analysis of executive pay at european banks*, cit., pag. 466.

⁴³ Di conseguenza, così come i profitti e le perdite di diverse attività di un’impresa finanziaria possono realizzarsi in diversi tempi, così anche la corresponsione delle retribuzioni variabili può essere differita nel medio e lungo termine. Si veda FSB, *Principles for sound compensation practices*, principle 6.

⁴⁴ Ne consegue ovviamente che con riferimento ai *top manager*, in particolare, la percentuale di retribuzione variabile differita dovrebbe essere sostanzialmente più alta rispetto ai restanti dipendenti dell’impresa. Si veda FSB, *Principles for sound compensation practices: implementation standards*, standard 6.

condizione che questo arco temporale risulti correttamente allineato con la natura del *business*, con la strategia adottata, con i rischi e i compiti del *top manager*⁴⁵.

Come attentamente rilevato, tuttavia, le clausole di differimento che garantiscono una retribuzione variabile per un arco temporale più o meno ampio, tuttavia, potrebbero violare i principi del *pay for performance*⁴⁶. Il meccanismo del differimento, infatti, separa la retribuzione variabile dalla cattiva *performance* societaria, per tale via rivelandosi uno strumento per incoraggiare una maggiore assunzione di rischi negli investimenti. I *bonus* garantiti potrebbero allora non risultare coerenti con una sana gestione del rischio e dovrebbero essere adottati solo a fronte dell'assunzione di nuovo personale in misura limitata al primo anno⁴⁷.

Infine, il *Financial Stability Board* si sofferma sul tema delle indennità riconosciute in favore del *top manager* al momento della cessazione del rapporto di lavoro⁴⁸.

Non a caso, il tema era particolarmente dibattuto al momento dell'emanazione dei *Principles* e degli *Standards* in ragione della considerevole attenzione che la crisi economica aveva concentrato sui “*severance packages*” dei dirigenti apicali il cui rapporto di lavoro era cessato a seguito di, spesso disastrose, crisi delle loro aziende.

⁴⁵ FSB, *Principles for sound compensation practices: implementation standards*, standard 7.

⁴⁶ Sul punto si rimanda alle considerazioni di G. FERRARINI – M. C. UNGUREANU, *Economics, politics, and the international principles for sound compensation practices: an analysis of executive pay at european banks*, cit., pag. 467.

⁴⁷ FSB, *Principles for sound compensation practices: implementation standards*, standard 11.

⁴⁸ Si noti che il tema dei *severance payments* è stato in quegli anni affrontato anche da EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE FORUM, *Statement of the european corporate governance forum on director remuneration*, 2009, reperibile su <http://ec.europa.eu>.

In ragione dell'indignazione pubblica per gli elevanti compensi e buonuscite riconosciuti in favore del *top management*, con pesanti costi a carico della proprietà della società e più in generale di tutti gli *stakeholders*, si inizia dunque a introdurre, anche con riferimento a questi compensi, l'esigenza di una connessione con i risultati aziendali, ed in particolar modo con quelli di lungo termine, in modo da diffondere prassi retributive dei vertici aziendali “*designed in a way that does not reward failure*”⁴⁹.

Sulla scorta di questi primi ed innovativi principi, emanati nell'immediatezza della crisi economica, nel 2018 il *Financial Stability Board* torna ad occuparsi di *executive compensation* tramite la pubblicazione della *Supplementary Guidance to the FSB Principles and Standards on Sound Compensation Practices: the use of compensation tools to address misconduct risk*.

In tale regolamentazione il *Board* precisa che, se è vero che la scelta di quale strumento applicare per strutturare la *compensation* compete alla società, è altrettanto vero che nell'attività di supervisione le autorità di vigilanza devono esaminare l'adeguatezza dei contesti in cui queste decisioni vengono prese al fine di promuovere condizioni operative sicure e sane.

Tra gli obiettivi che persegue l'*executive compensation* vi è infatti sicuramente quello di *attraction* e *retention* di *top manager* qualificati, ma spetta alle autorità di vigilanza verificare che tale obiettivo non prevalga sulla necessità della società di implementare sistemi di *compensation* che scorragino comportamenti scorretti o altre condotte di assunzione del rischio imprudenti. Le linee guida del *Financial Stability Board* rispondono proprio al fine di fornire uniformi

⁴⁹ FSB, *Principles for sound compensation practices: implementation standards*, standard 12.

raccomandazioni per l'adozione delle migliori pratiche in tema di *compensation e misconduct risk*.

In effetti, costi aggiuntivi possono essere imposti alle imprese, ai clienti e agli altri *stakeholders* non solo da un'inappropriata politica societaria di assunzione di rischi, ma anche da una condotta impropria (una c.d. *misconduct*) che in ragione dei danni causati comprometta la fiducia nel sistema finanziario in generale⁵⁰.

Ebbene, uno degli strumenti indicati dal *Financial Stability Board* per prevenire *misconducts* è proprio l'*executive compensation*.

Tra le previsioni delle Linee guida emerge infatti quella relativa ad un "*effective alignment of compensation with misconduct risk*" tramite la supervisione sulle politiche retributive della società, affidata al Consiglio d'amministrazione, il quale dovrebbe accertarsi che tali politiche bilancino adeguatamente "*risk and reward*" e che la valutazione della *performance* tenga conto del rispetto delle leggi e dei regolamenti, dell'aderenza agli *standard* interni di condotta e del comportamento etico e responsabile. In ragione di ciò, il consiglio dovrebbe ritenere il *top management* responsabile dell'attuazione, della partecipazione alla progettazione e del monitoraggio di politiche di *compensation* che contribuiscano efficacemente a prevenire e a porre rimedio alle ipotesi di *misconduct*⁵¹.

In conclusione, le Linee guida emanate nel 2018 raccolgono ed implementano gli obiettivi dei *Principles* e degli *Standards* del 2009,

⁵⁰ Casi significativi di cattiva condotta, come la manipolazione dei *benchmark* dei tassi d'interesse, il commercio di valuta estera e le pratiche di *mis-selling*, hanno infatti sollevato significative preoccupazioni prudenziali sull'efficacia della *governance*, la gestione del rischio, i controlli e le pratiche di *compensation* basate sugli incentivi. Secondo le rilevazioni menzionate all'interno delle linee guida dei FSB, le multe post-crisi e le restituzioni dovute ai recenti episodi di *misconduct* delle grandi banche hanno superato i \$ 320.000.000.000 per le 50 maggiori imprese dell'Unione europea e degli Stati Uniti.

⁵¹ ⁵¹ FSB, *Supplementary guidance to the fsb principles and standards on sound compensation practices*, Linee guida 1, 2, 3, 4.

integrandone le previsioni con nuovi e più avanzati meccanismi di controllo sull'*executive compensation* che valorizzino il ruolo del Consiglio d'amministrazione sul condivisibile presupposto che, garantire a tutti gli *stakeholders* un adeguato livello di sicurezza, "*the compensation system should not be primarily controlled by the chief executive officer and management team*".

1.3 La Dodd-Frank Wall Street Reform e il Consumer Protection Act

La *Dodd-Frank Wall Street Reform* e il *Consumer Protection Act* (comunemente noti insieme sotto il nome di c.d. *Dodd-Frank Act*), introdotti pionieristicamente nel 2010 nel corso della presidenza Obama per calmierare i disastrosi effetti della crisi economica, rappresentano il più imponente intervento legislativo di riforma finanziaria degli Stati Uniti d'America dai tempi della *Great Depression* ⁵².

L'imponente *corpus* normativo, che mirava indubbiamente a promuovere una nuova e più avanzata regolazione della finanza statunitense nonché ad incentivare la tutela dei consumatori e del sistema economico americani, ha rappresentato l'occasione per disciplinare la delicata materia dell'*executive compensation*, ed i relativi profili di *corporate governance*, delle grandi *public companies*.

⁵² Così D. PALETTA – A. LUCCHETTI, *Law Remakes U.S. Financial Landscape*, in *Wall Street Journal*, 22 luglio 2010. Più in generale sul tema si richiama l'insegnamento di J. C. COFFEE, *The political economy of Dodd-Frank: why financial reform tends to be frustrated and systemic risk perpetuated*, in *Cornell Law Review*, 2012, reperibile su <https://scholarship.law.columbia.edu>, in virtù del quale "*a good crisis should never go to waste. In the world of financial regulation, experience has shown – since at least the time of the South Seas Bubble three hundred years ago – that only after a catastrophic market collapse, can legislators and regulators overcome the resistance of the financial community and adopt comprehensive "reform" legislation*".

Tra gli aspetti più rilevanti, emerge innanzitutto l'obbligo per la SEC di promulgare nuove regole di *corporate governance*, finalizzate soprattutto ad implementare gli obblighi societari di trasparenza e informazione.

Così, dalla sezione 951 alla sezione 957, il Dodd-Frank Act introduce una serie di regole che riformano il *Securities Exchange Act* del 1934 riguardanti, tra l'altro, il voto dei soci sulla *disclosure* dei compensi dei *top manager*, l'indipendenza del comitato remunerazioni, i contenuti della *disclosure* sull'*executive compensation*, le misure per ovviare all'ipotesi di errata corresponsione di compensi al *top management*, la redazione del *report* sulla struttura dei compensi.

Si tratta di un imponente intervento riformatore che, tuttavia, ha spesso sollevato le criticità della dottrina con particolare riguardo all'utilità di una regolamentazione fortemente incentrata sull'introduzione di obblighi di *disclosure*⁵³.

La sezione 951 disciplina alcuni profili dell'*executive compensation*, ed in particolare il *say on pay* e *say on golden parachutes* degli azionisti. Demanda alla SEC il compito di introdurre regole in virtù delle quali consentire agli azionisti un voto "consultivo" a carattere periodico e non vincolante per approvare i piani di *compensation* dei dirigenti apicali della società. Il medesimo voto consultivo deve essere poi introdotto per approvare i pagamenti effettuati in favore dei *top manager* in ipotesi di fusione o acquisizione entro un certo periodo di tempo dall'operazione⁵⁴.

⁵³ Si veda su tutti E. J. KANE, *Missing Elements in U.S. Financial Reform: A Kubler-Ross Interpretation of the Inadequacy of the Dodd-Frank Act*, in *SSRN*, 2011.

⁵⁴ La SEC, mentre ha adottato nel 2011 le misure previste dalla sezione 951, ha attualmente adottato 8 delle misure richieste dalle sezioni 952, 953 3 955 del *Dodd-Frank Act*, mentre 4 sono ancora allo stato di proposta e le. Per un aggiornamento costante sullo stato di avanzamento dei lavori di approvazione è possibile consultare il sito <https://www.sec.gov>.

La sezione 952 si occupa invece di introdurre nuove regole in tema di autonomia dei comitati per la remunerazione tramite l'introduzione di *standard* di indipendenza. La medesima sezione incarica poi la commissione di divulgare la prassi in virtù della quale sia resa pubblica l'indipendenza e l'assenza di conflitti d'interesse di ogni consulente presso i comitati per la remunerazione⁵⁵.

La sezione 953 della legge prevede che vengano resi pubblici alcuni dati, tra cui la *pay ratio disclosure* della società, da utilizzare quali indici dello stato di salute del sistema di *compensation* adottato. A tal fine, se da un lato richiede la pubblicità della media dei compensi annui di tutti gli impiegati della società, eccetto quella del CEO o posizione equivalente, nonché quella del compenso totale del CEO o posizione equivalente, dall'altro si sofferma sull'obbligo di rendere pubblico anche il rapporto tra le due voci, in modo tale da poter misurare il *gap* retributivo interno della società⁵⁶.

Con riferimento al principio del *pay for performance* e alla *pay equity disclosure*, nella sezione 953 si prevede l'adozione di regole per rendere pubbliche le relazioni tra il compenso dei dirigenti apicali di una società e la sua *performance* finanziaria, cui si va ad aggiungere l'obbligo di pubblicità del rapporto tra la *compensation* del CEO e la retribuzione complessiva media degli altri dipendenti della società⁵⁷.

In tema di *clawback*, la sezione 954 richiede poi l'introduzione di regole per l'implementazione delle politiche societarie di *clawback* della retribuzione che consentano il recupero dai dirigenti apicali, la cui

⁵⁵ La SEC ha adottato le regole finali di attuazione delle disposizioni contenute nella sezione 952 nel 2012 e nel 2013 ha approvato le regole del NYSE e del Nasdaq che attuano quanto previsto nella medesima sezione.

⁵⁶ La sezione 953 del *Dodd-Frank Act* modifica la sezione 14 del *Securities exchange act* del 1924 introducendo la *disclosure of pay versus performance*.

⁵⁷ A tal fine nel 2015 la SEC ha proposto delle regole per implementare le informazioni sull'equità retributiva richieste dal *Dodd-Frank Act*, ma tali regole devono ancora essere adottate. Le regole riguardanti la relazione tra la retribuzione dei dirigenti e le prestazioni sono state adottate nel 2015.

carica sia ancora in corso o cessata, delle somme basate sugli incentivi nell'evenienza di una rideterminazione dei risultati finanziari della società. A tal fine, detti compensi basati su incentivi che si legano ai risultati finanziari della società devono essere resi pubblici sulla base delle indicazioni che la SEC dovrà fornire⁵⁸.

Accanto a queste previsioni, altre contribuiscono in maniera minore all'implementazione degli *standard* di sicurezza e trasparenza delle informazioni sull'*executive compensation* delle *public companies* americane e rispondono alla medesima esigenza di regolamentazione che, sull'esempio del *Dodd-Frank Act*, in quegli anni avrebbe travolto anche l'Unione Europea⁵⁹.

1.4 I provvedimenti unionali del 2009-2010 per la definizione di una “sana politica retributiva” societaria

Se è vero, come i dati riportano, che nei primi anni 2000 i pacchetti retributivi dei *top manager* sono arrivati a toccare cifre spaventose, contribuendo in maniera significativa, in ragione della scarsa trasparenza e della debole connessione con i risultati aziendali, ad aggravare la crisi economia del 2007-2008, è altrettanto vero che un ruolo centrale è stato giocato dall'insufficienza degli strumenti regolativi che, al divampare della crisi, erano stati emanati in tema di *executive compensation*⁶⁰.

⁵⁸ Allo stato, non risulta che sia stata ancora proposta alcuna misura attuativa della sezione 954.

⁵⁹ Il riferimento è in particolare alle sezioni da 955, 956 e 957. Attualmente sono in fase di proposta le seguenti misure: *Pay v. performance disclosure* (sezione 953); *Recovery of executive compensation* (sezione 954); *Compensation structure reporting* (sezione 956); *Prohibition on certain compensation arrangements* (sezione 956).

⁶⁰ Per il rilievo in virtù del quale, già prima della crisi economica, fosse necessario riformare la disciplina del compenso degli amministratori esecutivi, inteso quale strumento negoziale incentivante, e per un approfondimento sul ruolo giocato

In effetti, il nodo centrale della questione non è tanto e non solo che gli amministratori ricevono dei compensi elevati, trattandosi di soggetti dotati di spiccate competenze e funzionali alla creazione di valore per gli azionisti, bensì che la disciplina della retribuzione dei vertici aziendali non abbia saputo calmierare gli effetti dello *short termism*, mantenendo la parte variabile della retribuzione in un rapporto di ragionevole proporzionalità con i risultati conseguiti e, al contempo, allineando gli interessi del dirigente apicale con quelli dei soci⁶¹.

E se nel 2003⁶², in Italia, la riforma delle società di capitali rafforza il ruolo dell'assemblea dei soci nella determinazione dei compensi disponendo che, ove lo statuto lo preveda, ai sensi dell'art. 2389, comma 5 c.c. può fissare un tetto massimo alle retribuzioni di tutti gli amministratori, tra 2003 e il 2010 la Commissione europea emana ben quattro raccomandazioni ed una comunicazione in materia di retribuzione del *top management*, seguite da un'importante direttiva sulle politiche retributive delle società nel settore finanziario⁶³.

Nel 2003, in particolare, per la prima volta la Commissione europea propone di rafforzare i diritti degli azionisti e modernizzare il ruolo del consiglio di amministrazione tramite l'applicazione di una normativa "adeguata" sulla retribuzione degli amministratori negli Stati membri⁶⁴.

dall'Unione Europea in materia, si veda a G. FERRARINI – N. MOLONEY, *Remunerazione degli amministratori esecutivi e riforma del governo societario in Europa*, cit., pag. 588 e segg..

⁶¹ Si intende aderire all'orientamento espresso da M. CAMPOBASSO, *I compensi degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*, in *Riv. soc.*, 2011, pag. 702 e segg..

⁶² D. Lgs. n. 6 del 2003, recante la Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366, pubblicato in G. U. n. 17 del 2003.

⁶³ Direttiva 2010/76/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 24 novembre 2010, che modifica le direttive 2006/48/ce e 2006/49/ce per quanto riguarda i requisiti patrimoniali per il portafoglio di negoziazione e le ricartolarizzazioni e il riesame delle politiche remunerative da parte delle autorità di vigilanza.

⁶⁴ Si tratta della Comunicazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento Europeo "Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario

In particolare, rileva la Commissione, se è vero che la forma, la struttura e il livello delle retribuzioni dei dirigenti apicali rientrano certamente nella competenza delle società e dei loro azionisti, che dovrebbero facilitare l'assunzione e la permanenza di amministratori più talentuosi nella direzione di una società, è altrettanto vero che i piani di *compensation* di questi soggetti possono facilmente prestarsi a situazioni in cui gli amministratori con incarichi esecutivi rischiano di trovarsi in un conflitto d'interesse con gli interessi degli azionisti. Per questa ragione, auspica che i sistemi di retribuzione vengano sottoposti ad opportuni controlli sotto il profilo del governo societario, al fine di tutelare adeguatamente i diritti di informazione degli investitori che, tramite la comunicazione di informazioni esatte e tempestive da parte degli emittenti di valori mobiliari, ripongano una fiducia durevole nell'investitore e nella promozione di un sano governo societario.⁶⁵

Sulla scorta delle importanti indicazioni espresse nella comunicazione, l'anno seguente, stavolta con raccomandazione, la Commissione europea tornava sul tema dell'*executive compensation* prevedendo, nella sezione II, che ogni società quotata dovrebbe rendere pubblica una dettagliata "dichiarazione relativa alle remunerazioni", all'interno di una relazione sulla remunerazione a sé stante o nei conti annuali e nella relazione annuale o negli allegati ai conti annuali della società, oltre che sul sito web della società quotata⁶⁶.

nell'Unione europea. Un piano per progredire", COM/2003/284 reperibile su <https://eur-lex.europa.eu>.

⁶⁵ La comunicazione della Commissione europea verte in particolare su due rilievi: gli azionisti dovrebbero disporre di un resoconto chiaro ed esauriente della politica retributiva della società, in modo da poter valutare la strategia societaria sui compensi e rafforzare l'obbligo di rendiconto agli azionisti. In secondo luogo, dovrebbe essere garantita una trasparenza adeguata sui contratti dei dirigenti apicali, che dovrebbe includere, tra l'altro, le informazioni inerenti al periodo di preavviso e al trattamento di fine rapporto di lavoro nei contratti direttamente legati alla retribuzione degli amministratori.

⁶⁶ Raccomandazione della Commissione del 14 dicembre 2004 relativa alla promozione di un regime adeguato per quanto riguarda la remunerazione degli

Nella sezione III della raccomandazione, la Commissione anticipa poi alcuni dei contenuti della futura normazione in tema di *executive compensation*, precisando che, qualora la retribuzione del dirigente apicale sia basata su azioni, opzioni su azioni o altri diritti di acquisto di azioni o in base alle variazioni di prezzo delle azioni, la stessa dovrebbe essere sottoposta, prima dell'adozione, all'approvazione preliminare degli azionisti mediante una risoluzione dell'assemblea generale annuale. Veniva per tale via recepita, a livello unionale, la regola del per tale via recepita, a livello unionale, la novella regola del *say on pay*, introdotta pionieristicamente nel Regno Unito nel 2002 per indurre gli amministratori a presentare agli azionisti una dettagliata relazione sulla politica retributiva societaria nonché sui singoli trattamenti accordati da sottoporre alla votazione non vincolante dell'assemblea convocata per l'approvazione del bilancio⁶⁷.

amministratori delle società quotate, 2004/913/CE, reperibile su <https://eur-lex.europa.eu>. In particolare, la raccomandazione precisa quali elementi dovrebbero essere resi pubblici dalla società quotata, con riferimento al trattamento economico del dirigente apicale (ossia la totalità degli stipendi corrisposti o dovuti, gli altri compensi ricevuti dalle società appartenenti allo stesso gruppo, la retribuzione erogata in forma di partecipazione agli utili e/o pagamenti di premi con le relative ragioni, qualsiasi ulteriore retribuzione significativa corrisposta per prestazioni non rientranti tra le funzioni consuete, le indennità corrisposte o dovute per cessazione delle funzioni nel corso dell'esercizio finanziario considerato, il valore totale stimato degli eventuali altri elementi della retribuzione non monetari), alle azioni, opzioni e altri incentivi su di essi basati (le opzioni su azioni offerte o di azioni attribuite dalla società nell'esercizio finanziario considerato, le opzioni su azioni esercitate nel corso dell'esercizio finanziario considerato, le opzioni su azioni non esercitate a conclusione dell'esercizio finanziario nonché qualsiasi modifica delle condizioni avvenuta nel corso dell'esercizio finanziario), nonché sulle pensioni integrative del *top management* (nei regimi pensionistici a ripartizione, le informazioni riguarderanno i cambiamenti avvenuti nelle prestazioni maturate per l'amministratore in base al regime, nel corso dell'esercizio finanziario considerato; nei regimi a capitalizzazione, le informazioni dettagliate riguarderanno i contributi versati o da versare per l'amministratore da parte della società quotata nel corso dell'esercizio finanziario considerato).

⁶⁷ La polemica sui compensi dei *top manager* inglesi conduce, nel 2002, il Regno Unito ad introdurre per primo nell'ordinamento giuridico, tramite la *Directors' Remuneration Report Regulation*, la regola del *say on pay* sui compensi dei dirigenti apicali, oggi disciplinata dal *Companies Act* del 2006.

L'anno seguente la nuova raccomandazione della Commissione europea recepisce infine le indicazioni contenute in numerosi codici di autoregolamentazione nazionali, invitando gli Stati membri a prevedere l'istituzione di un comitato per la remunerazione in seno al Consiglio d'amministrazione⁶⁸ con funzioni propositive ed istruttorie in tema di *executive compensation*⁶⁹.

Se nei primi interventi la Commissione adotta un atteggiamento non particolarmente penetrante, evitando di entrare nel merito delle decisioni sulle politiche retributive dei *top manager*, nei successivi atti, ed in particolare nelle due raccomandazioni del 2009 e nella direttiva del 2010, l'impatto della crisi economica è evidente.

Nel 2009 l'importante indagine dell'*European corporate governance forum* sulle prassi delle società quotate europee in tema di *executive compensation* ha rivelato, da un lato, il limitato impatto sui sistemi retributivi delle legislazioni nazionali sino ad allora adottate e, dall'altro, il dilagare di diverse criticità nella struttura dei piani di *compensation*⁷⁰.

Accanto alla sussistenza di una diffusa sproporzione tra la parte fissa e la parte variabile delle retribuzioni dei dirigenti apicali e all'eccessiva complessità degli schemi retributivi, è emersa innanzitutto la tendenza alla corresponsione di una quota della retribuzione variabile, principalmente collegata alle ipotesi di cessazione del rapporto di lavoro del dirigente apicale, in cui l'adeguata connessione con i risultati aziendali non appariva quale elemento principale, al punto da

⁶⁸ Si noti che, diversamente, nelle società con sistema dualistico, il comitato per la remunerazione può essere costituito in seno al consiglio di sorveglianza.

⁶⁹ Come evidenziato *sub* nt. n. 9, nel 1999 l'Italia si dota del primo codice di autoregolamentazione della Borsa Italiana, il c.d. codice Preda, che già nella sua prima versione all'art. 8, rubricato "Remunerazione degli amministratori", prevede che il Consiglio d'amministrazione costituisca al proprio interno un comitato per la remunerazione, composto prevalentemente da amministratori non esecutivi.

⁷⁰ EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE FORUM, *Statement*, 23 marzo 2009, reperibile su <http://ec.europa.eu>.

legittimare prassi in cui il *top manager* veniva retribuito anche quando la società sopportava una perdita di valore delle proprie azioni. È il fenomeno del c.d. *pay for failure*, cui ha fatto eco la scarsa trasparenza nei confronti dei soci delle politiche retributive adottate dal Consiglio d'amministrazione.

Così, nelle ipotesi di cessazione del rapporto di lavoro, la previsione di indennità per la perdita della carica, il c.d. *payment for loss of office*, ha generato la diffusione di pratiche remunerative culminate nella previsione di *golden parachutes* sproporzionati per i *top manager*. Si trattava a ben vedere di indennità di cessazione del rapporto di importo tendenzialmente elevato che, se da un lato difettavano di adeguata connessione con i risultati aziendali, dall'altro operavano anche nelle ipotesi di cessazione del rapporto lavorativo per dimissioni del dirigente apicale.

Da ultimo, la previsione di piani di incentivazione parametrati sui soli risultati di breve termine aveva stimolato la diffusione di una cultura di breve periodo, il c.d. *short termism*, provocando il mancato allineamento dell'interesse del *top management* con quello societario di sostenibilità nel lungo periodo⁷¹.

Di qui l'evoluzione nell'atteggiamento degli organi comunitari in materia, testimoniato da un interventismo della Commissione europea culminato nelle due raccomandazioni che nel 2009⁷² hanno integrato le precedenti e dalla direttiva del 2010⁷³.

⁷¹ Per una compiuta disamina delle "patologie" dei sistemi retributivi diffusi in Europa nel 2009 si veda M. CAMPOBASSO, *I compensi degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*, cit., pag. 711.

⁷² Si tratta della Raccomandazione della Commissione del 30 aprile 2009, che integra le raccomandazioni 2004/913/CE e 2005/162/CE per quanto riguarda il regime concernente la remunerazione degli amministratori delle società quotate e della Raccomandazione della Commissione del 30 aprile 2009, sulle politiche retributive nel settore dei servizi finanziari.

⁷³ Direttiva 2010/76/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 24 novembre 2010, che modifica le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE per quanto riguarda i

Rispetto ai precedenti provvedimenti, il mutamento di atteggiamento dell'Unione europea rispetto al tema del controllo sui compensi del *top management* rappresenta il naturale effetto della crisi economica che si era nel frattempo abbattuta sui mercati. È infatti evidente che gli organi comunitari hanno dovuto prendere atto che gli importi dell'*executive compensation* non avevano cessato di crescere in maniera sproporzionata rispetto ai risultati aziendali e rispetto alla media delle retribuzioni degli altri lavoratori, indice della scarsa incidenza delle precedenti raccomandazioni sulle legislazioni degli ordinamenti nazionali⁷⁴.

Così, se pure “la forma, la struttura e il livello di remunerazione degli amministratori costituiscono ancora temi per i quali sono competenti in primo luogo le società, i loro azionisti e, eventualmente, i rappresentanti del personale”, la Commissione stabilisce alcuni principi supplementari applicabili alla struttura delle remunerazioni degli amministratori⁷⁵. E se la prima raccomandazione del 2009 si occupa di identificare i principi fondamentali per l'adozione di una “sana” politica retributiva nelle società quotate, la seconda disciplina alcuni specifici profili sulla retribuzione nel settore dei servizi finanziari.

In particolare, i principi per le società quotate contenuti nella Raccomandazione 2009/385/CE, recepiti nel 2010 nell'ordinamento italiano all'interno dei criteri applicativi dell'art. 7 del Codice di autodisciplina, prevedono che:

- la concessione di componenti variabili della remunerazione dovrebbe essere condizionata al raggiungimento di obiettivi predeterminati e misurabili;

requisiti patrimoniali per il portafoglio di negoziazione e le ricartolarizzazioni e il riesame delle politiche remunerative da parte delle autorità di vigilanza.

⁷⁴ Si condividono al riguardo le considerazioni di M. CAMPOBASSO, *I compensi degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*, cit., pag. 712.

⁷⁵ Cfr. Considerando n. 3 della Raccomandazione 2009/385/CE.

- gli obiettivi e i criteri cui è ancora la parte variabile della retribuzione 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;
- la corresponsione di una quota rilevante della retribuzione variabile dovrebbe essere dilazionato di un periodo minimo in funzione dell'importanza di quest'ultima rispetto alla componente non variabile;
- il *golden parachute*, dovrebbe essere subordinato al conseguimento di risultati soddisfacenti per la società e non dovrebbe superare un determinato importo o un determinato numero di anni;
- il conferimento di azioni e il diritto di esercitare le opzioni su azioni o eventuali altri diritti di acquisto di azioni o di retribuzione in base alle variazioni di prezzo delle azioni dovrebbero essere subordinati a obiettivi predeterminati e misurabili;
- gli amministratori dovrebbero conservare un certo numero di azioni fino alla fine del loro mandato per finanziare eventuali costi collegati all'acquisizione delle stesse (c.d. *share retention*);
- la retribuzione per gli amministratori privi di incarichi esecutivi o dei membri del consiglio di sorveglianza non dovrebbe includere opzioni su azioni.

Accanto a tali principi riguardanti specificamente la struttura della retribuzione, la Commissione si occupa di prevedere che la relazione sulla retribuzione sia chiara e facilmente comprensibile, nell'ottica di

realizzare la massima trasparenza possibile delle informazioni rilevanti⁷⁶.

Si tratta di importanti principi che, contribuendo in maniera significativa ad armonizzare e ridurre le complessità delle strutture retributive dei *top manager* e per l'effetto ampliare il controllo degli azionisti, vengono condivisi anche nella Raccomandazione 384/2009/CE e nella Direttiva 2010/76/CE relative alle retribuzioni nel settore dei servizi finanziari.

I due provvedimenti, in particolare, riprendendo le indicazioni del G20 di Londra del 2009 e i Principi del *Financial Stability Board*, condividono l'assunto in virtù del quale seppur le pratiche retributive non costituiscono la causa principale della crisi sviluppatasi nel 2007 e 2008, è innegabile che nell'industria dei servizi finanziari esse abbiano favorito comportamenti eccessivamente rischiosi, contribuendo alle ingenti perdite subite da imprese finanziarie di grande importanza.

Di qui l'esigenza di intervenire in maniera maggiormente incisiva per frenare, in un settore importante come quello finanziario, in cui molte imprese operano a livello transfrontaliero, la tendenza allo *short termism* che aveva dilagato nelle prassi retributive degli ultimi anni.

⁷⁶ A tal fine il par. 5 della Raccomandazione prevede che la dichiarazione relativa alle retribuzioni dovrebbe indicare, tra l'altro, "a) una spiegazione su come la scelta di criteri relativi ai risultati contribuisca agli interessi a lungo termine della società, in conformità del punto 3.2 della presente raccomandazione; b) una spiegazione sui metodi applicati al fine di determinare se i criteri in materia di risultati sono stati soddisfatti; c) informazioni sufficienti sui periodi di dilazione applicati alle componenti variabili della remunerazione, come indicato al punto 3.3 della presente raccomandazione; d) informazioni sufficienti sulla politica in materia di trattamento di fine rapporto, come indicato al punto 3.4 della presente raccomandazione; e) informazioni sufficienti sui periodi per l'acquisizione della remunerazione basata su azioni, come indicato al punto 4.1 della presente raccomandazione; f) informazioni sufficienti sulla politica relativa all'obbligo di mantenere le azioni dopo la loro acquisizione, come indicato al punto 4.3 della presente raccomandazione; g) informazioni sufficienti sulla composizione di gruppi di società pari, la cui politica retributiva è stata valutata per determinare la politica in materia di remunerazione della compagnia in esame".

Innanzitutto la politica retributiva societaria dovrebbe essere in linea con gli obiettivi, la strategia economica, i valori e gli obiettivi di lungo termine dell'impresa finanziaria, quali ad esempio la crescita sostenibile, ed essere coerente con i principi di protezione degli *stakeholders*.

In secondo luogo, qualora la retribuzione preveda una componente variabile, la politica retributiva dovrebbe essere strutturata in modo da presentare un adeguato equilibrio tra componenti fisse e variabili e da prevedere dei limiti per la seconda.

La valutazione dei risultati da cui dipende la corresponsione della retribuzione variabile dovrebbe inoltre essere fondata su criteri di ponderazione dei rischi, attraverso stime prudenziali precedenti l'erogazione degli importi (*ex ante risk adjustment*) oppure attraverso meccanismi di *malus* o *clawback* che consentano la correzione successiva.

Ovviamente l'attività di vigilanza riveste un ruolo centrale nell'architettura di principi individuati dalla Commissione europea. Viene infatti riconosciuta la competenza delle autorità nazionali di vigilanza sui settori finanziari a riesaminare le politiche retributive adottate dalle società, cui si aggiunge la previsione dell'importante potere delle autorità di richiedere e avere accesso a tutte le informazioni di cui necessitano per valutare il rispetto dei principi previsti dalla Raccomandazione.

Da quanto evidenziato, è dunque evidente l'impatto della crisi sull'attività normativa dell'Unione Europea. Mentre nei primi interventi la Commissione europea tendeva ad astenersi dall'entrare nel merito delle decisioni sui compensi, negli ultimi interventi, in ragione anche della pressione dei mercati finanziari per l'introduzione di limiti all'autonomia privata, giunge fino a delineare un vero e proprio controllo pubblico sui compensi degli amministratori nel settore

finanziario, in ciò confermando l'importanza di un approccio interventista della comunità europea su un tema, quale quello dell'*executive compensation*, che per la delicatezza degli interessi coinvolti non può non essere disciplinato in maniera uniforme su tutto il territorio dell'Unione⁷⁷.

1.5 L'introduzione della say on pay rule e la promozione del successo sostenibile nelle società quotate

Sulla scorta delle indicazioni provenienti dall'Unione europea, che sin dai primi anni immediatamente successivi alla crisi economica ha insistito sull'importanza della partecipazione degli azionisti al processo di formazione delle politiche di remunerazione, l'ordinamento giuridico italiano si è dotato di una disciplina specifica che, in attuazione delle raccomandazioni europee, integrava e completava la disciplina codicistica in tema di retribuzione del *management*⁷⁸.

⁷⁷ Su tutto ciò si veda COMMISSIONE EUROPEA, *Relazione sull'applicazione da parte degli Stati membri della raccomandazione 2009/385/CE*, 2010 nonché ID., *Piano d'azione: diritto europeo delle società e governo societario*, 2012, reperibili su <http://eur-lex.europa.eu>. In dottrina si veda *ex multis* S. ALVARO – B. LUPINI, *Le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano*, in *Quad. giur. Consob*, 2013, 3, pag. 28 e segg..

⁷⁸ Con riguardo alle società quotate il riferimento è all'art. 123-ter del TUF, su cui si veda CONSOB, *Attuazione dell'art. 123-ter del d.lgs. 58/1998 in materia di trasparenza delle remunerazioni degli amministratori di società quotate*, consultazione, 2011, reperibile su <http://www.consob.it> e, in dottrina, A. BEGHETTO, *La remunerazione degli amministratori nelle società quotate*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2012, pag. 78 e segg.. Diversamente, la specifica disciplina del compenso degli amministratori di società a controllo pubblico è contenuta nell'art. 11 D. Lgs. n. 175 del 2016, pubblicato in G. U. 210 del 2016, recante il Testo unico in materia di società a partecipazione pubblica. Con riferimento alle società a partecipazione pubblica si veda la legislazione speciale in materia di tetti ai compensi degli amministratori come descritta in R. BIANCHINI, *I compensi degli amministratori di società partecipate da enti locali (brevi note in ordine all'art. 6, co 6°, del D.L. n. 78/2010)*, in *Giust. amm.*, 2010, pag. 116 e segg. ma anche S. BRUNO – F. BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedure*,

Com'è infatti noto, ai sensi dell'art. 2389 c.c. i compensi spettanti ai membri del consiglio di amministrazione e del comitato esecutivo vengono stabiliti dagli azionisti all'atto della nomina o dall'assemblea, ad eccezione di quelli degli amministratori investiti di particolari cariche, nel qual caso la competenza a deliberare in materia di retribuzione appartiene al Consiglio d'amministrazione, sentito il parere del collegio sindacale. Solo ove lo statuto lo preveda, l'assemblea può esclusivamente determinare un importo complessivo per la retribuzione di tutti gli amministratori, ivi inclusi quelli investiti di particolari cariche⁷⁹.

L'art. 123 *ter* del Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (d'ora innanzi c.d. TUF), introdotto dal D.Lgs. n. 259 del 2010⁸⁰, prevede poi per le società quotate delle regole più stringenti in tema non solo di trasparenza ma anche di

risultati, prospettive, in *Riv. soc.*, 2014, pag. 1289-1299, che approfondiscono anche i profili di responsabilità degli amministratori nelle ipotesi di corresponsione di una retribuzione superiore al limite legale.

⁷⁹ Ai sensi dell'art. 2389 c.c. "i compensi spettanti ai membri del consiglio di amministrazione e del comitato esecutivo sono stabiliti all'atto della nomina o dall'assemblea. Essi possono essere costituiti in tutto o in parte da partecipazioni agli utili o dall'attribuzione del diritto di sottoscrivere a prezzo predeterminato azioni di futura emissione. La remunerazione degli amministratori investiti di particolari cariche in conformità dello statuto è stabilita dal consiglio di amministrazione, sentito il parere del collegio sindacale. Se lo statuto lo prevede, l'assemblea può determinare un importo complessivo per la remunerazione di tutti gli amministratori, inclusi quelli investiti di particolari cariche". Sul tema si veda, tra gli altri, A. L. BONAFINI, *Compensi degli amministratori*, in F. GHEZZI (a cura di), *Amministratori*, in *Commentario Marchetti*, Milano, 2005, *sub* art. 2389, pag. 351 e segg.. Si noti che l'art. 2389 c.c. è applicabile anche al sistema monistico in virtù del rinvio di cui all'art. 2409-*noviesdecies*, c.c., mentre l'art. 2409-*terdecies*, primo comma, lett. a), prevede che nel sistema dualistico la determinazione del compenso dei componenti del consiglio di gestione spetta al consiglio di sorveglianza, salvo diversa previsione dello statuto.

⁸⁰ D.Lgs. n. 58 del 1998, recante il Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52, pubblicato in G.U. n. 71 del 1998.

approvazione dei piani di *compensation* basati su strumenti finanziari e di retribuzione dei dirigenti apicali⁸¹.

Le società quotate sono tenute a redigere e diffondere al pubblico una relazione sulla “politica di remunerazione e sui compensi corrisposti” che, se da un lato illustra la politica futura della società in materia di retribuzione dei vertici aziendali e le procedure utilizzate per l’adozione e l’attuazione di tale politica, dall’altro rende conto dei dati sui compensi corrisposti, specificandone in dettaglio le voci, tra cui i trattamenti previsti in caso di cessazione dalla carica o di risoluzione del rapporto di lavoro, in forma nominativa per i componenti degli organi di amministrazione e di controllo nonché per i direttori generali, in forma aggregata per i dirigenti con responsabilità strategiche. La relazione deve essere elaborata e sottoposta dal Consiglio d’amministrazione agli azionisti

⁸¹ L’articolo, come anticipato, è stato introdotto nell’ordinamento giuridico italiano in attuazione della raccomandazione 2009/385/CE, di cui precedente paragrafo 2.3. Per un approfondimento sulla disciplina delle società quotate introdotta con il Testo Unico si vedano AA.VV., *L’autodisciplina in materia di corporate governance. Un’analisi dell’esperienza italiana*, in *Quad. giur. Consob*, 2013, 2; AA.VV., *La deviazione dal principio “un’azione – un voto” e le azioni a voto multiplo*, in *Quad. giur. Consob*, 2014, 5; AA.VV., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell’OPA*, in *Giur. comm.*, 2015, pag. 211 e segg.; P. ABBADESSA – F. CESARINI (a cura di), *La legge per la tutela del risparmio. Un confronto tra giuristi ed economisti*, Bologna, 2007; S. AMOROSINO, *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Milano, 2014, pag. 306 ss.; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2014; L. A. BIANCHI, *Il Tuf e il consiglio di amministrazione degli emittenti*, in *Riv. soc.*, 2014, pag. 831 e segg.; L. CALVOSA – S. ROSSI, *Gli equilibri di genere negli organi di amministrazione e controllo delle imprese*, in *Osservatorio dir. civ. comm.*, 2013, pag. 3 e segg.; M. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, Torino, 2013; R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2010, pag. 289 e segg.; P. GIUDICI, *Commento all’art. 120*, in M. FRATINI – G. GASPARRI, *Il testo unico della finanza*, Torino, 2012, pag. 1618 e segg.; P. GIUDICI, *La nuova disciplina della revisione legale*, in *Società*, 2010, pag. 533 e segg.; M. LAMANDINI, - D. RAMOS MUNOZ, *EU Financial Law*, Milano, 2016; P. MONTALENTI, *Commento all’art. 2391-bis - Del. Consob 17221/2010*, in M. FRATINI – G. GASPARRI, *Il testo unico della finanza*, Torino, 2012, pag. 2721 e segg.; M. STELLA RICHTER, *La funzione di controllo del consiglio di amministrazione nelle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2012, 663 e segg.; U. TOMBARI, *Amministratori indipendenti, sistema dei controlli e corporate governance: quale futuro?*, in *Banca, borsa*, 2012, pag. 506 e segg.; S. VINCENZI – M. ZANCHETTI – A. ZOPPINI, *Market abuse regulation. Le nuove regole sugli abusi di mercato*, Roma, 2016.

una volta l'anno, in occasione dell'assemblea convocata per l'approvazione del bilancio⁸².

Il Consiglio, secondo quanto previsto dal codice di autodisciplina sin dalla sua prima versione del 1999, costituisce al suo interno un comitato per la remunerazione, cui non può partecipare alcuno degli amministratori della cui retribuzione il comitato è chiamato a decidere, e su proposta del comitato definisce la politica di remunerazione⁸³.

Di particolare rilievo è l'introduzione di un voto, che deve essere reso pubblico secondo le modalità indicate dal comma 6 dell'art. 123 *ter*, da parte dell'assemblea sulla politica di remunerazione. Un voto che, tuttavia, non essendo vincolante, non limita le determinazioni del Consiglio d'amministrazione in tema di compensi dei dirigenti apicali. L'introduzione della disposizione in commento ha da subito sollevato perplessità tra gli studiosi italiani, divisi tra chi riteneva gli azionisti privi delle competenze finanziarie e gestionali necessarie per valutare i piani di compensi definiti dal Consiglio d'amministrazione⁸⁴ e chi, al contrario, rilevava che la versione "soft" dell'istituto della votazione assembleare non garantisce un effettivo controllo dei soci sulle

⁸² Ai sensi del primo comma dell'art. 123 *ter* del TUF "almeno ventuno giorni prima della data dell'assemblea prevista dall'articolo 2364, secondo comma, o dell'assemblea prevista dall'articolo 2364-bis, secondo comma, del codice civile, le società con azioni quotate mettono a disposizione del pubblico una relazione sulla politica di remunerazione e sui compensi corrisposti, presso la sede sociale, sul proprio sito Internet e con le altre modalità stabilite dalla Consob con regolamento".

⁸³ Ai sensi dell'art. 7 del codice di autodisciplina è esclusa la partecipazione dell'amministratore della cui retribuzione il comitato è chiamato a decidere. Sulla composizione del comitato per la remunerazione in Italia si rimanda alle rilevazioni di Assonime di cui al paragrafo n. 1.3.

⁸⁴ Così J. N. GORDON, "Say on Pay: cautionary notes on the UK experience and the case for shareholder opt-in, in *Harvard Journal on Legislation*, 2009, 46, pag. 323 e segg. secondo cui "the best argument for a mandatory rule is that it would destabilize pay practices that have produced excessive compensation and that would not yield to firm-by-firm pressure. This has not been the U.K. experience; pay continues to increase. The most serious concern is the likely evolution of a "best compensation practices" regime which would embed normatively-opinionated practices that would ill-suit many firms".

retribuzioni, in particolare su quelle del *top management* che rappresentano ovviamente, tra queste, la voce di costo maggiormente preoccupante⁸⁵.

Il decreto legislativo n. 49 del 2019 ha di recente integrato la disciplina del TUF tramite il recepimento in Italia della direttiva 2017/828 (nota anche come c.d. SHRD II o seconda direttiva sui diritti degli azionisti) volta a incentivare l'impegno a lungo termine degli azionisti e a rafforzare la trasparenza delle politiche retributive nonché delle informazioni che incidono sull'esercizio dei loro diritti di voto⁸⁶.

Il decreto si muove nella direzione del consolidamento dei presidi di tutela già previsti dalla disciplina e dall'autodisciplina nazionale, per alcuni versi anticipatorie della direttiva, con l'eccezione dell'introduzione del voto vincolante dell'assemblea sulla prima sezione della relazione sulla remunerazione, contenente la politica per la remunerazione. Viene per tale via superata la precedente previsione del voto consultivo e, altro elemento di novità, viene esteso l'ambito di applicazione soggettivo delle politiche anche agli organi di controllo.

⁸⁵ Con riguardo al secondo orientamento M. CAMPOBASSO, *I compensi degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*, cit., pag. 724 rileva che così, nonostante il voto contrario dei soci, l'organo di gestione potrebbe mantenere ugualmente fermi i trattamenti decisi pur se difformi dal parere della proprietà.

⁸⁶ Si tratta del D. Lgs. n. 49 del 2019, pubblicato in G. U. n. 134 del 2019, che recepisce la direttiva 2017/828 del Parlamento europeo e del Consiglio del 17 maggio 2017, che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti (la c.d. SHRD I o anche seconda direttiva sui diritti degli azionisti). La Direttiva del 2017 fa parte del gruppo di misure previste dalla Comunicazione della Commissione europea del 12 dicembre 2012 rientranti nel piano d'azione del 2012 su "Diritto europea delle società e governo societario. Una disciplina giuridica moderna a favore di azionisti più impegnati e società sostenibili". Obiettivo del Piano era la promozione dell'impegno a lungo termine degli azionisti tramite la valorizzazione dell'esercizio dei diritti e la trasparenza delle politiche di impegno degli investitori istituzionali. I principali contenuti della Direttiva attengono alla trasparenza delle politiche di *engagement* degli investitori istituzionali e degli *asset manager*; l'attività dei c.d. *proxy advisor*; il diritto delle società di identificare i propri azionisti; la definizione e la trasparenza sulle remunerazioni degli amministratori; la trasparente e adeguata gestione delle operazioni con parti correlate.

A ben vedere, anche prima dell'attuazione del D.Lgs. n. 49 del 2019, l'ordinamento italiano – a livello legislativo, regolamentare e autodisciplinare – aveva anticipato alcuni aspetti delle scelte poi adottate nel contesto europeo, in particolare in materia di *executive compensation*, ispirandosi ai medesimi principi di trasparenza che hanno mosso la direttiva.

La nuova edizione del Codice di *corporate governance* del 2020⁸⁷, in particolare, aveva già adottato delle *best practice* in tema di retribuzione del *top management*, ora da realizzare con riferimento al novello parametro e obiettivo del “successo sostenibile”.

Le politiche retributive dei dirigenti apicali, nonché quelle degli organi di gestione e controllo, devono infatti essere “funzionali al perseguimento del successo sostenibile della società”⁸⁸. A tal fine, il Codice raccomanda alle società di definire degli obiettivi di *performance* cui legare la retribuzione variabile che siano “coerenti con gli obiettivi strategici della società (...) finalizzati a promuoverne il successo sostenibile, comprendendo, ove rilevanti, anche parametri non finanziari”⁸⁹.

Accanto alla novità della valorizzazione degli obiettivi nell'ambito della strategia societaria e, per l'effetto, nella definizione dei piani di *compensation*, il Codice raccomanda poi al Consiglio d'amministrazione di promuovere “il dialogo con gli azionisti e gli altri *stakeholder* rilevanti per la società”⁹⁰. La previsione rappresenta un primo ma fondamentale riconoscimento verso la valorizzazione degli

⁸⁷ Il nuovo codice di corporate governance è stata approvato dal Comitato di *corporate governance* nel gennaio 2020 ed è applicato dalle società che vi aderiscono a partire dal primo esercizio che inizia successivamente al 31 dicembre 2020, informandone il mercato nella relazione sul governo societario da pubblicarsi nel corso del 2022.

⁸⁸ Codice di *corporate governance*, principio XV.

¹¹⁵ Codice di *corporate governance*, raccomandazione n. 27, lett. c.

⁹⁰ Codice di *corporate governance*, principio IV.

interessi non solo degli azionisti ma anche degli altri portatori di interessi e delle comunità di riferimento della società nella definizione di strategie di lungo termine che siano sostenibili anche per le future generazioni⁹¹.

È stata inoltre prevista una rigida disciplina sanzionatoria attuativa delle disposizioni europee, tra cui l'art. 14 *ter* della SHRD II che prevede più genericamente che gli Stati membri stabiliscano sanzioni efficaci, proporzionate e dissuasive e adottino tutti i provvedimenti necessari per assicurarne l'applicazione⁹².

Il profilo sanzionatorio rappresenta probabilmente uno dei più delicati della nuova disciplina: la previsione di condotte sanzionatorie ampie e l'attribuzione alla Consob di poteri di *enforcement* particolarmente pregnanti tradiscono lo spirito con cui sono stati introdotti nella disciplina europea, il cui obiettivo non era quello di definire obblighi e divieti, ma di orientare il mercato verso la costruzione nel lungo termine di *social norms* comuni e trasparenti⁹³.

⁹¹ Sugli sviluppi della previsione del Codice di corporate governance ed i suoi effetti sulla definizione di politiche di *executive compensation* orientate all'implementazione del valore della sostenibilità si rimanda alle considerazioni contenute nel capitolo IV del presente elaborato. Con riferimento invece al dialogo con gli azionisti, si precisa che il Codice raccomanda inoltre agli organi di amministrazione delle società quotate di adottare "su proposta del presidente, formulata d'intesa con il *chief executive officer*, una politica per la gestione del dialogo con la generalità degli azionisti, anche tenendo conto delle politiche di engagement adottate dagli investitori istituzionali e dai gestori di attivi", la quale politica è descritta nella relazione sul governo societario.

⁹² L'art. 2 del D.Lgs n. 84 del 2020 è da ultimo intervenuto sui massimi edittali concludendo il procedimento legislativo di attuazione dell'art. 7 della L. n. 117 del 2019, di delegazione europea, tramite l'introduzione di elevate sanzioni amministrative pecuniarie per la violazione, tra l'altro, della disciplina in materia di remunerazioni prevista dalla Direttiva 2017/828/UE. L'art. 192 *bis* TUF, così come emendato nel 2020, prevede che in caso di violazione della disciplina sulle remunerazioni di cui all'art. 123 *ter* del TUF e alle relative attuazioni del Regolamento Emittenti sia prevista una sanzione amministrativa pecuniaria da € 10.000 a € 10.000.000 in capo alla società e da € 10.000 a € 2.000.000 in capo ai soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo.

⁹³ Sulle criticità derivanti dall'impostazione della normativa nazionale con riferimento alle sanzioni si rimanda a COMITATO ITALIANO CORPORATE GOVERNANCE, *Rapporto sulla corporate governance 2021*, reperibile su <http://borsaitaliana.it>.

Peraltro, la Consob è recentemente intervenuta in tema per adeguare il proprio quadro regolamentare alle nuove previsioni in tema di politiche retributive contenute nella seconda direttiva europea sui diritti degli azionisti, così come recepita nel nostro ordinamento dal decreto n. 49 del 2019⁹⁴.

Per quanto concerne, in particolare, il Regolamento emittenti, le modifiche intervenute hanno riguardato la disciplina di trasparenza in materia di remunerazioni, con specifico riguardo alla pubblicità e ai contenuti della relativa relazione sulla politica di remunerazione e sui compensi corrisposti, nonché gli schemi di *disclosure*, affinati alla luce dell'evoluzione della prassi del mercato di riferimento.

Più nello specifico, la Consob è intervenuta in materia di: introduzione nella politica di remunerazione della *disclosure* degli obiettivi finanziari e non finanziari, tenendo eventualmente conto dei criteri relativi alla responsabilità sociale e la conseguente illustrazione nella sezione sui compensi corrisposti; richiesta di informazioni con riguardo alla politica di remunerazione degli organi di controllo; revisione delle informazioni sulla politica in materia di trattamento di fine carica o rapporto, in ragione delle criticità rilevate dalla stessa Consob nell'esperienza applicativa maturata negli anni; indicazione delle componenti variabili connesse al raggiungimento dei risultati obiettivo (*target*) nella sezione sui compensi corrisposti, come richiesto dalla Direttiva; indicazione delle circostanze eccezionali che possono dare luogo a una deroga alla politica e delle informazioni in caso di applicazione di deroghe; indicazione delle informazioni di confronto, per gli ultimi 5 esercizi, della variazione annuale dei compensi degli

⁹⁴ L'11 dicembre 2020 la Consob, con delibere n. 21624 e 21623, ha pubblicato le modifiche al Regolamento in materia di Operazioni con Parti Correlate, al Regolamento Emittenti e al Regolamento Mercati per attuare la delega contenuta nel d.lgs. 10 giugno 2019, n. 49.

amministratori, dei risultati della società e della remunerazione media, calcolata su base equivalente a tempo pieno, dei dipendenti diversi dai soggetti per i quali la remunerazione è indicata nominativamente⁹⁵.

Pur nella consapevolezza della complessità che ha comportato la stratificazione normativa in materia intervenuta dalla grande crisi ad oggi, la quale ha peraltro segnato il passaggio da un regime di libera contrattazione dell'*executive compensation* ad una procedimentalizzazione delle politiche retributive, il percorso verso la regolamentazione della retribuzione dei *top manager* non può dirsi ancora concluso.

A livello europeo, in particolare, se è vero che la Commissione europea, a valle della consultazione avviata nel 2019⁹⁶, non ha ancora pubblicato le Linee guida per la redazione del rapporto sulla remunerazione, è altrettanto vero che diverse sono le iniziative portate avanti dalla Commissione verso la definizione e limitazione della remunerazione variabile del *top management*⁹⁷.

Con riferimento alle remunerazioni variabili, infatti, una recente consultazione ha sollevato il dibattito su alcuni temi, alcuni dei quali trattati nel Codice di autodisciplina e nel nuovo Codice di *corporate governance*, altri da implementare nei prossimi anni, e relativi, tra l'altro, all'obbligo per le società a includere tra i parametri anche quelli legati a specifici obiettivi di sostenibilità, l'introduzione di un vincolo parziale delle remunerazioni variabili ad obiettivi di *performance* non finanziaria, l'obbligo per le società di prevedere parametri legati alla

⁹⁵ Com'è noto, ai sensi dell'art. 23 *ter* commi 7 e 8 del TUF il contenuto di entrambe le sezioni della relazione sulla remunerazione è affidato alla regolamentazione secondaria adottata da Consob, Banca d'Italia e Ivass per i soggetti da questi vigilati.

⁹⁶ Si tratta della "*Targeted consultation on the draft guidelines on the standardised presentation of the remuneration report under Directive 2007/36/EC, as amended by Directive (EU) 2017/828*", aperta dal 1 al 21 marzo 2019.

⁹⁷ Le Linee guida sono com'è noto previste dal sesto comma dell'art. 9 *ter* della Direttiva 2017/828/UE, al fine di armonizzare e standardizzare le prassi per la presentazione delle informazioni richieste.

riduzione delle emissioni di CO2 nonché l'impegno verso la definizione di politiche di *executive compensation* che tengano conto del *pay ratio* rispetto agli altri lavoratori. Criticità e spunti regolativi che sono emersi anche con riferimento ai piani di remunerazione *stock-based* che, secondo la consultazione, nel prossimo futuro dovrebbero essere ripensati attraverso la previsione di un limite massimo e di un periodo obbligatorio di mantenimento delle azioni attribuite e la regolamentazione della tipologia di compensi basati su azioni.

Pare dunque che, come verrà approfondito nel capitolo quarto, la trasparenza e la sostenibilità stanno emergendo quali principi chiavi nel governo dell'*executive compensation*, fortemente promossi a livello europeo e nazionale. A ben vedere si tratta di principi particolarmente attraenti, perché consentono una regolamentazione *soft* che tenga conto delle divergenze di *standard* esistenti in Europa in tema non solo di *corporate governance* ma anche, per l'effetto, di *executive compensation*.

1.6 La specialità delle previsioni nel settore bancario: dalla circolare della Banca d'Italia n. 285 del 2013 alla *Capital requirements directive* (CRD V) del 2019

La remunerazione dei *top manager* del settore bancario è regolata da una congerie di disposizioni, puntualmente recepite nella celebre circolare della Banca d'Italia n. 285 del 2013⁹⁸, che si inserisce nel più ampio sistema normativo in cui rientra anche la disciplina specifica dettata dalla Consob per le società quotate, per altri intermediari vigilati

⁹⁸ BANCA D'ITALIA, *Disposizioni di vigilanza per le banche*, Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013, aggiornamento n. 37, reperibile su <http://bancaditalia.it>.

e per la distribuzione dei prodotti bancari nonché dei servizi e delle attività di investimento⁹⁹.

La circolare, in particolare, nel suo ultimo aggiornamento, mira a dare attuazione alla direttiva 2013/36/UE (anche nota come CRD IV), come modificata dalla direttiva 2019/878/UE (anche nota come c.d. CRD V) che disciplina le politiche e prassi di remunerazione e incentivazione nelle banche e nei gruppi bancari, tenendo conto degli indirizzi e dei criteri della *European Banking Authority* (d'ora in poi EBA) e del FSB. L'obiettivo principale delle disposizioni della Banca d'Italia è pervenire, nell'interesse di tutti gli *stakeholder*, a sistemi retributivi collegati con i risultati aziendali che siano in linea con i valori, le strategie e gli obiettivi aziendali di lungo periodo, "opportunamente corretti per tener conto di tutti i rischi, coerenti con i livelli di capitale e di liquidità necessari a fronteggiare le attività intraprese e, in ogni caso, tali da evitare incentivi distorti che possano indurre a violazioni normative o ad un'eccessiva assunzione di rischi per la banca e il sistema finanziario nel suo complesso".

È dunque di tutta evidenza che, nella regolazione prudenziale dei piani di *compensation* del *top management* del settore bancario, un ruolo centrale sia rivestito dal collegamento tra il sistema retributivo e il profilo di rischio dell'attività bancaria. Quest'ultima, infatti, è realizzata tramite il ricorso all'indebitamento, con il conseguente aumento di ipotesi di conflitto, è caratterizzata da una stabilità condizionata al raggiungimento di un equilibrio tra passività liquide e attività illiquide ed è, infine, maggiormente soggetta a condotte di assunzione di rischi da parte dei soci e dei *top manager*¹⁰⁰.

⁹⁹ Le disposizioni sono adottate in particolare sulla base degli artt. 53 e 67 del Testo Unico Bancario (TUB).

¹⁰⁰ In tal senso R. LAVINE, *The corporate governance of banks: a concise discussion of concepts and evidence*, in WORLD BANK, *Policy Research Working Paper*, 2004, 3404, reperibile su <https://openknowledge.worldbank.org>.

Consapevole che adeguati meccanismi di retribuzione e incentivazione del *top management* della banca favoriscono la competitività e il buon governo delle imprese bancarie, attraendo mantenendo soggetti con professionalità e capacità adeguate alle esigenze dell'impresa, la Banca d'Italia individua i principi fondamentali su cui deve basarsi la politica sulla retribuzione del *top management* del settore bancario, la quale deve perseguire innanzitutto la neutralità rispetto al genere e la completa parità tra i soggetti considerati.

Le banche sono tenute a definire le proprie politiche di remunerazione e incentivazione secondo un criterio di proporzionalità, e dunque in ragione delle caratteristiche e dimensioni nonché della rischiosità e della complessità dell'attività svolta, anche con riguardo all'eventuale gruppo di appartenenza.

La circolare incarica preliminarmente le banche di individuare, con cadenza annuale, il personale più rilevante al fine di graduare l'applicazione della disciplina in funzione dell'effettiva capacità delle singole figure di incidere sul profilo di rischio della banca. Il processo di identificazione del personale più rilevante, individuato nella relativa politica, che è parte integrante della politica di remunerazione e incentivazione, definisce non solo i criteri e le procedure, compresi quelli per la determinazione dell'esercizio finanziario di riferimento per il calcolo della remunerazione variabile, ma anche le modalità di valutazione del personale nonché il ruolo svolto dagli organi societari competenti per l'elaborazione, il monitoraggio e il riesame del processo di identificazione.

È interessante rilevare come la circolare disciplini poi in maniera quasi capillare la struttura della retribuzione, specificando che si compone di una parte fissa e di una variabile e che il rapporto tra le due debba essere “opportunamente bilanciato, puntualmente determinato e attentamente valutato in relazione alle caratteristiche della banca e delle diverse

categorie di personale, in specie di quello rientrante tra il personale più rilevante”. Se per retribuzione fissa si intende quella componente con “natura stabile e irrevocabile, determinata e corrisposta sulla base di criteri prestabiliti e non discrezionali (...) che non creano incentivi all’assunzione di rischi e non dipendono dalle *performance* della banca”, per retribuzione variabile si fa riferimento ad alcune voci diverse tra loro, quali:

1. la parte di retribuzione legata alla *performance*, misurata in obiettivi di reddito, volumi, etc., oppure ad altri parametri (come ad es. periodo di permanenza)¹⁰¹;
2. i benefici pensionistici discrezionali e gli importi pattuiti in relazione alla conclusione anticipata del rapporto di lavoro o per la cessazione anticipata dalla carica¹⁰²;
3. i *carried interest*, come qualificati dalle disposizioni in materia di politiche e prassi di remunerazione e incentivazione per il settore del risparmio gestito¹⁰³;
4. ogni altra forma di retribuzione che non sia univocamente qualificabile come remunerazione fissa.

Altra interessante previsione è quella che determina il rapporto tra le componenti della retribuzione, specificando che la componente fissa, se da un lato dovrebbe riflettere l’esperienza professionale e le responsabilità organizzative, dall’altro dovrebbe essere individuata in misura sufficiente a consentire che la parte variabile si contragga

¹⁰¹ Precisa la circolare che restano esclusi da tale computo il trattamento di fine rapporto stabilito dalla normativa generale in tema di rapporti di lavoro e l’indennità di mancato preavviso quando il loro ammontare è determinato secondo quanto stabilito dalla legge e nei limiti da essa previsti.

¹⁰² Tra questi importi sono inclusi quelli riconosciuti a titolo di patto di non concorrenza o nell’ambito di un accordo per la composizione di una controversia attuale o potenziale, qualunque sia la sede in cui esso viene raggiunto.

¹⁰³ In attuazione delle direttive 2009/65/CE (c.d. UCITS) e 2011/61/UE (c.d. AIFMD).

“sensibilmente” in relazione ai risultati e ai rischi effettivamente conseguiti, sino addirittura ad azzerarsi in casi estremi¹⁰⁴.

Con particolare riferimento alla retribuzione del personale rilevante, una interessante novità è rappresentata dall'introduzione di un c.d. “*bonus cap*” alla componente variabile, posto che il rapporto tra le componenti non può superare il 100%, salvo diversa delibera dell'assemblea che, ove lo statuto lo consenta, può elevare il rapporto nel limite comunque del 200% (rapporto di 2:1). La previsione è stata criticata da una parte della dottrina, secondo cui è altamente improbabile che un limite alla componente variabile della remunerazione possa evitare l'assunzione di rischi eccessivi da parte dei *top manager* della banca. Anzi, il “*bonus cap*” sarebbe idoneo a realizzare un aumento del trattamento economico sia nella componente fissa che in quella variabile, con conseguente aumento della vulnerabilità delle banche rispetto ai cicli economici, e una riduzione dell'incentivazione del *manager* alla creazione di valore, con conseguente riduzione della competitività delle banche rispetto alle altre imprese¹⁰⁵.

¹⁰⁴ BANCA D'ITALIA, *Disposizioni di vigilanza per le banche*, cit., cap. II, sez. II, par. 1.1.

¹⁰⁵ Si veda K. J. MURPHY, *Regulating banking bonuses in the european union: a case study in unintended consequences*, in *Eur Financial Management*, 2013, 19, pag. 631 e segg.; in Italia si rimanda alle considerazioni di F. CAPRIGLIONE, *La governance bancaria tra interesse d'impresa e regole prudenziali (disciplina europea e specificità della normativa italiana)*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2014, 1, pag. 66 e segg.. Diversamente A. NIGRO, *Le remunerazioni degli amministratori e degli altri dirigenti delle banche*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2013, 27, 1 1, pag. 11 e segg., secondo cui “si tende talvolta a ritenere che l'idea di limiti quantitativi debba essere a priori scartata in base al principio secondo il quale la determinazione dell'entità, in assoluto, dei compensi di amministratori e *managers* deve essere lasciata all'autonomia delle parti” eppure “quando si parla di limiti quantitativi non si intende far riferimento necessariamente a termini in cifre assolute: si può pensare a parametri riferiti, per esempio, al patrimonio di vigilanza della banca o, in un'ottica diversa, alle retribuzioni minime del personale”. Si noti infine che, a fronte dei tentativi di aggiramento del meccanismo del *bonus cap* mediante la qualificazione da parte delle banche delle componenti complementari della remunerazione, le c.d. “*role-based*”, come parte fissa della retribuzione, l'EBA nel 2014 e poi nuovo nel 2015 è intervenuta

Colpisce poi l'accuratezza con cui la circolare della Banca d'Italia definisce la composizione della retribuzione variabile, che oltre a dover essere parametrata a indicatori di *performance* misurata al netto dei rischi in un periodo di valutazione almeno annuale (il c.d. *accrual period*), nel suo ammontare complessivo (il cd. *bonus pool*) si deve basare su risultati effettivi e duraturi, tenendo conto di obiettivi quantitativi e qualitativi, finanziari e non finanziari. In particolare, la retribuzione variabile è bilanciata, per una quota pari ad almeno il 50%, tra:

- azioni, strumenti ad esse collegati o, per le banche non quotate, strumenti il cui valore riflette il valore economico della società;
- altri strumenti, quali quelli individuati nel Regolamento delegato (UE) n. 527 del 12 marzo 2014¹⁰⁶, che al fine di essere allineati con gli interessi di lungo termine della banca, sono soggetti a un divieto di vendita per un periodo adeguato (periodo di mantenimento o *retention*), individuato nella politica di remunerazione e incentivazione definita dalla banca e comunque non inferiore ad un anno¹⁰⁷.

Nell'evenienza in cui vi siano delle esigenze di rafforzamento patrimoniale che conducano a una contrazione del *bonus pool* o

per ribadire la loro classificazione come componente variabile, soggetta alla relativa disciplina. Sul punto si veda EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Opinion of the European Banking Authority on the application of Directive 2013/36/EU (Capital Requirements Directive) regarding the principles on remuneration policies of credit institutions and investment firms and the use of allowances*, 2014 e ID., *Follow-up report on remuneration and the use of allowances*, 2015 entrambi reperibili su <http://eba.europa.eu>.

¹⁰⁶ Gli strumenti previsti nel regolamento, che possono essere utilizzati o combinati a discrezione degli intermediari, sono: a) strumenti di capitale aggiuntivo di classe 1; b) strumenti di capitale di classe 2; c) altri strumenti convertibili, puntualmente definiti dal regolamento stesso.

¹⁰⁷ Si precisa nella circolare che solo per gli strumenti finanziari differiti il periodo di *retention* può essere ridotto a non meno di 6 mesi quando la componente variabile è differita per almeno 5 anni. Per gli strumenti finanziari differiti il periodo di mantenimento inizia dal momento in cui la retribuzione differita è corrisposta.

all'applicazione di meccanismi di correzione *ex post*, quali quelli di *clawback*¹⁰⁸ e di *malus*¹⁰⁹, idonei a comportare la contrazione o l'azzeramento della retribuzione variabile in relazione ai comportamenti individuali nonché ai livelli di *performance* al netto dei rischi, assunti o conseguiti.

In alcuni casi sono ammessi, per motivate e documentate ragioni, retribuzioni legate alla permanenza del personale (c.d. *retention bonus*) per un periodo di tempo predeterminato o fino a un dato evento (es. processo di ristrutturazione aziendale, operazione straordinaria) nonché piani di incentivazione a lungo termine (c.d. *long term incentive plan*) basati su un arco di tempo pluriennale di valutazione della *performance* in coerenza con gli obiettivi e la durata del piano strategico della banca. Infine, oltre alla previsione di benefici pensionistici discrezionali per il personale più rilevante al momento della conclusione del rapporto di lavoro¹¹⁰, la circolare della Banca d'Italia prevede delle rilevanti precisazioni in tema di indennità per la cessazione del rapporto di lavoro. Dispone in particolare che le pattuizioni legate alla conclusione anticipata del rapporto di lavoro o alla cessazione anticipata dalla carica possono prevedere in favore del personale più rilevante il

¹⁰⁸ Sono soggetti a *clawback* gli incentivi riconosciuti o pagati ai soggetti che abbiano determinato comportamenti non conformi a disposizioni di legge, regolamentari o statutarie o a eventuali codici etici o di condotta applicabili alla banca, da cui sia derivata una perdita significativa per la banca o per la clientela; ulteriori comportamenti non conformi a disposizioni di legge, regolamentari o statutarie o a eventuali codici etici o di condotta applicabili alla banca, nei casi da questa eventualmente previsti; violazioni degli obblighi imposti ai sensi dell'articolo 26 o, quando il soggetto è parte interessata, dell'articolo 53, commi 4 e ss., del TUB o degli obblighi in materia di remunerazione e incentivazione; comportamenti fraudolenti o di colpa grave a danno della banca.

¹⁰⁹ La retribuzione variabile è inoltre soggetta, per una quota almeno pari al 40%, a meccanismi di *malus* consistenti nel pagamento differito per un periodo di tempo non inferiore a 4-5 anni, in modo da tenere conto dell'andamento nel tempo dei rischi assunti dalla banca. Nel caso in cui la componente variabile rappresenti invece un importo particolarmente elevato, la percentuale da differire non è inferiore al 60%.

¹¹⁰ BANCA D'ITALIA, *Disposizioni di vigilanza per le banche*, cit., cap. II, sez. II, par. 2.2.1.

riconoscimento di pagamenti o altri benefici (noti sotto il nome di c.d. *golden parachute*) a condizione che siano giustificati e adeguatamente collegati alla *performance*, al netto dei rischi, e ai comportamenti individuali, nonché ai livelli patrimoniali e di liquidità della banca. I *golden parachute* sono inclusi nel calcolo del limite al rapporto tra componente variabile e fissa, ad eccezione degli importi pattuiti in virtù di un patto di non concorrenza o in un accordo di composizione di una controversia attuale o potenziale tra la banca ed il singolo¹¹¹.

A margine delle dettagliate previsioni contenute nella circolare della Banca d'Italia, è infinte significativo evidenziare che caratteristica importante, che denota la specialità della disciplina in commento rispetto a quella del TUF, è il ruolo preminente attribuito all'assemblea ordinaria degli azionisti, a cui spetta l'approvazione delle politiche di remunerazione e incentivazione a favore dei componenti degli organi con funzione di supervisione strategica, gestione e controllo e del restante personale, nonché dei piani di remunerazione basati su strumenti finanziari (come le *stock option*) e dei criteri per la determinazione degli importi eventualmente da accordare in caso di conclusione anticipata del rapporto di lavoro o di cessazione anticipata dalla carica di tutto il personale.

¹¹¹ Più in generale, sul tema del *severance payment* nel settore bancario si veda G. SIGILLÒ MASSARA, *Politiche di remunerazione e "severance payment" nel settore bancario: disciplina limitativa e profili di costituzionalità*, in *Mass. giur. Lav.*, 2019, 1, pag. 161 e segg., il quale rileva che dal combinato disposto degli artt. 53, comma 1, lett. d) e 53, comma 4 sexies, del TUB emerge, in ipotesi di difformità delle pattuizioni contrattuali rispetto a quanto previsto dalle disposizioni della Banca d'Italia, "una forma di nullità per contrarietà a norme imperative, in ossequio a quanto disposto dall'art. 1418 c.c., in relazione alla circostanza che il potere della Banca d'Italia di dettare la suddetta disciplina imperativa trova il suo fondamento, dal 2011, in una norma di legge, cioè nell'art. 53, comma 1, lett. d), d.lgs. n. 385/1993". In senso conforme si veda anche R. LENER – L. CAPONE – G. GAUDIO, *Il 25° aggiornamento delle disposizioni di vigilanza di Banca d'Italia in materia di politiche e prassi di remunerazione e incentivazione nel settore bancario*, reperibile su <http://www.dirittobancario.it>.

La ragione di una tale attribuzione di competenza all'assemblea, cui si affianca la previsione di ulteriori obblighi di informativa nei confronti degli azionisti, risiede nell'avvertita esigenza che nel settore bancario sia garantita la dovuta trasparenza verso la compagine sociale che la capillare strutturazione delle forme di retribuzione e di incentivazione contenuta nella circolare mira ad assicurare.

Da ultimo, il D.Lgs. 12 maggio 2015, n. 72, che recepisce la Direttiva 2013/36/UE in tema di accesso all'attività degli enti creditizi e la vigilanza prudenziale, completa il quadro regolamentare delle politiche retributive e incentivanti nel settore bancario, attribuendo all'Autorità di vigilanza, ai sensi dell'art. 53-*bis*, comma 1, lett. *d*), e 67-*ter*, comma 1, lett. *d*), del TUB¹¹², penetranti poteri di intervento in tema di retribuzione, nella consapevolezza che la previsione del voto vincolante degli azionisti potrebbe non essere sufficiente in un settore sofisticato come quello bancario, in cui gli stessi azionisti assumono promuovono politiche improntate ad una considerevole assunzione di rischi¹¹³.

1.7 Le politiche retributive del *top management* nel settore assicurativo

¹¹² Ai sensi dell'art. 53-*bis*, comma 1, lett. *d*), e 67-*ter*, comma 1, lett. *d*), del TUB la Banca d'Italia ha il potere di fissare un c.d. *bonus cap* se necessario per il mantenimento di una solida base patrimoniale, nonché la facoltà di determinare anche un tetto massimo alla remunerazione complessiva (c.d. "*cap*") degli esponenti aziendali della banca o della capogruppo che beneficiano di eccezionali interventi di sostegno pubblico. Infine, è prevista la nullità di qualunque patto o clausola non conforme alle disposizioni in materia di sistemi di remunerazione e di incentivazione emanate dall'Autorità di vigilanza, in conformità ai suoi poteri regolamentari di cui al comma 1, lett. *d*), del medesimo articolo, o di disposizioni contenute in atti dell'Unione europea direttamente applicabili.

¹¹³ In dottrina si veda J. G. COFFEE JR., *Bail-ins versus bail-outs: using contingent capital to mitigate systemic risk*, cit. pag. 4 e segg..

Sebbene la prassi retributive del *top management* del settore assicurativo non abbiano mai eguagliato per complessità e mole quelle diffuse nel settore bancario, il legislatore europeo e nazionale si è occupato di fornire anche con riferimento al primo settore un'adeguata disciplina delle politiche retributive ed incentivanti che, a differenza di quella relativa al settore bancario, si caratterizza per una tecnica normativa operante per principi¹¹⁴.

In particolare l'IVASS, in attuazione della Direttiva n. 2009/138/CE (c.d. *Solvency II*), ha disciplinato le *remuneration policies* del settore assicurativo dapprima con il Regolamento del 9 giugno 2011, n. 39 e poi con il Regolamento n. 38 del 3 luglio 2018¹¹⁵.

Come anticipato, dal punto di vista della tecnica normativa il Regolamento del 2018 affronta il tema in maniera opposta al settore bancario, attraverso la previsione di principi generali che le società di assicurazione e riassicurazione rientranti nel campo di applicazione dello stesso, così come individuate nell'art. 3, devono seguire nella predisposizione della politica di retribuzione e incentivazione del *top management*.

Si tratta di un intervento dunque esterno che delimita, senza incidere direttamente, l'autonomia delle singole imprese assicurative, sottoposte tuttavia al controllo *ex post* da parte dell'Autorità di vigilanza. Si tratta dunque di una regolamentazione speciale che trova giustificazione alla luce degli interessi pubblici sottesi allo svolgimento dell'attività assicurativa, tra cui quello alla stabilità dell'impresa stessa, che differenziano la *ratio* delle previsioni speciali per il settore in

¹¹⁴ Così M. SIRI, *La politica di remunerazione per le imprese assicurative nel sistema prudenziale europeo di Solvency II*, in *Analisi giur. ec.*, 2014, 2, pag. 487 e segg.

¹¹⁵ I regolamenti sono adottati, com'è noto, in attuazione dell'art. 23 *ter* commi 7 e 8 del TUF, che affida alla regolamentazione secondaria adottata da Consob, Banca d'Italia e Ivass per i soggetti da questi vigilati il contenuto di entrambe le sezioni della relazione sulla remunerazione.

commento rispetto alle tradizionali previsioni riguardanti le società quotate¹¹⁶.

Le imprese assicurative sono innanzitutto tenute ad evitare che le politiche retributive adottate si basino in modo esclusivo o prevalente sui risultati di breve termine, così incentivando pratiche di *short termism* idonee a causare un'esposizione al rischio o un'assunzione dei rischi eccessiva.

Sotto il profilo procedimentale, analogamente a quanto previsto dalla disciplina speciale emanata per il settore bancario e diversamente da quanto stabilito per il settore delle società quotate, il Regolamento IVASS, riprendendo alcune norme già contenute nella precedente disciplina regolamentare, riconosce un ruolo preminente all'assemblea ordinaria dei soci, competente non solo a stabilire i compensi spettanti ai componenti degli organi dalla stessa nominati, ma anche ad approvare le politiche di remunerazione a favore degli organi sociali e del personale rilevante, inclusi i piani di remunerazione basati su strumenti finanziari.

Con riferimento alla struttura della retribuzione, diversamente dalle dettagliate previsioni in vigore nel settore bancario, il Regolamento si limita a disporre che qualora la politica di remunerazione degli amministratori con deleghe esecutive preveda il riconoscimento di una componente variabile, dovrà essere assicurato un corretto bilanciamento tra la componente fissa e quella variabile oltre alla previsione di limiti massimi per la componente variabile.

La politica di remunerazione può:

¹¹⁶ In particolare, rileva M. SIRI, *La politica di remunerazione per le imprese assicurative nel sistema prudenziale europeo di Solvency II*, cit., pag. 496, che qualora l'autorità di vigilanza ritenga che le politiche retributive compromettano l'integrità del sistema di *governance* e la solvibilità dell'impresa, potrebbe ben obbligare la stessa a riesaminare le proprie deliberazioni per mitigare i rischi da esse derivanti.

- prevedere che una parte significativa della componente variabile sia erogata solo al termine di un periodo di differimento minimo, tenendo conto dei rischi associati ai risultati;
- adottare opportune disposizioni contrattuali che le consentano di non erogare in tutto o in parte la retribuzione variabile se i risultati prefissati non sono stati raggiunti ovvero se si è verificato un significativo deterioramento della situazione patrimoniale o finanziaria dell'impresa;
- chiedere la restituzione, in tutto o in parte, dei compensi erogati sulla base di risultati che si sono rivelati non duraturi o effettivi a causa di condotte dolose o gravemente colpose o in caso di violazioni di codici etici applicabili all'impresa.

Per quanto riguarda le forme di retribuzione incentivanti basate su strumenti finanziari, queste devono essere parametrize al rischio assunto dall'impresa e strutturate in modo da evitare il prodursi di incentivi in conflitto con la sana e prudente gestione della società in un'ottica di lungo termine. Per questa ragione, i piani di remunerazione basati su azioni e altri strumenti finanziari devono contemplare adeguati periodi temporali per l'assegnazione delle azioni o di tali strumenti, per l'esercizio delle opzioni e per il mantenimento degli stessi, in modo che il conseguimento dei relativi vantaggi economici si compia in modo graduale nel tempo.

È poi precisato che le somme accordate in caso di anticipata cessazione dell'incarico, come i benefici discrezionali di natura pensionistica o integrativa previdenziale nonché gli eventuali compensi corrisposti in base a patti di non concorrenza o quale indennità di mancato preavviso, sono soggette a stringenti limiti quantitativi e la loro corresponsione è differita nel tempo.

È opportuno evidenziare in conclusione che, probabilmente, la disciplina così tratteggiata andrà incontro ad una revisione alla luce delle recenti osservazioni della *European Insurance and Occupational Pensions Authority* (la c.d. EIOPA), la quale disciplina in maniera maggiormente incisiva non solo il rapporto tra le componenti variabile e fissa della retribuzione, ma anche quella relativa al differimento della parte variabile e sul bilanciamento tra i criteri finanziari e non finanziari da tenere in conto nella valutazione della *performance*¹¹⁷.

Si tratta di significative previsioni che, innovando la disciplina vigente in tema di politiche retributive e incentivanti del *top management* del settore assicurativo, riducono le distanze rispetto alla disciplina in materia del settore bancario e per alcuni versi, soprattutto con riferimento all'individuazione dei criteri non finanziari, addirittura ne anticipano alcune tendenze.

1.8 Considerazioni sull'inderogabilità *in pejus* delle disposizioni in tema di *executive compensation*

Gli interventi normativi che nel corso dell'ultimo decennio hanno interessato la materia dell'*executive compensation*, nel settore finanziario, bancario e assicurativo, inevitabilmente impongono alcune considerazioni sulla loro inderogabilità e sui meccanismi che l'ordinamento giuridico italiano predispone per risolvere il conflitto tra interessi confliggenti¹¹⁸.

¹¹⁷ EUROPEAN INSURANCE AND OCCUPATIONAL PENSIONS AUTHORITY, *Opinion on the supervision of remuneration principles in the insurance and reinsurance sector*, 2020, reperibili su <http://eiopa.europa.eu>.

¹¹⁸ La letteratura sul tema della norma inderogabile nel diritto del lavoro è sterminata. Si vuole in questa sede tuttavia richiamare gli insegnamenti di F. SANTORO-PASSARELLI, *Inderogabilità dei contratti collettivi di diritto comune*, in *Saggi di diritto civile*, I, Napoli, 1961, pag. 217 e segg.; M. V. BALLESTRERO, *Riflessioni in*

Nel valutare la portata delle disposizioni è innanzitutto necessario muovere dall'assunto secondo cui l'inderogabilità opera come "tecnica normativa" e dunque come criterio di regolazione della concorrenza tra fonti di disciplina di un medesimo rapporto giuridico, comportando la prevalenza totale o parziale, ma anche definitiva o temporanea, di una sull'altra¹¹⁹.

Si tratta di una tecnica che non è fine a sé stessa ma che si spiega solo in relazione a scelte su valori ed interessi ordinati secondo priorità che il legislatore ricava dall'ordinamento e in particolare dal quadro costituzionale.

È tuttavia altrettanto vero che le opzioni dell'interprete godono di una certa libertà, posto che lo stesso assetto costituzionale, nonostante la chiara "preferenza per le ragioni del lavoro", ammette comparazioni e bilanciamenti con altre ragioni, di carattere pubblico o privato, e soprattutto con altri ordinamenti, stanti i condizionamenti economici e giuridici provenienti dall'Unione europea e dal mercato globale¹²⁰. Peraltro, non sembra dubitabile che tutte le volte in cui il diritto fondamentale della persona abbia una base comunitaria, la norma interna che ne garantisca l'attuazione sia da ritenersi soggetta ad una "inderogabilità rafforzata"¹²¹ rispetto ai futuri interventi del legislatore

tema di inderogabilità dei contratti collettivi, in *Riv. it. dir. lav.*, 1989 I, pag. 257 e segg.; C. ROMEO, *La nuova fase del diritto del lavoro tra crisi dell'inderogabilità e destrutturazione*, in *Dir. lav.*, 2002, 8, pag. 41 e segg.; M. MAGNANI, *Il diritto del lavoro e le sue categorie. Valori e tecniche nel diritto del lavoro*, Padova, 2006, pag. 100 e segg..

¹¹⁹ Si riporta l'insegnamento di C. CESTER, *La norma inderogabile: fondamento e problema del diritto del lavoro*, in *Giorn. Dir. lav. rel. ind.*, 2008, 119, 3, pag. 341.

¹²⁰ In particolare in ID., *La norma inderogabile*, cit., pag. 343, l'A. spiega che l'inderogabilità si presenta come "un binomio nel quale fini e mezzi dell'intervento normativo si fondono insieme e, nel loro complesso, forniscono una chiave di identificazione e di lettura dello stesso ordinamento generale. Valori e tecniche (...), anche se non sempre con gli stessi ritmi e le stesse logiche, interagiscono necessariamente e continuamente fra di loro".

¹²¹ Sul generale principio di non regresso si veda ID., *La norma inderogabile*, cit. pag. 410 secondo cui peraltro l'inderogabilità rafforzata di questo tipo opera anche al di

nella stessa materia, che dovrebbe essere impermeabile a qualunque modifica di sostanza¹²².

Così anche la disciplina in tema di retribuzione del *top management* è il risultato di un bilanciamento tra una congerie di disposizioni, di livello nazionale e sovranazionale, ma anche di interessi confliggenti, tra cui quelli pubblici alla integrità e sicurezza del mercato e alla trasparenza dei compensi e quello privato all'iniziativa economica. L'inderogabilità, in tale contesto, viene dunque in rilievo quale tecnica regolativa del rapporto tra diverse fonti di disciplina e come meccanismo sanzionatorio che consente la prevalenza di una fonte sull'altra.

Ai fini che qui interessano, deve essere considerato soggetto debole non solo chi appartiene ad una certa categoria di soggetti, ma anche chi tale possa essere definito in relazione alle concrete circostanze nelle quali il negozio è stipulato. La situazione dei nuovi soggetti deboli come gli *stakeholders* dell'impresa, che sono portatori di un interesse al corretto svolgimento e alla trasparenza dell'attività d'impresa e del mercato di riferimento, deve essere dunque considerata estremamente rilevante al fine di garantire, da un lato, l'equilibrio contrattuale e, dall'altro, l'efficienza concorrenziale nell'ipotesi in cui le condizioni di mercato non solo non assicurino ma possano addirittura pregiudicare tale obiettivo in ragione della sproporzione di potere tra le parti sul piano economico, informativo o di competenze professionali¹²³.

fuori dei diritti fondamentali della persona, tutte le volte in cui a livello comunitario si stabiliscano limiti uniformi.

¹²² Così M. MAGNANI, *Il diritto del lavoro e le sue categorie. Valori e tecniche nel diritto del lavoro*, cit., pag. 100 che, con riferimento al diritto alla retribuzione, evidenzia come la formula della Carta di Nizza includa la retribuzione all'art. 31 in modo assai generico fra le "condizioni di lavoro...dignitose" (art. 31), senza alcun riferimento specifico alla sufficienza richiamata nel nostro ordinamento dall'art. 36 Cost..

¹²³ Per una nozione allargata di soggetto debole si rimanda all'insegnamento di V. ROPPO, *Il contratto del duemila*, Torino, 2002, pag. 52 e segg..

Così all'interesse del singolo si affianca l'interesse generale alla salvaguardia del mercato finanziario, in virtù del quale si impone l'esigenza di assicurare uniformità all'autonomia contrattuale privata. Le disposizioni che in tema di retribuzione riconoscono diritti in favore del *top manager* esprimono una "scelta di valore" del legislatore, a protezione anche del lavoratore che, se pur inquadrato al livello dirigenziale, è soggetto debole portatore di interessi di oggettiva rilevanza coinvolti nella relazione contrattuale.

Di qui la conseguenza che il conflitto tra la clausola del contratto individuale di lavoro che sottragga un diritto e la norma di legge che accordi quello stesso diritto deve inevitabilmente risolversi nel senso della nullità parziale delle clausole ai sensi dell'art. 1419 c.c. e, per l'effetto, della sostituzione automatica della clausola con l'omologa previsione legislativa¹²⁴.

Non pare vi sia infatti valido argomento per sostenere che sia invece corretto sottrarre la disciplina del *top manager*, che è pur sempre un lavoratore subordinato di livello dirigenziale, al *favor laboratoris* che permea la legislazione del lavoro e al meccanismo della sostituzione automatica delle clausole nulle con le previsioni legislative, ad onta delle diverse pattuizioni contenute nel contratto individuale. Con la precisazione che, ovviamente, tale effetto di nullità parziale e sostituzione *ex lege* operi solo ove le previsioni legislative accordino dei diritti in favore del lavoratore e non si limitino a disciplinare generalmente il rapporto con il *top manager*.

Quanto ritenuto è ancora più manifesto in un settore, quello bancario, in cui il legislatore ha espressamente disposto la nullità delle clausole

¹²⁴ Com'è infatti noto, l'art. 1419 c.c. dispone che "la nullità parziale di un contratto o la nullità di singole clausole importa la nullità dell'intero contratto, se risulta che i contraenti non lo avrebbero concluso senza quella parte del suo contenuto che è colpita dalla nullità. La nullità di singole clausole non importa la nullità del contratto, quando le clausole nulle sono sostituite di diritto da norme imperative."

pattuite in violazione delle disposizioni in materia di sistemi di retribuzione e di incentivazione emanate dalla Banca d'Italia ai sensi dell'art. 53, comma 1, del TUB o contenute in atti dell'Unione europea direttamente applicabili. Si tratta ovviamente di una nullità parziale che colpisce la clausola, così sostituita di diritto con le disposizioni in materia "nei valori più prossimi alla pattuizione originaria", senza comportare la nullità dell'intero contratto¹²⁵.

1.9 I tetti alle retribuzioni del *top management* del settore pubblico: dall'austerità del Decreto Salva Italia del 2011 alla Legge di Bilancio 2022

È considerazione condivisa che, con riferimento al tema della retribuzione, la privatizzazione del rapporto di lavoro dei dipendenti pubblici sia stata "ambivalente", atteso che ha inevitabilmente imposto adattamenti, ed in taluni casi contrazioni, della disciplina in ragione delle peculiarità del datore di lavoro e della necessità di garantire il controllo del costo del lavoro pubblico¹²⁶.

¹²⁵ Ai sensi dell'art. 53, comma 4 *sexies* del TUB, così come modificato dall'art. 1, comma 19, lett. f) del D.Lgs. n. 72 del 2015, "è nullo qualunque patto o clausola non conforme alle disposizioni in materia di sistemi di remunerazione e di incentivazione emanate ai sensi del comma 1, lettera d), o contenute in atti dell'Unione europea direttamente applicabili. La nullità della clausola non comporta la nullità del contratto. Le previsioni contenute nelle clausole nulle sono sostituite di diritto, ove possibile, con i parametri indicati nelle disposizioni suddette nei valori più prossimi alla pattuizione originaria". A quanto consta, sull'applicabilità nel settore bancario del rimedio della sostituzione automatica della clausola difforme con le previsioni di legge anche prima del 2015, l'unico contributo che analizza il tema dalla prospettiva giuslavoristica è quello di L. NOGLER, *La direttiva "CRD III" e i "paracadute d'oro"*, in *Riv. it. dir. lav.*, 2012, 3, pag. 147 e segg.. Più di recente si vedano C. TIMELLINI, *L'applicazione delle clausole di clawback nei contratti di lavoro: un primo tentativo di approccio al problema*, 2018, in WP CSDLE "Massimo D'Antona".IT – 355/2018 ma anche G. GAUDIO, *Financial crisis, excessive pay and fat cats. Why employment scholars should start reflecting on regulation of executive remuneration*, in *Italian law journal*, 2020, 6, 2, pag. 537 e segg. e in particolare pag. 553.

¹²⁶ Così R. SANTUCCI, *Il trattamento economico nel lavoro pubblico contrattualizzato*, in *Variazioni su temi di diritto del lavoro*, 2020, 2, pag. 303.

In linea generale, con riferimento ai dirigenti, il secondo comma dell'art. 19 del D.Lgs. n. 165 del 2001 dispone che il trattamento economico venga stabilito tramite contratto individuale, nel rispetto dei principi e vincoli definiti dal successivo art. 24¹²⁷. In virtù di tale disposizione, la retribuzione è determinata dai contratti collettivi per le aree dirigenziali, prevedendo che il trattamento economico accessorio sia correlato alle funzioni attribuite, alle connesse responsabilità e ai risultati conseguiti dal dirigente¹²⁸. Peraltro, la retribuzione collegata ai risultati deve costituire, ai sensi del comma 1 *bis* del medesimo art. 24, almeno il 30% della retribuzione complessiva del dirigente considerata al netto della retribuzione individuale di anzianità e degli incarichi aggiuntivi soggetti al regime dell'onnicomprendività e non può essere corrisposta se l'amministrazione di appartenenza non ha provveduto a predisporre il sistema di valutazione della *performance*¹²⁹.

Ciò posto con riferimento al trattamento della dirigenza del settore pubblico, il legislatore si è poi occupato di prevedere una disciplina specifica per la dirigenza di vertice delle amministrazioni, con riferimento alla quale riacquista centralità l'autonomia individuale.

¹²⁷ Decreto Legislativo n. 165 del 30 marzo 2001, recante *Norme generali sull'ordinamento del lavoro alle dipendenze delle amministrazioni pubbliche*, pubblicato in G.U. n.106 del 2001. È opportuno segnalare che tuttavia, con riferimento al comparto sanità, il comma 8 dell'art. 3 *bis* del D.Lgs. n. 502 del 1992 dispone che il trattamento economico dei dirigenti apicali (ivi inclusi il direttore generale, il direttore sanitario e il direttore amministrativo) è definito con D.P.C.M..

¹²⁸ Con particolare riguardo alla graduazione delle funzioni e delle responsabilità ai fini della determinazione del trattamento accessorio, spetta agli organi di governo delle amministrazioni pubbliche provvedere, nel rispetto dei criteri e dei limiti finanziari individuati dal Presidente del Consiglio dei Ministri di concerto con il Ministro dell'economia. Più in generale, sul tema del trattamento accessorio della dirigenza si veda M. NICOLOSI, *Il trattamento economico*, in M. NAPOLI – A. GARILLI (a cura di), *La terza riforma del lavoro pubblico tra aziendalismo e autoritarismo*, Padova, 2013, pag. 129.

¹²⁹ Ai sensi del secondo periodo del comma 1 *ter* dell'art. 24 del D.Lgs. n. 165 del 2001 le disposizioni di cui al comma 1 *bis* riguardanti il trattamento accessorio del dirigente non si applicano alla dirigenza del Servizio sanitario nazionale e dall'attuazione del medesimo comma non possono derivare nuovi o maggiori oneri per la finanza pubblica.

Infatti, ai sensi del secondo comma dell'art. 24 del D.Lgs. n. 165 del 2001, per gli incarichi di uffici dirigenziali di livello generale il trattamento fondamentale è stabilito tramite contratto individuale ed è individuato assumendo quale parametro “i valori economici massimi contemplati dai contratti collettivi per le aree dirigenziali”. La retribuzione accessoria è invece determinata in ragione del livello di responsabilità attribuito con l'incarico di funzione e ai risultati conseguiti nell'attività amministrativa e di gestione.

Con particolare riferimento alla retribuzione dei dirigenti apicali, nel 2011 l'art. 23 *ter* del D.L. n. 201 (anche noto come c.d. Decreto Legge Salva Italia)¹³⁰ ha previsto che, con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, sia definito il trattamento economico di chiunque riceva emolumenti o retribuzioni dalle pubbliche amministrazioni nel rispetto di un parametro massimo, individuato nel trattamento economico del Primo presidente della Corte di Cassazione¹³¹. Al medesimo parametro si è adeguato anche il trattamento economico dei dirigenti apicali delle società direttamente o indirettamente controllate da amministrazioni dello Stato e dalle altre amministrazioni pubbliche di cui all'art.1, comma 2, del D.Lgs. n. 165 del 2001, ad esclusione delle società emittenti strumenti finanziari quotati nei mercati regolamentati e loro controllate. In particolare, ai sensi dell'art. 23 *bis* del Decreto Salva Italia devono essere definiti gli indicatori dimensionali quantitativi e

¹³⁰ D.L. n. 201 del 6 dicembre 2011, recante Disposizioni urgenti per la crescita, l'equità e il consolidamento dei conti pubblici, in G. U. n. 284 del 2011, convertito, con modificazioni, in L. n. 214 del 22 dicembre 2011, in G. U. n. 300 del 2011.

¹³¹ È stato così adottato il D.P.C.M. 23 marzo 2012, che ha fissato il limite massimo retributivo di quanti ricevano annualmente retribuzioni o emolumenti a carico delle pubbliche finanze, comprese le indennità e le voci accessorie nonché le eventuali remunerazioni per incarichi ulteriori o consulenze conferiti da amministrazioni pubbliche diverse da quella di appartenenza, nel trattamento economico annuale complessivo spettante per la carica al Primo Presidente della Corte di cassazione, pari nell'anno 2011 a euro 293.658,95. Lo stesso trattamento economico complessivo per il 2011 viene utilizzato nel provvedimento per fissare la retribuzione massima del Presidente e dei componenti delle Autorità amministrative indipendenti.

qualitativi necessari per individuare fino a 5 fasce per la classificazione delle suddette società e, per ciascuna fascia, è determinato proporzionalmente il limite dei compensi massimi al quale i consigli di amministrazione di ciascuna società devono fare riferimento per determinare, secondo criteri oggettivi e trasparenti, il trattamento economico annuo onnicomprensivo, nel rispetto del predetto limite.

Pochi anni dopo l'art. 84 *ter* della L. n. 98 del 2013, di conversione del D.L. n. 69 del 2013 (noto come c.d. Decreto del fare)¹³² ha aggiunto all'articolo richiamato tre nuovi commi, 5 *quater*, 5 *quinqüies* e 5 *sexies*, al fine di contenere i compensi dei *top manager* delle società che emettono strumenti finanziari quotati nei mercati regolamentati, controllate direttamente o indirettamente da pubbliche amministrazioni, e delle società dalle medesime controllate¹³³.

Il quadro normativo così delineato è stato riformato nel 2016 dal D.Lgs. n. 175 del 2016, recante il Testo unico in materia di società a partecipazione pubblica, che se da un lato ha abrogato i commi 5 *quater*,

¹³² D.L. n. 69 del 21 giugno 2013, recante Disposizioni urgenti per il rilancio dell'economia, in G. U. n. 144 del 2013, convertito, con modificazioni, in Legge n. 98 del 9 agosto 2013, in G. U. 194 del 2013. In dottrina, sul tema, si veda S. BATTINI, *Noblemaire, Renzi e le retribuzioni pubbliche*, in *Giorn. dir. amm.*, 2014, pag. 561 e segg..

¹³³ In particolare, il comma 5-*quater* dell'art. 23 *bis* del D.L. n. 201 del 2011 disponeva che le società che emettono esclusivamente strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati diversi dalle azioni, nonché per le società dalle stesse controllate, il compenso dell'amministratore delegato e del presidente del Consiglio d'amministrazione di cui all'art. 2389, comma 3, c.c. "non può essere previsto e corrisposto in misura superiore al 75 per cento del trattamento economico complessivo a qualsiasi titolo determinato, compreso quello per eventuali rapporti di lavoro con la medesima società, nel corso del mandato antecedente al rinnovo". Per le società che invece emettono titoli azionari quotati in mercati regolamentati, il comma 5-*quinqüies* stabiliva che, in sede di rinnovo dei consigli di amministrazione, venisse "sottoposta all'approvazione dell'assemblea degli azionisti una proposta in materia di remunerazione degli amministratori con deleghe di dette società e delle loro controllate, conforme ai criteri di cui al comma 5-*quater*". La differenza di disciplina trovava giustificazione nella natura privatistica in senso stretto delle società con azioni quotate su mercati regolamentati, che rendeva necessario garantire loro la massima autonomia decisionale, come peraltro confermato nel comunicato stampa del Ministero Economia e Finanze n. 81 del 28 marzo 2014.

5 *quinquies* e 5 *sexies* dell'articolo 23 *bis* del D.L. n. 201 del 2011, dall'altro ha introdotto nuovi limiti per la retribuzione degli amministratori delle società controllate pubbliche non quotate e legato la retribuzione variabile ai risultati di bilancio.

Ai sensi dell'art. 1, comma 5, le previsioni contenute nel Testo Unico si applicano “solo se espressamente previsto” alle società quotate, come definite dall'articolo 2, comma 1, lettera p) del medesimo decreto nonché alle società dalle stesse controllate¹³⁴. Per le società a controllo pubblico è ribadita la previsione, ai sensi dell'art. 11 del Testo Unico, di indicatori dimensionali quantitativi e qualitativi al fine di individuare fino a 5 fasce di classificazione delle suddette società e, per ciascuna fascia, è individuato proporzionalmente il limite dei compensi massimi, secondo criteri oggettivi e trasparenti e comunque il limite massimo previsto per il Primo Presidente della Corte di cassazione.

Una novità di particolare rilievo è stata introdotta in tema di retribuzione variabile dei *top manager* di queste società, con riferimento alla quale devono essere individuati dei criteri di determinazione dell'importo che siano commisurati ai risultati di bilancio raggiunti dalla società nel corso dell'esercizio precedente. Ed è interessante evidenziare che, qualora i risultati siano negativi e derivino da responsabilità dell'amministratore, la parte variabile non potrà essere corrisposta.

Un ulteriore elemento di differenziazione è infine contenuto nella previsione di cui al comma 10 dell'art. 11 del Testo Unico, in virtù del quale è in ogni caso vietato corrispondere ai dirigenti delle società a controllo pubblico indennità o trattamenti di fine mandato diversi o

¹³⁴ Si tratta in particolare delle “società a partecipazione pubblica che emettono azioni quotate in mercati regolamentati” e le “società che hanno emesso, alla data del 31 dicembre 2015, strumenti finanziari, diversi dalle azioni, quotati in mercati regolamentati”.

ulteriori rispetto a quelli previsti dalla legge o dalla contrattazione collettiva.

In conclusione, il rafforzamento della correlazione tra prestazione del *top management* e risultati di bilancio persegue l'indubbio fine di implementare, anche nel settore pubblico, una competitività basata sul merito¹³⁵.

Resta soltanto da chiedersi se l'introduzione nella legge di Bilancio 2022, come suggerito dal Presidente dell'Agenzia per la rappresentanza negoziale delle pubbliche amministrazioni (c.d. ARAN), dell'adeguamento agli incrementi Istat delle retribuzioni dei dirigenti apicali del settore pubblico, ma al momento non anche di quelli delle società quotate a controllo pubblico, contribuirà a incentivare ulteriormente la *performance* dei *top manager* pubblici¹³⁶. Si potrebbe dedurre dalla previsione che per il legislatore la rilevanza sì dei risultati di bilancio ma anche delle responsabilità richieste sia idonea a giustificare una differenza di trattamento economico dei dirigenti apicali rispetto a quei dirigenti di livello inferiore che, complice una contrattazione collettiva vigile, sono destinatari di incrementi retributivi periodici che li avvicinano considerevolmente alle cifre percepite dal *top management*, senza tuttavia dividerne le responsabilità e aggirando, in definitiva, l'importante principio di equità sociale che la novella sembra invece perseguire.

¹³⁵ Le retribuzioni dei dirigenti generali italiani sono risultate tra le più elevate dei paesi OCSE.

¹³⁶ È opportuno al riguardo precisare che il comma 68 dell'art. 1 della Legge di bilancio 2022 fa riferimento al trattamento economico del personale di cui all'art. 1, comma 471, della L. n. 147 del 2013, e dunque a "chiunque riceva a carico delle finanze pubbliche retribuzioni o emolumenti comunque denominati in ragione di rapporti di lavoro subordinato o autonomo intercorrenti con le autorità amministrative indipendenti, con gli enti pubblici economici e con le pubbliche amministrazioni di cui all'art. 1, comma 2, del decreto legislativo 30 marzo 2001, n. 165, e successive modificazioni, ivi incluso il personale di diritto pubblico di cui all'art. 3 del medesimo decreto legislativo".

CAPITOLO II

DALLO *SHORT TERMISM* ALLA *LONG TERM VALUE*: QUESTIONI IN TEMA DI *COMPENSATION PACKAGE* E RISOLUZIONE DEL RAPPORTO DI LAVORO

SOMMARIO: 2.1 Incentivazione e partecipazione finanziaria della categoria dirigenziale. Dalle buone prassi incentivanti alle distorsioni della crisi economica: c.d. *reward for luck* e c.d. *reward for failure* – 2.2 Specialità della categoria e pluralità delle figure dirigenziali: il direttore generale e il dirigente amministratore – 2.3 Funzione compensativa e funzione incentivante della retribuzione del *top management* – 2.4 La disciplina codicistica della partecipazione agli utili – 2.5 L'attribuzione di azioni quale strumento di fidelizzazione del dirigente – 2.6 Il dirigente titolare di *stock options* e altri strumenti finanziari – 2.7 L'offerta di azioni senza sovrapprezzo in favore del dirigente – 2.8 La rilevanza disciplinare del mancato raggiungimento degli obiettivi da parte del *top manager* – 2.9 La giurisprudenza in tema di mancata individuazione degli obiettivi e individuazione di obiettivi irraggiungibili da parte del datore di lavoro – 2.10 *Executive compensation* ed obiettivi di lungo periodo: le clausole di *clawback* e di *malus* – 2.11 Il ruolo dell'autonomia collettiva e individuale nella risoluzione del rapporto di lavoro dirigenziale: *golden parachute*, indennità di preavviso e indennità supplementare

2.1 Incentivazione e partecipazione finanziaria della categoria dirigenziale. Dalle buone prassi incentivanti alle distorsioni della crisi economica: c.d. *reward for luck* e c.d. *reward for failure*

Nell'esperienza italiana la categoria dirigenziale non è nuova a forme di incentivazione legate al rendimento della *performance* individuale e aziendale, seppur le più recenti tendenze in materia di retribuzione dei dirigenti apicali rappresentino espressione di un cambiamento nel modo

stesso di intendere le politiche retributive che inevitabilmente impone alcune considerazioni di inquadramento generale¹³⁷.

È constatazione condivisa che in Italia la sinora limitata rilevanza degli incentivi all'interno del pacchetto retributivo dei dirigenti sia discesa dalla mancanza di una vera e propria “cultura manageriale”, che ha relegato il dirigente apicale all'interno di una logica strettamente gerarchica dell'impresa, influenzando non solo i compiti e le responsabilità ma ogni aspetto del rapporto lavorativo dirigenziale¹³⁸.

Certo, la mancanza di una cultura manageriale e la conseguente incertezza sulla nozione stessa di lavoro manageriale nel nostro ordinamento è stata negli anni alimentata dalla mancanza di una ricostruzione sistematica delle politiche e prassi retributive del *top management*, della cui ricognizione si è invece occupata a più riprese la letteratura economica, per la quale il *manager* rappresenta la figura centrale dell'intera organizzazione produttiva aziendale¹³⁹.

Nell'ordinamento giuridico italiano, infatti, le teorie socio-economiche fondate sulla separazione tra “proprietà” e “gestione” dell'impresa hanno ricevuto una considerazione significativamente minore rispetto agli altri sistemi giuridici vicini al nostro, in ragione da un lato del lento

¹³⁷ In dottrina, per una ricognizione sistematica delle funzioni della retribuzione in prospettiva diacronica, dagli albori del nostro ordinamento costituzionale all'austerità imposta dalle politiche europee negli anni della crisi economica si veda M. MARTONE, *A che prezzo*, Roma, 2019.

¹³⁸ A. ZOPPOLI, *Incentivazione e lavoro manageriale: spunti per una ricerca*, in *Dir. rel. ind.*, 1991, n. 1, pag. 49. Sono ovviamente presenti delle differenziazioni all'interno della variegata categoria dirigenziale, per le quali si rinvia a P. TOSI, *Il dirigente d'azienda*, Milano, 1974 e A. GARILLI, *Le categorie dei prestatori di lavoro*, Napoli, 1988.

¹³⁹ La letteratura economica sulla figura del *manager* è sterminata e, ai fini del presente elaborato, pare opportuno riprendere l'interpretazione di G. EMINENTE, *La managerialità*, in D. DE MASI – A. BONZANINI (a cura di), *Trattato di sociologia del lavoro e dell'organizzazione. L'industria*, cit., pag. 263 e segg. che, sul fine degli anni '80 e dunque in un periodo sociale segnato dalla scoperta dell'economia della flessibilità, ha definito il ruolo e le funzioni del *management* nel “ottenere risultati mediante la combinazione di compiti o di persone diverse che devono (...) essere combinate).

sviluppo industriale, avvenuto peraltro tramite imprese di piccole e medie dimensioni, e dall'altro del diffuso carattere accentrato della proprietà aziendale¹⁴⁰.

Non è infatti un caso che invece, proprio negli ordinamenti caratterizzati da un più avanzato industrialismo, alla complessità della realtà aziendale abbia fatto seguito una progressiva necessità di incentivare il *top management* al perseguimento di obiettivi coincidenti con quelli dell'impresa¹⁴¹.

In questi sistemi la parte più consistente della retribuzione del dirigente è infatti costituita dalla retribuzione variabile, come testimonia peraltro la diffusione tra i CEO delle principali società americane, anche e soprattutto per ragioni fiscali, della prassi del “*one dollar salary*” che assegna al *top manager*, ad eccezione di un unico ed irrilevante dollaro, il diritto alla percezione di una retribuzione formata interamente dalla componente variabile, quasi a testimonianza, più che dell'allineamento, della coincidenza degli interessi di quest'ultimo con quelli dell'azienda¹⁴².

A ciò si aggiunga che, nel panorama del mercato retributivo italiano, sulla scorta delle più recenti rilevazioni statistiche, è peraltro emerso

¹⁴⁰ La teorizzazione del fenomeno della scissione tra proprietà e gestione si deve a A. BERLE – G. H. MEANS, *The Modern Corporation and Property*, New York, 1932. Sul punto, in Italia, si veda N. SALOMONE, *I dirigenti*, in D. DE MASI – A. BONZANINI (a cura di), *Trattato di sociologia del lavoro e dell'organizzazione. L'industria*, Milano, 1988, pag. 615 e segg..

¹⁴¹ Ovviamente, l'obiettivo dell'incentivazione del dirigente apicale è più agilmente perseguito all'interno delle società a proprietà diffusa e frazionata (le c.d. *public companies*) in cui l'elevato numero di azionisti non consente di realizzare un adeguato controllo sulle condotte dei *top manager*, i quali dispongono di un'autonomia tale nell'esercizio delle proprie funzioni da poter anche adottare comportamenti che perseguono interessi divergenti da quelli degli azionisti, se non addirittura finalizzati al perseguimento di interessi propri o di terzi.

¹⁴² Tra i CEO che hanno usufruito della prassi retributiva comunemente nota sotto il nome di “*one dollar salary*” figurano alcuni tra i nomi più noti della Silicon Valley, quali Mark Zuckerberg (CEO, Facebook), Evan Spiegel (CEO, Snapchat), Jack Dorsey (CEO, Twitter), Steve Jobs (ex CEO, Apple), Elon Musk (CEO, Tesla), Meg Whitman (ex CEO, HP), Larry Page (ex CEO, Alphabet).

che le retribuzioni dei dirigenti nell'ultimo quinquennio hanno registrato un decremento pari al 2,9%, con una significativa contrazione della parte variabile, complice anche una crisi sanitaria senza precedenti che oltre a imporre alle imprese una maggiore cautela nella gestione del costo del personale ha anche impedito a molti dirigenti apicali di raggiungere le soglie e i *target* da cui dipendeva la corresponsione di incentivi e *bonus* aggiuntivi rispetto alla retribuzione fissa¹⁴³.

Come anticipato nella prima parte del presente lavoro, la retribuzione pattuita con i dirigenti apicali in ragione di incarichi di particolare rilievo per l'organizzazione societaria e dell'elevata professionalità specialistica ha trovato storicamente fonte nella contrattazione individuale, se pur con le limitazioni di legge introdotte nell'ultimo decennio, mentre alla contrattazione collettiva, salvo alcune eccezioni, è spettato un ruolo di secondo piano¹⁴⁴.

Dal punto di vista aziendale, di regola, accettando l'offerta della società, il lavoratore accetta i presupposti ed i contenuti del pacchetto retributivo definito dall'impresa, la quale a sua volta progetta dei piani retributivi idonei ad incentivare il lavoratore di livello apicale ad accrescere il valore complessivo dell'impresa¹⁴⁵.

Dal punto di vista giuslavoristico la retribuzione variabile costituisce un elemento accidentale del contratto di lavoro e gli obiettivi di

¹⁴³ In particolare, solo negli anni 2019 e 2020, la differenza tra un anno e l'altro in punti percentuale della retribuzione variabile percepita dai dirigenti si attesta intorno al 5%, con percentuali anche inferiori con riferimento agli altri lavoratori, i quali però, salve alcune eccezioni, sono coinvolti in misura minore in piani di incentivazione analoghi a quelli del *top management*. Le rilevazioni statistiche riportate nel testo sono contenute nell'ultimo report JOB PRICING, *Salary outlook. L'analisi del mercato retributivo italiano*, 2021, reperibile su richiesta su <http://jobpricing.it>.

¹⁴⁴ All'interno del *compensation package* sono infatti previsti generalmente degli incentivi retributivi che, riguardando il singolo lavoratore di livello apicale, attengono al rapporto individuale tra quest'ultimo e il datore di lavoro e sono, dunque, oggetto di negoziazione bilaterale.

¹⁴⁵ Si veda sul punto S. LEVMORE, *Puzzling stock options and compensation norms*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2001, pag. 1904 e segg..

produttività e di redditività sono eventi futuri, che trovano rappresentazione nel contratto, ed incerti, in quanto il loro raggiungimento è aleatorio e dipende da una congerie di circostanze, tra cui ovviamente la *performance* manageriale¹⁴⁶.

Ed è proprio la componente variabile della retribuzione che, come emerso con la crisi economica del 2007-2008, si è prestata ad un utilizzo distorto dei meccanismi retributivi e incentivanti del *top management*, favorendo una tendenza allo *short termism* in ragione della frequente previsione nei contratti individuali di lavoro, soprattutto in quelli dei dirigenti apicali del settore bancario, di diritti e trattamenti che consentivano l'erogazione della retribuzione anche nella fase di *exit* del dirigente ed anche a fronte di fallimenti societari e situazioni aziendali disastrose¹⁴⁷.

Il sistema retributivo variabile deve dunque essere inteso come la parte della retribuzione con funzione incentivante, composto da varie tipologie di *bonus*¹⁴⁸ ed erogazioni accomunati dall'essere legate e un complesso di fattori che dipendono in alcuni casi dal raggiungimento di *performance* individuali, in altri da obiettivi aziendali, da voci di costi e qualità, situazioni del mercato, rendimenti in termini finanziari,

¹⁴⁶ Sull'inquadramento del fenomeno in termini di condizione ex art. 1353 c.c.. posto che i risultati e gli obiettivi aziendali che ne determinano l'erogazione non rientrano nel sinallagma contrattuale, si è espressa la giurisprudenza di legittimità: Cass., 5 giugno 1996, n. 5243, in *Lav. giur.*, 1996, pag. 1048, che ha classificato come condizione sospensiva il premio di produttività attribuito ad un lavoratore. Più in generale, nella dottrina civilistica, sulla condizione quale elemento accidentale del contratto si veda tra i tanti, M. BIANCA, *Diritto civile. Il contratto*, Milano, 2000, pag. 542 e segg. ma anche F. GALGANO, *Il contratto*, Padova, 2011, pag. 209 e segg..

¹⁴⁷ S. MIELI, *I sistemi di remunerazione nel settore finanziario: quali prospettive?*, relazione al convegno del 21 aprile 2010 organizzato da SDA Bocconi e Banca d'Italia.

¹⁴⁸ Nella prospettiva d'indagine per *bonus* si fa riferimento ai premi in denaro corrisposti in funzione d'incentivazione e la cui entità può dipendere dal conseguimento di obiettivi d'interesse degli azionisti o dal prezzo di mercato delle azioni. Tendenzialmente la scelta del parametro dipende dal destinatario del *bonus*, così con riferimento al *top management* è frequente il riferimento non ai risultati dell'attività produttiva o a quelli contabili ma al prezzo di mercato delle azioni della società.

rischio valutario e comunque contingenze esterne rispetto alla prestazione in quanto tale. Si tratta di voci la cui fruibilità da parte del dirigente non è neppure immediata e diretta come invece avviene per la componente fissa della retribuzione e che, oltretutto, sono soggette ad una valutazione discrezionale da parte dell'azienda, che è tenuta a fissare gli obiettivi ma si riserva anche dei meccanismi di valutazione dei risultati mediante, tra le altre, le c.d. clausole di *malus* e *claw-back*¹⁴⁹.

Storicamente due sono i modelli teorici che esaminano la retribuzione dei vertici aziendali alla luce della struttura proprietaria.

Il primo, noto come teoria della residualità del profitto, si fonda sulla logica del “*residual claimant*”¹⁵⁰, in virtù della quale i soci sono portatori di interessi, *stakeholders*, che si trovano in una particolare situazione di rischio, poiché titolari di un diritto patrimoniale eventuale e residuale e, in quanto tali, dotati di una notevole esposizione al rischio del loro investimento¹⁵¹. Il socio, secondo tale rappresentazione, non può essere qualificato come proprietario dell'impresa, bensì soltanto delle azioni, che come autorevolmente osservato costituiscono “beni di secondo grado” posto che rappresentano diritti su altri beni primari,

¹⁴⁹ Così da ultimo Trib. Monza, 20 febbraio 2020, che si è espresso in tema di determinazione del mantenimento dei figli e componente variabile del reddito precisando che quest'ultima non può essere valutata alla stessa stregua della componente fissa e, di conseguenza, ai fini della determinazione del contributo al mantenimento dei figli va ridimensionata la valutazione dei compensi percepiti dal genitore.

¹⁵⁰ In dottrina si veda, in particolare, V. CALANDRA BUONAURA, *La gestione societaria dell'impresa in crisi*, in M. CAMPOBASSO, *Società, banche e crisi di impresa*. Liber amicorum Pietro Abbadessa, Torino, 2014, III, pag. 2596; L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, Bologna, 2007, pag. 36; C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2003, pag. 50 e segg.; G. FERRI, *La struttura finanziaria della società in crisi*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, pag. 477. Nella dottrina straniera, si rimanda per completezza a F. EASTERBROOK – D. FISCHER, *The economic structure of corporate law*, London, 1991.

¹⁵¹ Sulla “duplicazione della proprietà”, quella delle azioni spettante ai soci e quella del patrimonio spettante alla società, si veda C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, I, in *Trattato Cicu-Messineo*, Milano, 2012, pag. 40.

costitutivi del patrimonio dell'impresa, e che non appartengono ai soci, ma alla società¹⁵². In questo contesto, dunque, l'azionista riveste il ruolo di "propulsore dell'investimento", posto che la volontarietà dell'iniziativa imprenditoriale rimane elemento imprescindibile per la nascita e la vita della società¹⁵³, ma ciò nonostante non è proprietario dell'impresa, bensì *residual claimant*, portatore di una pretesa limitata a ciò che residua dopo che siano stati soddisfatti i creditori¹⁵⁴. L'interesse sociale prevale sull'interesse personale del socio ed il potere di cui gli azionisti dispongono risiede nella nomina e revoca dei componenti dell'organo amministrativo, di tal guisa destinati a divenire poi *dei ex machina*, i veri attori dell'impresa¹⁵⁵.

¹⁵² La citazione è di T. ASCARELLI, *Riflessioni in tema di titoli azionari e società tra società*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1952, I, pag. 387 e segg.. Come precisato in ID., *Principi e problemi delle società anonime*, in *Studi in tema di società*, Milano, 1952, pag. 3 e segg. il socio, in altri termini, finanzia l'impresa partecipando alla formazione del capitale di rischio e, dunque, dalla titolarità delle azioni deriva esclusivamente il c.d. *status socii*, all'interno del quale rientrano tutte quelle situazioni giuridiche soggettive, attive e passive, che da quella titolarità discendono e che rimangono ben distinte dalla titolarità dell'impresa.

¹⁵³ Sul punto si rimanda, anche per i necessari approfondimenti e richiami bibliografici, ad A. BLANDINI – O. DE CICCO – E. LOCASCIO ALIBERTI, *Socio e Società nella società per azioni (in crisi): dal diritto di opzione al "bail-in" (con notazioni sulle ragioni di Mazzarò)*, in *Riv. dir. soc.*, 2016, 4, 1, pag. 749 e segg..

¹⁵⁴ Come peraltro osservato da A. BLANDINI – O. DE CICCO – E. LOCASCIO ALIBERTI, *Socio e Società nella società per azioni (in crisi): dal diritto di opzione al "bail-in" (con notazioni sulle ragioni di Mazzarò)*, cit., a partire dalla riforma societaria del 2003 l'introduzione di nuovi strumenti finanziari partecipativi e nuove categorie di azioni, come quelle postergate nelle perdite, ha ulteriormente inciso su questi aspetti, ampliando le tecniche di finanziamento dell'attività di impresa della società per azioni. Secondo P. FERRO LUZZI, *Riflessioni sulla Riforma; I: La società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, pag. 683 e segg. in virtù dell'impostazione teorica del *residual claimant* la società deve essere considerata non come mero esercizio collettivo dell'impresa, bensì quale organizzazione del "sostegno" all'attività di impresa. L'orientamento in commento si pone così in contrasto con la teoria della c.d. *shareholder primacy*, sulla quale si rimanda a H. HANSMANN – R. KRAAKMAN, *The end of history for corporate law*, *Georgetown Law Journal*, 2001, 89, 2, pag. 468.

¹⁵⁵ A. BLANDINI – O. DE CICCO – E. LOCASCIO ALIBERTI, *Socio e Società nella società per azioni (in crisi): dal diritto di opzione al "bail-in" (con notazioni sulle ragioni di Mazzarò)*, cit., il quale peraltro osserva che per tale via il momento assembleare sembra ridursi, per dirla con le parole di R. C. CLARK, *Corporate law*, Boston, 1986, pag. 95, ad una "mere ceremony to give a veneer of legitimacy to managerial power".

In virtù del secondo orientamento teorico, che è anche quello dominante, la retribuzione incentivante del dirigente apicale deve essere invece inquadrata all'interno del rapporto tra principale e agente. Si tratta di un orientamento basato sulle asimmetrie informative e noto come *agency relationship theory* (c.d. teoria dei costi d'agenzia), in virtù del quale sussiste un rapporto di delega tra il *principal*, rappresentato dai soci capitalisti, e l'*agent*, ossia il dirigente apicale, che consente ai primi di affidare le proprie pretese di gestione dell'investimento e implementazione del rendimento ai secondi. Il compenso rappresenta, in tale contesto, il rimedio per i costi di agenzia causati dal mancato allineamento degli interessi del *top manager* con quelli dell'azionista nelle società a proprietà diffusa¹⁵⁶.

In tale rapporto, il rischio sopportato dai soci consiste nell'impossibilità di esercitare un controllo completo sulla condotta del *top manager*, essendogli preclusa la possibilità di conoscere in maniera tempestiva ed onnicomprensiva le informazioni in possesso degli amministratori apicali¹⁵⁷.

Secondo la teoria dei costi d'agenzia la pattuizione di una retribuzione ancorata all'andamento del valore dell'azienda ha l'indiscusso merito di collegare il compenso del *top manager* alla ricchezza degli azionisti tramite indicatori di ricchezza tramite indicatori che consentono di valutare la *performance* alla luce del prezzo delle azioni oppure di obiettivi di bilancio. L'effetto di tale processo è quello di implementare

¹⁵⁶ Come osservato per primo da M. JENSEN – W. MECKLING, *Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, in *Journal of Financial Economics*, 1976, 3.

¹⁵⁷ Si tratta a ben vedere di un rischio particolarmente elevato nelle c.d. *public companies*, nelle società caratterizzate da una notevole frammentazione dell'assetto proprietario, in cui il singolo azionista fa affidamento sul controllo da parte dei restanti titolari del capitale sulla condotta del *top manager*.

sia l'*attraction* che la *retention* di dirigenti talentuosi e, soprattutto, motivarli a perseguire gli interessi degli azionisti¹⁵⁸.

Ed è di tutta evidenza che, alla luce della teoria dei costi di agenzia, l'accordo sui compensi incentivanti dei dirigenti apicali solleva nuove e diverse complessità in un contesto, come quello italiano e, più in generale, europeo in cui le strutture societarie sono caratterizzate da un azionariato concentrato e orientato nel lungo periodo. A differenza della proprietà societaria diffusa del modello statunitense, in altri termini, all'elevata concentrazione del controllo nelle società italiane ed europee consegue l'intensificazione del potere di voto degli azionisti e una forte influenza delle banche¹⁵⁹.

¹⁵⁸ M. JENSEN – K. MURPHY – E. WRUCK, *Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them*, in *ECGI Finance Working Paper*, 2004, 44, disponibile su <http://www.ecgi.org/wp>. Secondo le ricostruzioni di J. C. COFFEE, *What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990s*, Columbia Law School, 2004, *Working Paper* n. 214, disponibile su <http://www.ssrn.org> e L. RIBSTEIN, *Bubble Laws*, in *Houston Law Review*, 2003, 40 a ben vedere la stessa retribuzione incentivante del *top management* possa rappresentare un costo di agenzia, divenendo uno strumento idoneo a prestarsi a distorsioni nel suo utilizzo. In particolare, secondo tale ricostruzione, poichè le politiche retributive vengono definite dal Consiglio d'amministrazione, è possibile che quest'ultimo, qualora sia affetto da conflitti di interesse, non adempia al suo compito di allineare gli interessi degli azionisti con quelli dei dirigenti apicali¹⁵⁸. Anzi a ben vedere, secondo altri, l'accordo incentivante che legghi il compenso del *top manager* al valore delle azioni creerebbe un ulteriore problema di agenzia dovuto all'acuirsi dei conflitti di interesse tra azionisti e dirigenti ed alla conseguente distorsione da parte di questi ultimi delle informazioni di bilancio e del prezzo delle azioni, così generando disastrosi fallimenti societari.

¹⁵⁹ È interessante sottolineare che, in tale contesto, i costi di agenzia sarebbero ridotti, da un lato, in ragione delle maggiori risorse a disposizione degli azionisti di maggioranza per effettuare un controllo maggiormente pregnante sui dirigenti e sulle informazioni di bilancio e, dall'altro, dai minori problemi di coordinamento delle azioni collettive, che invece dilagano nelle società a proprietà diffusa. Sul secondo profilo si invia a J. GARRIDO – A. ROJO, *Institutional investors and corporate governance: solution or problem?*, in K. J. HOPT – E. WYMEERSCH (a cura di), *Capital markets and company law*, Oxford, 2003, pag. 427 come richiamato in G. FERRARINI – N. MOLONEY, *Remunerazione degli amministratori esecutivi e riforma del governo societario in Europa*, cit., pag. 592-593.

A partire dagli anni '90 la teoria dei costi di agenzia è divenuta dominante nella letteratura sul compenso dei dirigenti apicali¹⁶⁰ e la crescente attenzione al tema dell'*executive compensation*, culminata con autorevoli studi ed indagini che ancor oggi rappresentano l'imprescindibile punto di partenza per approfondire il tema, ha portato alla luce tutte le dinamiche perverse dei sistemi di incentivazione dei dirigenti apicali troppo spesso erogati con scarsa trasparenza¹⁶¹.

Sulla base dei menzionati studi, emergeva infatti che gli accordi retributivi individuali sul compenso venivano strutturati in modo tale da camuffare l'assenza di connessione tra i significativi importi erogati in favore del *top management* e l'effettiva prestazione manageriale¹⁶². Era il fenomeno della c.d. *reward for luck*, in cui il dirigente apicali non veniva retribuito per gli effetti delle sue scelte e della sua *performance*, bensì veniva ricompensato per la fortuna, diversamente da quanto accadeva in alcuni noti casi di c.d. *reward for failure*, in cui si ricorreva

¹⁶⁰ In tema si rinvia alle parole dei due ideatori e propulsori della teoria in commento J. JENSEN – K. MURPHY, *Ceo Incentives: It's Not How Much You Pay, but How*, in *Harvard Business Review*, 1990, 68, pag. 138 e segg..

¹⁶¹ Su tutti, si vedano le considerazioni di L. BEBCHUCK – J. FRIED, *Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation*, cit., pag. 138 e segg. ma anche da L. BEBCHUCK – J. FRIED – D. WALKER, *Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation*, cit., pag. 69.

¹⁶² Così con riferimento anche alle retribuzioni dei dirigenti apicali legate all'andamento dei titoli in borsa, come avviene con *stock options*, *stock grant*, *phantom stock options*, in cui quell'andamento può dipendere da fattori del tutto indipendenti dalla gestione dell'impresa sociale da parte del *top manager*. Si è trattato, a ben vedere, di una tendenza che ha portato però i compensi dei *top manager* a livelli talmente elevati da suscitare stupore nell'opinione pubblica, soprattutto in considerazione dello scarso collegamento con i risultati aziendali. Ad esempio dallo studio di L. Bebchuck e J. Fried è emerso che spesso detti compensi venivano legati all'utile societario, che può tuttavia aumentare anche esclusivamente per cause fortuite, esterne all'impresa sociale, quali il calo del prezzo delle materie prime, dei tassi di interesse e della retribuzione media dei dipendenti.

Così parte della dottrina ha iniziato a rilevare come la prassi negoziale dei compensi del *top management*, individuati in regime di libera concorrenza e autonomia individuale, avesse portato ad una distorsione del sistema, contribuendo alla diffusione di sistema di *compensation* idonei a perseguire non già gli interessi degli azionisti, ma l'arricchimento personale degli amministratori delegati.

ad una parametrizzazione fittizia del compenso così assicurando liquidazioni milionarie anche nel caso di perdite o addirittura di fallimento della società amministrata¹⁶³.

Così il ricorso incontrollato agli incentivi finanziari per il *top management* si è ben presto prestato ad abusi dei meccanismi incentivanti¹⁶⁴, troppo spesso erogati sulla base di meriti poco rilevanti o addirittura inesistenti, provocando notevoli dubbi sull'effettiva adeguatezza di tali meccanismi alla creazione di valore per gli azionisti¹⁶⁵.

¹⁶³ Così L. BEBCHUCK – J. FRIED, *Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation*, cit., pag. 139 e segg..

¹⁶⁴ Per tale motivo, si è iniziato a ragionare sull'effettivo apporto della *performance* manageriale al successo dell'impresa. Se da un lato è infatti vero che per aumentare gli utili di una società sia fondamentale valorizzare ed incentivare le prestazioni degli amministratori e dirigenti apicali, è altrettanto vero che un contributo imprescindibile per il successo societario sia apportato anche dalle prestazioni dei dipendenti dell'impresa. Eppure secondo le ultime rilevazioni statistiche il rapporto tra la retribuzione di un amministratore delegato nelle maggiori compagnie americane e un lavoratore "normale" è attualmente fissata a 320 volte a 1. Una forbice sbalorditiva che nel tempo è divenuta sempre più ampia in ragione della connessione dell'*executive compensation* con la crescita dei mercati finanziari, tanto più impressionante ove si consideri che nel 1965 la distanza era soltanto di 21 volte. È questo uno degli elementi che emerge dal rapporto pubblicato il 18 agosto dall'ECONOMIC POLICY INSTITUTE, reperibile su <https://www.epi.org>, che prende in considerazione le 350 maggiori società americane e calcola il compenso dei loro *top manager* prendendo in considerazione, al momento dell'incasso e non dell'assegnazione, la retribuzione fissa ma soprattutto le assegnazioni variabili di *bonus* e azioni, che rappresentano circa i tre quarti dello stipendio di un *top manager*. Come risulta dal rapporto, nel 2019 la retribuzione media dei *top manager* statunitensi si attestava sui \$ 21,3 milioni, registrando un aumento del 14% rispetto al 2018 ed avvicinandosi al picco dei \$ 21,9 milioni del 2000, che qualche anno dopo ha contribuito al crollo dei mercati finanziari e dei compensi del 2007-2008. In quegli anni, peraltro, è significativo notare che la forbice tra le retribuzioni dei dirigenti apicali e quelle dei lavoratori era ancora più ampia, aggirandosi sulle 366 volte. Secondo il rapporto Epi nel decennio compreso tra il 2009 e il 2019, a fronte della crescita dei mercati, il compenso dei dirigenti apicali è cresciuto di oltre il 105%, grazie al rapido incremento di valore delle azioni assegnate in un contesto di crescita economica e dei mercati finanziari, mentre quello dei rimanenti lavoratori solo del +7,6%. Per uno studio globale dei *trend* retributivi dei lavoratori, anche alla luce della crisi sanitaria ed economica del Covid-19, si veda l'ultimo report dell'INTERNATIONAL LABOUR ORGANIZATION, *Global Wage Report 2020-21: Wages and minimum wages in the time of COVID-19*, disponibile all'indirizzo <https://www.ilo.org>.

¹⁶⁵ Tra le ragioni fondanti di una simile distorsione vi è sicuramente la possibilità che il *top manager* individui autonomamente il suo compenso, ancorandolo a valori azionari che potrebbero comportare un guadagno anche a prescindere dall'incremento

È dunque necessario, per procedere nell'indagine sugli strumenti di cui si compone il *compensation package* e comprendere le ragioni del passaggio da una logica incentivante orientata al breve termine ad una orientata alla promozione della sostenibilità dei risultati nel lungo periodo, approfondire innanzitutto i caratteri giuridici della figura del dirigente apicale, da intendersi quale lavoratore subordinato dotato di tratti sicuramente peculiari rispetto agli altri dipendenti e spesso titolare anche di un rapporto di amministrazione con la società datrice di lavoro, come nel caso del dirigente amministratore.

Una volta chiariti questi profili, si potrà procedere all'approfondimento delle funzioni compensativa ed incentivante della retribuzione, onde indagare, dopo l'approfondimento degli strumenti frequentemente utilizzati per incentivare il *top manager*, gli effetti che la mancata previsione datoriale o il mancato raggiungimento dirigenziale degli obiettivi avrà sul rapporto di lavoro.

In questo contesto, sarà infine opportuno approfondire le clausole contrattuali che prevedono il differimento o la restituzione dei compensi

della produttività aziendale o dal possesso di specifiche competenze. Così L. BEBCHUCK – J. FRIED, *Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation*, cit., pag. 138 e segg., così come richiamati da E. GLIOZZI, *Gli alti compensi dei top managers*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 3, pag. 961 e segg.. Quest'ultimo in particolare sottolinea che, secondo i due autori, l'influenza che un amministratore delegato ha sul consiglio di amministrazione è talmente pregnante che, dopo la nomina, il suo parere diviene determinante per il rinnovo degli altri membri del consiglio, i quali auspicando il rinnovo delle cariche rivestite hanno scarsi incentivi a contrapporsi all'amministratore delegato. Nella stessa situazione di conflitto di interessi si troverebbero gli amministratori membri del comitato per la remunerazione, con l'effetto che il potere di fissare il proprio compenso rimane di fatto nelle mani degli amministratori delegati. Ciò posto, l'autore rileva la sussistenza di un'ulteriore causa alla base delle retribuzioni stellari dei vertici aziendali, strettamente legata al successo del mito dell'amministratore superstar delle società quotate. Negli Stati Uniti e nel Regno Unito, infatti, i consigli di amministrazione trovano oggi conveniente far credere al pubblico che i problemi della loro impresa possano essere risolti affidandosi a un *leader* con doti eccezionali, retribuito con compensi particolarmente elevati per ingenerare la convinzione di avere il migliore amministratore. Il compenso dei *top managers*, conclude l'autore, sta dunque cambiando natura: più che una retribuzione per risultati ottenuti, sta diventando uno *status symbol*.

erogati al dirigente apicale in determinate circostanze, per poi valutare il ruolo che, nelle ipotesi di cessazione del rapporto di lavoro, rivestirà la contrattazione collettiva, con particolare riferimento al settore bancario, in cui la disciplina dell'*executive compensation* è dotata di una capillarità di previsione che è pressochè sconosciuta agli altri settori d'indagine¹⁶⁶.

2.1 Specialità della categoria e pluralità delle figure dirigenziali: il direttore generale e il dirigente amministratore

Come autorevolmente osservato, “ad individuare con precisione la figura del dirigente, i giudici italiani giunsero verso la fine della seconda guerra mondiale, per successive approssimazioni e a seguito di sforzi che, già intensi durante gli anni '30, furono soprattutto stimolati dall'entrata del nuovo codice”¹⁶⁷.

È dunque su impulso dell'art. 2095 del Codice civile del 1942, che ricomponne ad unità tutte quelle figure professionali precedenti riconducibili, per compiti e funzioni, al profilo dirigenziale, che il dirigente viene nitidamente riconosciuto quale categoria di lavoratore subordinato dell'ordinamento giuridico italiano¹⁶⁸.

¹⁶⁶ Ai fini dell'indagine le espressioni politiche retributive, prassi retributive, sistemi retributivi, retribuzione, *compensation*, pacchetto retributivo, *compensation package* e remunerazione vengono spesso impiegate come sinonimi nel presente scritto, pur nella consapevolezza della loro solo parziale coincidenza dal punto di vista giuridico, in adesione all'accezione tecnica di retribuzione che è invalsa nella letteratura e nella legislazione economica in tema.

¹⁶⁷ G. F. MANCINI, *Le categorie dei prestatori di lavoro nell'ordinamento italiano*, in *Riv. Trim. Dir. Proc. Civ.*, 1966, 3, pag. 893 e segg..

¹⁶⁸ Ancor prima del Codice civile, invero, le caratteristiche proprie del dirigente erano già stata riconosciute in alcune figure professionali quali quelle del direttore e dell'istitutore, rispettivamente individuate dal Codice di commercio del 1882 agli artt. 148 e 367. Ai sensi dell'art. 148, in particolare, “se per patto sociale o per

È tuttavia estremamente significativo che, già quasi un ventennio prima dell'entrata in vigore del Codice civile, il legislatore del 1926 avesse già predisposto una pionieristica elencazione delle figure dirigenziali, che ancora plasma le esemplificazioni contenute nei più importanti contratti collettivi, principalmente nazionali, oggi in vigore¹⁶⁹.

Si trattava in particolare, come attentamente osservato¹⁷⁰, di un'elencazione legislativa di profili professionali di impronta dirigenziale necessaria per distinguere questi prestatori di lavoro dagli altri lavoratori subordinati, e non per disciplinare puntualmente il relativo rapporto di lavoro individuale¹⁷¹.

Per questo motivo, sulla scorta della legislazione del 1926, la successiva giurisprudenza avviava un'intensa attività di elaborazione giuridica della figura del dirigente, il cui tratto principale è stato individuato nel rappresentare quest'ultimo l'*alter ego* dell'imprenditore, in quanto dotato di "poteri di disposizione eguali a quelli di un principale, non limitati a singoli atti, ma estesi all'intera direzione dell'azienda sia nella sfera interna e di fronte ai dipendenti, sia nella sfera esterna e di fronte a terzi"¹⁷².

deliberazione dell'assemblea generale la parte esecutiva delle operazioni sociali sia attribuita ad un direttore estraneo al Consiglio d'amministrazione, il direttore è responsabile verso i soci e verso i terzi, al pari degli amministratori, per l'adempimento dei suoi doveri secondo le disposizioni dell'articolo precedente, nonostante qualunque patto contrario, e sebbene sia sottoposto all'autorità ed alla sorveglianza degli amministratori stessi". Ai sensi dell'art. 367, inoltre, "è institore colui che viene preposto all'esercizio del commercio del preponente nel luogo dove questo lo esercita o in luogo diverso". In dottrina, per una ricostruzione storica dell'istituto e per i necessari richiami bibliografici, si rimanda per completezza a R. GALARDI, *Il dirigente d'azienda. Figure sociali, fattispecie e disciplina*, Torino, 2020, pag. 2 e segg..

¹⁶⁹ Art. 6, R. D. 1 luglio 1926, n. 1130.

¹⁷⁰ Sul punto si rimanda alle considerazioni di R. SCOGNAMIGLIO, *La nozione di dirigente nel diritto del lavoro e della previdenza sociale*, in AA. VV., *La previdenza dei dirigenti di azienda nel sistema pensionistico*, Milano, 1983, pag. 125 e segg..

¹⁷¹ La prima sentenza ad inaugurare tale orientamento risale a Cass., 4 dicembre 1934, n. 3467, in *Mass. giur. lav.*, 1935, pag. 69.

¹⁷² La prima sentenza di legittimità che si occupa di definire i contorni della figura dirigenziale è Cass., 13 aprile 1937, n. 1095, in *Foro it.*, 1, c. 1386.

Una definizione della figura del dirigente che, seppur ancora embrionale e destinata ad essere perfezionata dal Codice civile, divideva la dottrina degli anni a venire tra chi, da un lato, rinveniva una differenza solo di tipo quantitativo tra le mansioni dirigenziali e quelle impiegatizie¹⁷³ e chi, dall'altro, riteneva predominante la differenza qualitativa di compiti e mansioni spettanti ai dirigenti e agli altri lavoratori subordinati¹⁷⁴.

Ed è opinione pacificamente condivisa che, dall'intensa elaborazione giurisprudenziale successiva all'introduzione della legge sindacale del 1926, sia dipesa l'enucleazione della nozione di dirigente accolta nel codice civile del 1942, come peraltro confermato nella Relazione del Ministro Guardasigilli Grandi sulle "Disposizioni per l'attuazione del Libro del Codice Civile del lavoro e disposizioni transitorie"¹⁷⁵.

Negli anni successivi, ferma restando la centralità dell'art. 6 della legge sindacale del 1926 nell'individuazione dei profili professionali riconducibili alla figura di dirigente, la giurisprudenza ha intrapreso un'attenta attività di valutazione dei soggetti riconducibili alla categoria dirigenziale in virtù del disposto dell'art. 2095 c.c., ad esempio includendo la figura dei preposti ad un singolo ramo o ad una parte autonoma dell'azienda.¹⁷⁶

Si giungeva così a richiedere, ai fini dell'inquadramento all'interno della categoria dirigenziale, la sussistenza di alcuni requisiti quali il carattere prevalentemente fiduciario ed intellettuale della collaborazione con l'imprenditore; l'ampiezza di autodeterminazione e di formulazione di direttive per organizzare l'attività dell'azienda;

¹⁷³ G. GIUGNI, *Il dirigente d'azienda nel diritto*, in Aa. Vv., *Il dirigente d'azienda nell'evoluzione della società*, Roma, 1974, pag. 305 e segg..

¹⁷⁴ G. F. MANCINI, *Le categorie dei prestatori di lavoro nell'ordinamento italiano*, cit., pag. 905 e segg..

¹⁷⁵ G. U. 27 febbraio 1942, n. 48.

¹⁷⁶ Così Cass., 28 luglio 1956, n. 2944, in *Giur. cost.*, 1957, 1, pag. 70.

l'immediatezza della collaborazione con l'imprenditore per il coordinamento generale e lo sviluppo dell'attività aziendale, nella sua totalità o per rami autonomi, la superiorità gerarchica e funzionale sul restante personale, la responsabilità diretta nei confronti dell'imprenditore, il potere di controllo ed eventualmente disciplinare nei confronti degli altri dipendenti dell'impresa, la rappresentanza¹⁷⁷.

La progressiva trasformazione dell'impresa negli anni successivi e la graduale evoluzione anche degli obiettivi dalla stessa perseguiti ha comportato la creazione di complesse strutture di organizzazione del lavoro all'interno dell'impresa, i cui riflessi sono stati evidenti anche con riferimento alla categoria dirigenziale.

Così, accanto al dirigente inteso quale *alter ego* dell'imprenditore, nella sua accezione originaria, si sono sviluppate alcune figure "minori", chiamate ad affiancare i vertici aziendali nell'attuazione delle scelte strategiche e organizzative dell'impresa. Questo pullulare di figure dirigenziali minori ha, in altri termini, comportato la nascita di forme di collaborazione riconducibili alla categoria dirigenziale ma non necessariamente preposte ad un ramo d'azienda autonomo. Figure necessarie per fornire ai vertici aziendali, quelli che ai nostri fini è opportuno identificare quali *top manager*, valutazioni tecniche, dati e rilevazioni scientifiche indispensabili per l'adozione di scelte strategiche o, in ogni caso, di carattere generale.

Ed è significativo notare che, innanzi al proliferare di queste nuove figure dirigenziali, la giurisprudenza si sia mantenuta salda nel identificare il dirigente con l'*alter ego* dell'imprenditore, così contribuendo all'enucleazione di un gruppo di dirigenti ben distinto per

¹⁷⁷ Sul punto si rimanda, per gli opportuni approfondimenti e per una più completa ricognizione degli elementi identificativi la sussistenza di un rapporto di lavoro di tipo dirigenziale, a F. PERGOLESI, *Dirigente di azienda*, in *ED*, XII, Milano, pag. 618 e segg..

autonomia e funzioni dai dirigenti “minori”, cui competono le residue competenze di *management* necessarie per supportare l’attività dei primi.

Si tratta di una differenziazione essenziale per comprendere bene la disciplina del rapporto di lavoro e, soprattutto, della retribuzione dei dirigenti, precisando sin da ora che il presente studio approfondirà i caratteri e la struttura retributiva della prima delle due figure professionali, ossia di tutti quei soggetti identificati come appunto *alter ego*, dirigenti apicali, *top manager* o vertici aziendali¹⁷⁸. Sicuramente rientra all’interno di tale classificazione la figura del direttore generale, che per le sue capacità e responsabilità non solo incarna l’*alter ego* dell’imprenditore ma è stato storicamente individuato dalla contrattazione collettiva tra i profili professionali elencati nelle declaratorie dei contratti collettivi di lavoro dirigenziali¹⁷⁹.

E se con riferimento al direttore generale la dottrina giuslavoristica e giuscommerciale concordano sulla circostanza che quest’ultimo,

¹⁷⁸ Seppur la dottrina in tema sia copiosa, si rimanda in particolare alle considerazioni contenute, tra i primi, in G. MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1956 e in seguito in A. ABBADESSA, *Il direttore generale*, in G.E. COLOMBO – G. B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, IV, Torino, 1991, pag. 460 e segg.; G. BARTALINI, *La responsabilità degli amministratori e dei direttori generali di società per azioni*, Torino, 2000; F. BONELLI, *Gli amministratori di S.p.A. a dieci anni dalla riforma del 2003*, Milano, 2010; V. CALANDRA BUONAURA, *I modelli di amministrazione e controllo nella riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2003, I, pag. 535 e segg.. Più di recente si veda R. GALARDI, *Il dirigente d’azienda*, cit. pag. 144 e segg.. Sull’applicabilità dell’art. 2106 c.c. al dirigente si veda A. PILEGGI, *Sulla pretesa inapplicabilità al dirigente e sul preteso divieto di omologarlo alle altre categorie di lavoratori subordinati*, in *Dir. lav.*, 1997, II, pag. 153 e segg.. Sul carattere preminente del direttore nell’organizzazione aziendale si è di recente espresso anche Trib Roma, 28 settembre 2015, n. 14243, in *dejure*.

¹⁷⁹ Come evidenziato in R. GALARDI, *Il dirigente d’azienda*, cit., pag. 146 il CCNL dei dirigenti dei giornali, in particolare, all’art. 2 espressamente fa riferimento al direttore generale quale figura che “dipende direttamente ed esclusivamente dal proprietario del giornale o dal legale rappresentante della società editrice” ed è “nella gerarchia dell’azienda sullo stesso piano del Direttore politico”. Egli infatti “ricopre un ruolo caratterizzato da un elevato grado di autonomia e potere decisionale ed esplica in modo continuativo poteri di rappresentanza e di decisione al fine di promuovere, coordinare e gestire la realizzazione degli obiettivi dell’impresa”.

stipulando il contratto di lavoro, accetti di obbedire alle direttive del datore, configurandosi dunque un inadempimento contrattuale ogni qual volta egli adotti un comportamento difforme¹⁸⁰, con riferimento alla figura dell'amministratore di società sono emerse opinioni contrastanti.

Seppur non sia certamente questa la sede per approfondire il rapporto che lega l'amministratore alla società né per realizzare una ricognizione sistematica degli orientamenti contrattualista ed organico relativi alla qualificazione di detto rapporto, alcune precisazioni sono imprescindibili per meglio comprendere le prassi e le politiche retributive e incentivanti che, nel corso degli anni, hanno interessato questa figura cardine dell'azienda¹⁸¹.

L'animato dibattito dottrinale e giurisprudenziale sulla qualificazione del rapporto tra amministratore e società ha infatti sollecitato l'intervento, per ben due volte, delle Sezioni Unite della Cassazione¹⁸². Nel 1994, in una controversia proprio in materia di retribuzione degli amministratori, le Sezioni Unite hanno preferito discernere il profilo

¹⁸⁰ Così V. FERRANTE, *Potere e autotutela nel contratto di lavoro subordinato*, Torino, 2004, pag. 55. Per alcune riflessioni sulla "responsabilità ibrida" del direttore generale si veda in particolare R. GALARDI, *Il dirigente d'azienda*, cit., pag. 148.

¹⁸¹ Giova in questa sede accennare per completezza che mentre secondo la teoria contrattualista esiste un contratto tra amministratore ed ente, che rappresentano due autonomi centri d'interesse, secondo la teoria organica tra i due non vi è dualità ma unitarietà in virtù di un rapporto di immedesimazione organica del primo nel secondo. All'interno della prima teoria, quella contrattualista, se T. ASCARELLI, *Appunti di diritto commerciale. Società e associazioni commerciali*, Roma, 1936 e L. BARASSI, *Il diritto del lavoro*, Milano, 1957 rinvenivano la sussistenza di un rapporto di lavoro subordinato tra amministratore ed ente, secondo M. PERSIANI, *Contratto di lavoro e organizzazione*, Padova, 1966 il rapporto era invero riconducibile allo schema del mandato. Sul tema si segnalano inoltre le opere monografiche di P. PETINO, *Rapporto di amministrazione e rapporto di lavoro subordinato*, Milano, 1968 e di A. PILATI, *Lavoro e funzione negli amministratori di società per azioni*, Napoli, 2012.

¹⁸² Sull'inesistenza di un divieto di cumulabilità del rapporto di amministrazione e quello di lavoro si veda L. MONTUSCHI, *Socio, amministratore di società e rapporto di lavoro subordinato*, in *Dir. ec.*, 1963, pag. 479 e segg.. In tema, M. DELL'OLIO, *I collaboratori dell'imprenditore*, in *Tratt. R.*, 15, 1, Torino, 2004 pag. 377 evidenzia che "le aspirazioni del ceto dirigente sembrano andare (..) all'accesso a cariche amministrative ma con le garanzie e le ulteriori tutele del lavoro subordinato".

esterno del rapporto tra ente ed amministratore, riconducibile all'immedesimazione organica, da quello interno, riconducibile a un rapporto di lavoro parasubordinato, tale da assoggettare la relativa controversia al rito del lavoro *ex art. 409 n. 3 c.p.c.*. La prestazione dell'amministratore, in particolare, possiede i caratteri della personalità, della continuità e della coordinazione richiesti dalla disposizione da ultimo citata, seppur l'attività svolta sia finalizzata al perseguimento dello scopo sociale, e dunque di un obiettivo puramente imprenditoriale¹⁸³.

Su tale ricostruzione si sono riversati, nel 2003, due interventi legislativi di particolare rilievo tanto per il diritto del lavoro quanto per quello societario. Se da un lato è stato previsto che la disciplina del lavoro a progetto di cui al D.Lgs. n. 276 del 2003 escludesse “i componenti degli organi di amministrazione e controllo delle società¹⁸⁴”, dall'altro la riforma del diritto societario è stata intesa nel senso di ricondurre l'attività dell'amministratore ad un rapporto di tipo societario in ragione dell'immedesimazione organica tra persona fisica ed ente. In tal senso le Sezioni Unite sono tornate nel 2017 sul tema valorizzando la lettura del rapporto di amministrazione alla luce della teoria organica, seppur con la precisazione che l'immedesimazione organica tra società e amministratore non esclude che si instauri anche un autonomo, parallelo, diverso rapporto¹⁸⁵.

¹⁸³ Cass., Sez. Un., 14 dicembre 1994, n. 10680, in *Dir. lav.*, 1995, II, pag. 349. Per un commento alla pronuncia si veda A. PILEGGI, *L'amministratore di società come lavoratore parasubordinato secondo le Sezioni Unite*, *ibidem*, pag. 156 e segg..

¹⁸⁴ Art. 61, comma 3, D.Lgs. n. 276 del 2003, recante la “Attuazione delle deleghe in materia di occupazione e mercato del lavoro, di cui alla legge 14 febbraio 2003, n. 30”, pubblicato in G.U. n. 235 del 2003. Dalla previsione parte della dottrina ha dedotto dunque che i lavoratori in commento “in quanto espressamente contemplati dalla disciplina in question, sono collaboratori subordinati”. Così A. PILATI, *Lavoro e funzione negli amministratori di società per azioni*, cit. pag. 118-119.

¹⁸⁵ Cass. Sez. Un., 20 gennaio 2017, n. 1545 in *Foro it.*, 2017, 3, I, col. 891 ma anche in *Riv. it. dir. lav.*, 2017, 3, II, pag. 538 con nota di S. NAIMOLI. La decisione delle Sezioni Unite se da un lato poggia sulla competenza funzionale inderogabile del

In tema si è da ultimo espresso l'Inps che, recependo detto orientamento giurisprudenziale, con un recente messaggio relativo alla possibilità di cumulare il rapporto di lavoro e il rapporto di amministrazione, ha specificato i casi in cui è esclusa la realizzazione del cumulo e quelli in cui è invece ammessa, in tale ultimo caso specificando che devono sussistere alcune condizioni. In particolare, deve essere fornita prova rigorosa della subordinazione e che le mansioni del singolo siano estranee al rapporto organico, cui si aggiunge la necessità che il potere deliberativo dell'ente sia affidato all'organo di amministrazione della società nel suo complesso o ad altro organo espressione della volontà imprenditoriale che espliciti un potere esterno¹⁸⁶.

2.3 Funzione compensativa e funzione incentivante della retribuzione del *top management*

La retribuzione rappresenta il corrispettivo della prestazione di lavoro nonché l'oggetto della principale obbligazione del datore di lavoro e può essere determinata dalle parti, mediante il contratto individuale, dalle organizzazioni sindacali, attraverso quello collettivo, dal giudice, con le proprie sentenze, e per via legislativa¹⁸⁷.

Tribunale delle imprese per i rapporti societari, incluso quello tra società ed amministratore, dall'altro valorizza l'inammissibilità di ogni forma di coordinamento nei confronti dell'amministratore di società.

¹⁸⁶ Per una dettagliata ricostruzione degli orientamenti giurisprudenziali in materia di cumulo tra rapporto di lavoro e rapporto di amministrazione e per la disamina del messaggio INPS, 17 settembre 2019, n. 3359 si veda R. GALARDI, *Il dirigente d'azienda*, cit. pag. 158-159. L'A. in particolare ricorda come il messaggio dell'Inps recepisca il "rigore giurisprudenziale" in tema di cumulo dei rapporti di amministrazione e di lavoro, valorizzato peraltro dalla sentenza delle Sezioni Unite del 2017, nella quale si evidenzia come la risoluzione della questione della cumulabilità sia sostanzialmente a carattere pratico, dipendendo dal "concreto atteggiarsi del regolamento negoziale".

¹⁸⁷ Su tutti si veda M. MARTONE, *A che prezzo*, Roma, 2019. Tra le principali opere collettanee che si sono occupate della retribuzione si veda F. CARINCI (a cura di), *Il*

Accanto alla retribuzione con funzione sinallagmatica è tuttavia emersa una tendenza alla diffusione, con particolare riferimento a quei lavoratori che rivestono un ruolo strategico per l'azienda e, dunque, *in primis* alla categoria dirigenziale, di forme retributive con funzione incentivante¹⁸⁸.

Se nel primo caso la retribuzione mira a compensare la prestazione di lavoro che il dirigente è obbligato a rendere sulla scorta del contratto individuale di lavoro, nel secondo la retribuzione rappresenta l'elemento in cui si concretizza l'allineamento di interessi tra datore di lavoro e *top manager*, atteso che la destinazione di una quota variabile della retribuzione al raggiungimento del risultato cui mira l'organizzazione produttiva agisce come leva prioritaria nel motivare alla maggiore produttività¹⁸⁹ e ingenera nel dirigente apicale la valenza motivazionale necessaria per perseguire degli che siano comuni anche alla proprietà azionaria¹⁹⁰.

È per questa ragione che, nei Paesi caratterizzati da un industrialismo e da uno sviluppo tecnologico piuttosto avanzato, gli incentivi di cui si compone la parte variabile della retribuzione costituiscono una

sistema retributivo verso gli anni '90, Napoli, 1988; L. ZOPPOLI (a cura di), *Retribuzione incentivante e rapporti di lavoro*, Milano, 1994; B. CARUSO – C. ZOLI – L. ZOPPOLI (a cura di), *La retribuzione. Struttura e regime giuridico*, Napoli, 1994; Aa. Vv., *La retribuzione che cambia*, numero monografico di *Dir. lav. rel. ind.*, 1996; G. MARTINENGO - A. PERULLI (a cura di), *Struttura retributiva nel lavoro privato e riforma del pubblico impiego*, Padova, 1998; E. GRAGNOLI – S. PALLADINI (a cura di), *La retribuzione*, Milano 2012; Aa. Vv., *Retribuzione e occupazione. Colloqui giuridici sul lavoro*, supplemento a *Guida al lav.*, 2014, 1; C. DELL'ARINGA, C. LUCIFORA, T. TREU (a cura di), *Salari, produttività, diseguaglianze. Verso un nuovo modello contrattuale?*, Bologna, 2017.

¹⁸⁸ Secondo l'insegnamento di G. GIUGNI, *Organizzazione dell'impresa e evoluzione dei rapporti giuridici*, in *La retribuzione a contratto*, *RDL*, 1968 I, pag. 9 e segg. una definizione ampia di incentivo retributivo comprende ogni elemento della retribuzione direttamente finalizzato al miglioramento qualitativo e quantitativo della prestazione.

¹⁸⁹ Così T. TREU, *Le forme retributive incentivanti*, in *Riv. it. dir. lav.*, 2010, 1, pag. 637 e segg..

¹⁹⁰ G. DONNA, *Le scelte complesse dei meccanismi d'incentivazione*, in *L'impresa*, 1985, 6, pag. 35.

componente essenziale del *compensation package*, come rappresentato in apertura del presente capitolo¹⁹¹.

Questa parte di retribuzione variabile, a ben vedere, soprattutto con riferimento alle figure apicali dell'impresa, realizza un coinvolgimento del lavoratore all'interno della compagine aziendale che può avvenire tramite forme di partecipazione alla decisione e alla gestione o tramite forme di partecipazione alla proprietà o al patrimonio dell'impresa¹⁹².

Si tratta di strumenti di coinvolgimento e, con riferimento al dirigente apicale, di allineamento degli interessi del singolo rispetto a quelli degli azionisti che, come si approfondirà nelle pagine che seguono, in diversa misura ripartiscono tra imprenditore e lavoratore il profitto di impresa¹⁹³.

Se tuttavia nel primo caso, perseguito mediante forme di partecipazione agli utili dell'impresa, il trasferimento di una parte marginale del rischio d'impresa non incide sul sinallagma tra retribuzione e prestazione di lavoro, nelle altre ipotesi il lavoratore, tendenzialmente di livello apicale, partecipa al capitale di rischio tramite la percezione dei dividendi determinati dall'andamento economico dell'impresa. Tali quote retributive sono dunque estranee al nesso sinallagmatico e

¹⁹¹ Per un approfondimento sulla “prospettiva manageriale” della retribuzione incentivante si veda A. ZOPPOLI, *Incentivazione e lavoro manageriale. Spunti per una ricerca*, cit., pag. 48-49.

¹⁹² Sulla distinzione tra il tema della partecipazione all'economia dell'impresa e quello della partecipazione alle decisioni d'impresa si veda M. D'ANTONA, *Partecipazione dei lavoratori alla gestione delle imprese*, in *Enc. Giur.*, XXII, 1990 ora in ID., *Opere*, II, Milano, 2000, pag. 202.

¹⁹³ Sull'adeguatezza del compenso dei vertici aziendali si veda D. U. SANTOSUOSSO, *Il principio di ragionevolezza nella remunerazione degli amministratori*, in P. ABBADESSA – G. B. PORTALE (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Liber Amicorum Gian Franco Campobasso, Torino, 2006, 2, pag. 376 e segg.. Secondo l'A. esiste una rilevante differenza tra adeguatezza e ragionevolezza della retribuzione, posto che “il compenso deve essere adeguato (nel senso di soddisfare le esigenze dei *manager*) ma anche ragionevole, ossia non eccessivo rispetto alle *performances*, nell'interesse degli *stakeholders* e in primo luogo degli azionisti alla tutela ed alla creazione di valore della partecipazione”. Sul tema l'A. è tornato anche in ID., *La remunerazione degli amministratori: nuove norme per 'sanare' cattive prassi*, in *Riv. soc.*, 2010, pag. 372 e segg..

dipendono dal trasferimento in capo al lavoratore, tramite l'individuazione di obiettivi di risultato, del rischio tipico dell'attività d'impresa¹⁹⁴.

Secondo i principi di *corporate governance* identificati nella teoria del c.d. *shareholder value* la partecipazione azionaria dei lavoratori apicali costituisce una peculiare modalità retributiva caratterizzata dal fine di migliorarne la *performance* e, per l'effetto, stimolarne la produttività all'interno di un ben più ampio "sistema premiante"¹⁹⁵.

La retribuzione incentivante del dirigente, in particolare, può essere vincolata al raggiungimento di obiettivi di portata temporale variabile, sia essa annuale, infrannuale o talvolta pluriennale, e può essere erogata in moneta o attraverso la partecipazione azionaria e, più in generale, il riconoscimento di strumenti finanziari in favore del dipendente.

Se i sistemi retributivi basati su erogazioni in moneta erano stati tradizionalmente utilizzati in orizzonti temporali di breve periodo, spingendo il *top management* al perseguimento di politiche aziendali tese alla massimizzazione dei risultati senza tener conto della loro sostenibilità nel tempo, negli ultimi anni si è diffuso il ricorso a sistemi di incentivazione che contemplan una corresponsione della retribuzione in favore del dirigente apicale parzialmente in moneta e parzialmente in strumenti finanziari con orizzonte temporale di riferimento variabile¹⁹⁶.

¹⁹⁴ Di maggiore complessità è la distinzione tra la seconda e la terza forma di partecipazione. Se la seconda è caratterizzata dalla commistione tra un'elevata partecipazione economica ed una scarsissima partecipazione decisionale, anche grazie al conferimento in favore del lavoratore di azioni prive del diritto di voto, la terza si realizza tramite il trasferimento della proprietà di quote rilevanti del capitale di rischio dell'impresa con diritto di voto.

¹⁹⁵ G. COSTA, *Remunerazione variabile, incentivazione e politiche retributive*, in *RI*, 1989, pag. 273.

¹⁹⁶ Sul punto si richiamano le osservazioni, da un punto di vista economico-aziendale, sviluppate da G. CUTILLO – F. FONTANA, *Executive compensation e strategia aziendale*, in *Manuale di executive compensation*, cit., pag. 127.

Tradizionalmente si è infatti ritenuto maggiormente utile indirizzare le politiche gestionale e retributiva alla massimizzazione dei risultati di bilancio nel breve periodo. In tal caso, la retribuzione variabile del *top manager*, privo di quote di partecipazione al capitale di rischio, dipendeva dai risultati individuali perseguiti, in un orizzonte temporale limitato, e si calcolava secondo meccanismi di ripartizione del profitto¹⁹⁷.

Si trattava tuttavia di incentivi che, in ragione della scarsa trasparenza con cui venivano erogati e dalla mancanza di connessione con i risultati aziendali, hanno significativamente contribuito a causare una distorsione dei mercati favorendo la diffusione di meccanismi incapaci di creare valore nel lungo termine¹⁹⁸. Così, le aziende si sono rivolte al mercato di rischio, adottando sistemi di incentivazione *equity based* o *equity based – cash settled* che, facendo affidamento sulla valutazione del mercato della situazione attuale e futura dell'azienda, sono in grado di orientare il *management* verso strategie operative sostenibili nel tempo¹⁹⁹.

Tra gli strumenti a base azionaria, indubbiamente i più frequenti nelle prassi aziendali sono i piani di *stock option*, anche nella variante delle *performance stock option*, nonché i piani di *performance share* o di *restricted share*. Si tratta di forme di partecipazione azionaria dei lavoratori che, com'è noto, rappresentano una tecnica di retribuzione incentivante tendenzialmente prevista in favore di lavoratori che rivestono posizioni apicali e ruoli primari all'interno

¹⁹⁷ I modelli di incentivazione *short term* non hanno in genere un pari potere incentivante e di autofinanziamento, per cui spesso accade che la corresponsione di retribuzioni incentivanti richiedano all'azienda uno sforzo economico maggiore.

¹⁹⁸ I principali strumenti a breve termine sono il *profit sharing*, il *gain sharing* e gli incentivi individuali quantitativi, come il *management by objectives* o i *pay for competence*.

¹⁹⁹ Sono stati utilizzati anche incentivi basati su elementi diversi, come la *performance* individuale o il deferimento dei *bonus* annuali.

dell'organizzazione societaria, atteso che mirano ad allineare gli interessi del titolare della partecipazione con quelli della società, nel rispetto degli altri *stakeholders* e con l'obiettivo di ridurre i costi di agenzia.

Al fine di meglio comprendere i modelli di partecipazione, anche al capitale, che hanno interessato in particolare la categoria dirigenziale è dunque necessaria una ricognizione degli strumenti legislativamente riconosciuti con funzione incentivante, che consenta di individuare gli elementi necessari per accertare, dalla prospettiva giuslavoristica, gli effetti del mancato raggiungimento degli obiettivi cui è legata la parte di retribuzione variabile nonché gli eventuali profili di rilievo disciplinare del comportamento dirigenziale.

2.4 La disciplina codicistica della partecipazione agli utili

Il tema della partecipazione dei *top manager* e, più in generale, dei lavoratori al capitale dell'impresa, oggi più che mai attuale in ragione della diffusa esigenza di realizzare un nuovo modello di società che superi l'anacronistico antagonismo tra lavoratori e datore di lavoro nell'ottica del perseguimento di obiettivi comuni, non è tuttavia nuovo. L'idea che una parte degli utili di un'impresa debba essere distribuita tra i lavoratori per premiarne i risultati e incentivarne l'impegno nasce infatti insieme alle prime esperienze di partecipazione agli utili tra la fine del XVIII e l'inizio del XIX secolo con il diffondersi della manifattura meccanizzata quale forma organizzativa privilegiata del modo di produzione capitalistico²⁰⁰.

²⁰⁰ A quanto consta la prima esperienza di partecipazione agli utili risale al 1795, quando Albert Gallatin, futuro segretario di Stato al Tesoro degli Stati Uniti d'America sotto la presidenza di Thomas Jefferson, introdusse una modalità di

Sebbene fu Adam Smith il primo a rilevare che la divisione del lavoro rappresenta la fonte di ogni incremento di produttività, nel 1832 l'economista Charles Babbage studiò i vantaggi che la partecipazione agli utili dei lavoratori potesse arrecare all'impresa, individuando nello strumento partecipativo una decisiva funzione di sostegno all'innovazione e al progresso tecnologico²⁰¹.

Tra i benefici, individuò la genesi di un interesse diretto dei prestatori di lavoro che beneficiassero di partecipazioni agli utili alla prosperità dell'impresa; l'impegno dei medesimi nella prevenzione di episodi di cattiva gestione delle risorse al fine di migliorare i risultati prefissati; la dedizione, in caso di recessione, alla riduzione dei costi di produzione; la collaborazione nella selezione e nell'inserimento all'interno della compagine aziendale di nuovi lavoratori che, garantendo l'idoneo livello professionale, contribuiscano a preservare i livelli salariali e occupazionali.

Sulla scorta dell'esperienza inglese, nel 1923 in Francia il Consiglio superiore del lavoro elaborò una pionieristica definizione di partecipazione agli utili, per tale intendendo un "contratto in virtù del quale il datore di lavoro si impegna a distribuire, in aggiunta al pagamento del salario normale, fra i salariati della sua impresa, una parte degli utili netti, senza partecipazione alle perdite"²⁰².

partecipazione agli utili dei lavoratori della *Pennsylvania Glass Works*. Nel 1800 detta forma partecipativa si diffuse largamente negli Stati Uniti anche in Europa. In Francia il decreto napoleonico emesso a Mosca il 15 ottobre 1812 regolò la partecipazione agli utili del *Théâtre français* degli attori della *Comédie française* e, verso la metà del secolo, esperienze analoghe interessarono anche la *Compagnie d'Assurances Générales*. Nel Regno Unito i primi contratti di partecipazione agli utili si diffusero tra i lavoratori delle miniere di carbone della Cornovaglia, spesso tramite clausole che tuttavia vincolavano i lavoratori a non aderire ad alcun sindacato, come nel caso della *Kerry Briggs Son & Co.* nel 1865.

²⁰¹ C. BABBAGE, *On the economics of machinery and manufactures*, Londra, 1832, pag. 257 e segg..

²⁰² Così come riportata e commentata da L. EINAUDI, *Lezioni di politica sociale*, 1949, pag. 187.

Nella letteratura economica, i primi a costruire strutture e modelli di funzionamento di economie in concorrenza monopolistica in cui gli effetti negativi degli improvvisi cali di domanda occupazionale fossero bilanciati dalla partecipazione agli utili dell'impresa da parte dei lavoratori furono James Meade e Martin Weitzman. Entrambi gli autori, seppur con diverse declinazioni, idearono strutture di partecipazione fondate sullo stretto legame tra reddito del lavoratore e risultato della *performance* aziendale nel tentativo di arginare la rigidità strutturale del lavoro all'interno dell'impresa²⁰³.

Se Meade, nei suoi studi macroeconomici "*labour – capital partnership*", insisteva sull'esigenza di coniugare il fenomeno della partecipazione economica con lo spirito della "democrazia industriale", auspicando l'adozione di un'ambiziosa dimensione collettiva delle modalità di partecipazione dei dipendenti all'impresa²⁰⁴, Weitzmann nell'elaborazione della teoria della c.d. *share economy* si soffermava sugli svantaggi in termini di crescita della disoccupazione e dell'inflazione in ragione di politiche retributive incentrate sull'assegnazione di un reddito fisso al lavoratore, a prescindere dai risultati aziendali²⁰⁵.

In Italia, fondamentale fu il contributo sul tema da parte di Luigi Einaudi che già negli anni '50 del secolo scorso individuava nella fiducia reciproca il requisito fondamentale per una corretta applicazione dell'istituto della partecipazione agli utili, poiché idonea a liberare i lavoratori dalla paura di subire conseguenze sfavorevoli in termini

²⁰³ Sino alla metà del XX secolo, gli schemi di partecipazione ai profitti, pur non scomparendo del tutto, costituirono delle eccezioni rispetto alle voci retributive fisse e alle forme di incentivazione basate sul cottimo. Infatti, secondo l'indagine della *National Civic Federation* nel 1920 i piani di partecipazione agli utili censiti negli Stati Uniti erano comunque soltanto 46.

²⁰⁴ J. MEADE, *Agathotopia. Istruzioni per l'uso imprenditoriale della ricchezza pubblica, del lavoro e della proprietà privata*, Milano, 1989.

²⁰⁵ M. L. WEITZMAN, *The share economy*, Harvard University Press, 1984.

retributivi in quanto consapevoli della dirittura morale dell'imprenditore²⁰⁶.

L'esperienza delle forme di erogazione della retribuzione mediante partecipazione agli utili è aumentata nel corso degli anni ed è, probabilmente, destinata ad aumentare ulteriormente per le crescenti istanze di flessibilità delle imprese per le esigenze imposte con sempre maggior vigore dalla concorrenza internazionale dei mercati finanziari²⁰⁷.

In particolare, ai sensi dell'ultimo comma dell'art. 2099 c.c., la retribuzione mediante partecipazione agli utili si attua attraverso l'attribuzione al dipendente di quote degli utili dell'impresa, per tali intendendosi, ai sensi dell'art. 2102 c.c., gli "utili netti dell'impresa e, per le imprese soggette alla pubblicazione del bilancio, gli "utili netti risultanti dal bilancio regolarmente approvato e pubblicato"²⁰⁸.

Si tratta dunque di una disposizione che ancora la determinazione della retribuzione al parametro degli utili netti, senza tuttavia attribuire al lavoratore alcun diritto su quegli utili che, sulla base del bilancio, verranno accertati²⁰⁹.

Tale forma retributiva non implica una partecipazione del lavoratore al rischio d'impresa, ma determina semplicemente la percentuale partecipativa di cui il prestatore di lavoro fruisce a titolo di retribuzione,

²⁰⁶ L. EINAUDI, *Lezioni di politica sociale*, cit., pag. 217. In particolare l'Autore sostiene che i requisiti essenziali della partecipazione siano: che essa risulti da una convenzione libera e volontaria, tacita o espressa, stipulata tra datore di lavoro e lavoratori; che la quota di utile sia una aggiunta al salario normale; che la quota assegnata al lavoratore sia una quota di utili eventuali; che la partecipazione sia agli utili e non alle perdite.

²⁰⁷ Per un approfondimento sull'esigenza di flessibilità del sistema produttivo, soprattutto nella gestione del costo del lavoro, al fine di contrastare la crescente concorrenza internazionale si veda M. MARTONE, *A che prezzo*, cit..

²⁰⁸ Per una visione d'insieme sulla partecipazione agli utili del lavoratore si rimanda per completezza di trattazione a A. MIGNOLI, *La partecipazione agli utili spettante ai prestatori di lavoro*, in *Riv. soc.*, 1965, pag. 445 e segg..

²⁰⁹ Così G. FERRI, *Partecipazione agli utili*, in *Enc. D.*, XXXII, Milano, 1982, pag. 16.

restando al medesimo in ogni caso preclusa la possibilità di esercitare per tale via un controllo sulla gestione dell'impresa.

Si tratta ovviamente di una modalità di erogazione della retribuzione cui fare ricorso secondo un criterio misto, che garantisca al lavoratore il minimo retributivo costituzionalmente spettantegli senza che siano precluse al medesimo forme di partecipazione all'impresa che implicino il rischio della gestione.

È infatti considerazione pacifica che al lavoratore retribuito mediante partecipazione agli utili debba essere comunque assicurata una retribuzione corrispondente ai requisiti minimi garantiti dall'art. 36 Cost.²¹⁰.

²¹⁰ È appena il caso di ricordare che la letteratura sulle diverse interpretazioni del principio della giusta retribuzione è sterminata e ci si limita a richiamare in questa sede le opere monografiche di V. CASSI, *La retribuzione nel contratto di lavoro*, Milano, 1954; P. A. BIZZARRI, *La giusta retribuzione del lavoro*, Pescara, 1959; F. SANTORO – PASSARELLI, *Nuove prospettive della giurisprudenza sulla retribuzione sufficiente*, in *Mass. giur. lav.*, 1960, pag. 146 e segg.; T. TREU, *Onerosità e corresponsività nel rapporto di lavoro*, Milano, 1968; M. L. DE CRISTOFARO, *La giusta retribuzione*, Bologna, 1971; ID., *Commento agli artt. 36 e 37*, in G. BRANCA (a cura di), *Commento alla Costituzione*, Bologna - Roma, 1979, pag. 229 e segg.; M. PERSIANI, *I nuovi problemi della retribuzione*, Padova, 1982; M. D'ANTONA, *Le nozioni giuridiche della retribuzione*, in *Giorn. dir. lav. rel. ind.*, 1984, 22 ora in B. CARUSO - S. SCIARRA (a cura di), *Opere*, vol. III, Milano, 2000, pag. 983 e segg.; F. BIANCHI D'URSO, *Onnicomprensività e struttura della retribuzione*, Napoli, 1984; M. ROCCELLA, *I salari*, Bologna, 1986; M. DELL'OLIO, *La retribuzione*, in P. RESCIGNO (diretto da), *Trattato di diritto privato*, 15, I, Torino, 1986, p. 461 ss.; M. CINELLI, *Retribuzione dei dipendenti privati*, in *Noviss. Dig.*, App. VI, 1986, pag. 685 e segg.; G. PERONE, voce *Retribuzione*, in *Enc. dir.*, vol. XL, Milano, 1989, pag. 34 e segg.; L. ANGIELLO, *La retribuzione*, in *Comm. Cod. civ.*, a cura di P. SCHLESINGER, Milano, 1990; L. ZOPPOLI, *La corresponsività nel contratto di lavoro*, Napoli, 1991; G. ROMA, *La retribuzione*, Torino, 1993; M. DELL'OLIO, *Retribuzione, quantità e qualità di lavoro, qualità di vita*, in *Arg. dir. lav.*, 1995, pag. 1 e segg.; E. GRAGNOLI, *Retribuzione ad incentivo e principi costituzionali*, in *Arg. dir. lav.*, 1995, pag. 221 e segg.; G. ZILIO GRANDI, *La retribuzione. Fonti, struttura, funzioni*, Napoli, 1996; C. ZOLI, *Retribuzione (impiego privato)*, in *Dig.*, vol. IV, Torino, 1996, pag. 418 e segg.; R. PESSI, voce *Retribuzione III) Nuove forme*, in *Enc. giur. Treccani*, vol. XVII, Roma, 1997, pag. 1 e segg.; G. ROMA, *Le funzioni della retribuzione*, Bari, 1997; A. PERULLI, *Il principio costituzionale di proporzionalità della retribuzione: una conditional opportunity*, in *Riv. crit. dir. lav.*, 2001, p. 297 e segg.; S. BELLOMO, *Retribuzione sufficiente e autonomia collettiva*, Torino, 2002; M. DELL'OLIO, *La retribuzione*, in P. RESCIGNO (diretto da), *Trattato di diritto privato*, XV, 1, *Impresa e lavoro*, II ed., Torino, 2004, pag. 595 e segg.; S. BELLOMO, *Retribuzione (voce)*, in *Enc. giur. Treccani*, vol. XVIII, Roma, 2009; P. ICHINO, *La nozione di "giusta*

Diversamente, se da un lato si correrebbe il rischio di rendere il contratto di lavoro un negozio con elementi spiccatamente aleatori, dall'altro si vincolerebbe la determinazione della retribuzione al valore degli affari e, dunque, degli utili dell'impresa. Con la conseguenza che, nel caso in cui mancassero gli utili o la loro misura fosse inidonea ad assicurare una retribuzione adeguata, il lavoratore si troverebbe privo della giusta retribuzione costituzionalmente garantita.

L'inadeguatezza della retribuzione mediante partecipazione agli utili a compensare il lavoratore della propria prestazione in maniera "giusta", secondo l'interpretazione costituzionalmente intesa del diritto alla retribuzione, deriva proprio dalla peculiare aleatorietà della forma di retribuzione partecipativa.

L'erogazione della retribuzione in forma di utile d'impresa sconta peraltro il prezzo del differimento del pagamento degli utili maturati, sicchè i tempi delle forme retributive a partecipazione si presentano ben differenti delle immediate e periodiche cadenze in cui la retribuzione deve essere corrisposta per assolvere la sua funzione²¹¹.

Si ritiene condivisibile l'interpretazione secondo cui la normativa codicistica normativa trovi applicazione prevalentemente con riferimento al rapporto di lavoro dirigenziale, nonostante i caratteri tipici della prestazione di lavoro del dirigente siano privi dei connotati

retribuzione" nell'art. 36 della costituzione, in Riv. it. dir. lav., 2010, pag. 719 e segg.; G. RICCI, Il diritto alla retribuzione adeguata. Tutele costituzionali e crisi economica, Torino, 2012; M. C. CATAUDELLA, La retribuzione nel tempo della crisi tra principi costituzionali ed esigenze del mercato, Torino, 2013; S. BELLOMO, La retribuzione, in G. SANTORO PASSARELLI (a cura di), Diritto e processo del lavoro e della previdenza sociale. Privato e pubblico, VII ed., Torino, 2017, pag. 921 e segg.; P. PASCUCCHI, Giusta retribuzione e contratti di lavoro: verso un salario minimo legale?, Milano, 2018; L. ZOPPOLI, La retribuzione, in P. CURZIO – L. DI PAOLA – R. ROMEI (diretto da), Lavoro, Milano, 2018, p. 367 e segg.. Da ultimo, il tema è stato trattato da M. MARTONE, A che prezzo, Roma, 2019.

²¹¹ Sul punto si vedano le riflessioni di R. SANTAGATA, *Il lavoratore azionista*, cit., pag. 101 e segg..

della generale prestazione di lavoro subordinato, quali l'eterodirezione e l'alienità del risultato²¹².

Per gli amministratori, in particolare, lo stesso codice civile prevede all'art. 2432 c.c. la partecipazione agli utili dell'impresa, con la precisazione che detta partecipazione sia computata sugli utili netti risultanti dal bilancio, con deduzione della quota di riserva legale. Seppur la previsione si riferisca genericamente agli amministratori, la giurisprudenza è costante nel ritenere che essa trovi applicazione anche con riferimento alla retribuzione degli amministratori che siano investiti di particolari cariche ai sensi dell'art. 2389 c.c., tra cui rientra ovviamente anche l'amministratore delegato²¹³.

2.5 L'attribuzione di azioni quale strumento di fidelizzazione del dirigente

²¹² Tuttavia, in tempi recenti, molte sono le iniziative di fonte legislativa che mirano ad invertire la tendenza e realizzare una maggiore partecipazione agli utili del lavoratore, nell'ottica di realizzare quella co-gestione dell'attività produttiva auspicata dai Costituenti. In particolare le proposte di legge C. 139 (Cirielli ed altri), C. 695 (Polverini), C. 1986 (Mollicone ed altri), C. 2370 (Molinari ed altri) e C. 3138 (Librandi) recano disposizioni in materia di partecipazione dei dipendenti al capitale, alla gestione e alla distribuzione degli utili dell'impresa, nonché di informazione e di consultazione dei dipendenti sulla situazione dell'impresa, attraverso modifiche alla normativa vigente o la previsione di deleghe al Governo. La finalità dell'intervento legislativo, esplicitata in tutte le suddette proposte di legge, consiste nell'attuazione dell'art.46 della Costituzione, che riconosce il diritto dei lavoratori a collaborare, nei modi e nei limiti stabiliti dalle leggi, alla gestione delle aziende. Alcune delle proposte di legge in esame inseriscono tra le finalità anche l'attuazione dell'art. 47 della Costituzione (in particolare C. 3138), che favorisce l'accesso del risparmio popolare al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese, nonché degli articoli 21 e 22 della Carta sociale europea (recepita nel nostro ordinamento dalla L. n. 30 del 1999), che riconoscono ai lavoratori il diritto all'informazione ed alla consultazione in seno all'impresa e il diritto di partecipare alla determinazione ed al miglioramento delle condizioni di lavoro e dell'ambiente di lavoro, e di talune raccomandazioni e direttive europee che concernono i medesimi diritti (C. 139, C. 695, C. 1986, C. 2370).

²¹³ In tal senso da ultimo si veda Cass., 16 ottobre 2013, n. 23541, in *Foro it.*, 2014, 6, I, col. 1887.

L'interesse dell'impresa alla fidelizzazione di alcuni lavoratori, segnatamente di quelli dotati di un elevato *know how* e legati all'imprenditore da un rapporto di stretta fiducia e collaborazione, si è spesso accompagnato all'interesse dell'impresa alla massimizzazione del profitto, dell'efficienza e della produttività, così dando vita a nuovi strumenti di incentivazione finalizzati a migliorare la capacità concorrenziale dell'impresa.

Così si è diffusa la consapevolezza che, in un'economia di mercato, gli incentivi economici al dirigente siano funzionali a migliorare l'efficienza dell'impresa ed a trattenere le migliori risorse in azienda, così da assicurare il mantenimento di significativi vantaggi per gli azionisti e l'impresa stessa²¹⁴.

D'altra parte, è opinione comune tra gli studiosi delle materie giuridiche e sociologiche, che la partecipazione al capitale da parte dei lavoratori rappresenti un veicolo per garantire una rappresentanza qualificata dei lavoratori negli organi in cui si assumono decisioni strategiche, ivi incluso dunque nella scelta del *top management*²¹⁵.

Ed è proprio con riferimento a quest'ultimo che il fenomeno della partecipazione azionaria incentivante ha conosciuto una notevole diffusione, sin da quando negli anni '50, negli Stati Uniti d'America²¹⁶, sono stati riconosciuti in favore di alcuni lavoratori strumenti incentivanti a carattere prevalentemente individuale, i quali strumenti

²¹⁴ Così Trib. Torino, 29 settembre 2000, in *Giur. it.*, 2000, pag. 233.

²¹⁵ Secondo G. BAGLIONI, *Lavoro e decisioni nell'impresa*, Bologna, 2011, pag. 202, per partecipazione strategica si intende in particolare l'attività che eccede la gestione ordinaria e al funzionamento dell'impresa, ossia le "le scelte di politica dell'impresa o del gruppo (obbiettivi, tipi di attività, investimenti, fusioni o incorporazioni, ristrutturazioni, scelta del *top management*"

²¹⁶ Per una ricostruzione del fenomeno negli Stati Uniti d'America in quegli anni si rimanda a V. J. LUJÀN ALCARAZ, *Las participación retributiva de los trabajadores en la empresa*, in J. APARICIO TROVAR, *Estudios sobre el salario*, Albacete, 2004, pag. 53 e segg..

hanno trovato fertile terreno di sviluppo al di fuori della dinamica delle relazioni industriali²¹⁷.

Il superamento dell'idea marxista dell'eliminazione della proprietà privata portò, negli anni '60, all'individuazione di un nuovo paradigma di partecipazione ad opera di Louis Kelso, culminato nella nota teoria dell'economia binaria o dei due fattori e nell'invenzione del "employee stock ownership plan". Si trattava di una ricostruzione innovativa perchè fondata non sulla privazione dei possessori delle proprietà bensì sulla logica del coinvolgimento dei non-detentori tramite la partecipazione al successo dell'impresa²¹⁸.

Sul finire degli anni '80 del secolo scorso poi, la crescente domanda di flessibilità, anche e soprattutto sotto il profilo retributivo, unitamente alla diffusione di modelli di organizzazione e gestione dell'impresa maggiormente competitivi e flessibili, ha inevitabilmente imposto l'esigenza di un ammodernamento dell'impresa per fronteggiare il mutato contesto economico internazionale, incentrato sull'interdipendenza dei mercati europei e globali²¹⁹.

In un contesto storico in cui grande interesse aveva sollevato la teoria economica della partecipazione, la c.d. *share economy*, si iniziò a ragionare sugli effetti benefici che avrebbe apportato la connessione della retribuzione ad alcuni indici di andamento dell'impresa²²⁰.

²¹⁷ Sul punto si veda E. GHERA, *La partecipazione azionaria dei dipendenti dopo lo Statuto S.E.*, in *Dir. lav.*, 2005.

²¹⁸ L. KELSO – P. HETTER, *Economia dei Due Fattori: L'economia della realtà*, New York, 1967. È significativo ricordare che Kelso elaborò degli strumenti finanziari per la democratizzazione della proprietà del capitale nella economia di mercato introducendo nel 1958 un *Consumer Stock Ownership Plan* in un consorzio di agricoltori nella Central Valley per la commercializzazione di fertilizzanti.

²¹⁹ Sul punto si veda M. MARTONE, *A che prezzo*, cit., pag. 41 e segg. ma anche R. DE LUCA TAMAJO, *Nuovi istituti e funzioni della retribuzione tra flessibilità e garanzie costituzionali*, in G. MARTINENGO – A. PERULLI (a cura di), *Struttura retributiva nel lavoro privato e riforma del pubblico impiego*, Padova, 1998.

²²⁰ Sugli effetti in termini di crescita della disoccupazione e dell'inflazione in ragione di politiche retributive incentrate sull'assegnazione di un reddito fisso al lavoratore a

In quegli anni, d'altra parte, il Premio Nobel James Meade, nei suoi studi macroeconomici, insisteva sull'esigenza di coniugare il fenomeno della partecipazione economica con lo spirito della "democrazia industriale", auspicando l'adozione di un'ambiziosa dimensione collettiva delle modalità di partecipazione dei dipendenti all'impresa²²¹. Sebbene gli studi di Meade si siano soffermati principalmente sull'enucleazione del concetto di "*labour – capital partnership*", in cui sia le azioni di capitale che quelle di lavoro conferiscono al titolare diritti di decisione e di voto, il suo contributo all'individuazione delle diverse forme di reddito del lavoratore che partecipa alla vita societaria è stato fondamentale per gli anni a venire, soprattutto nella prospettiva dello sviluppo di una cultura di partecipazione azionaria diffusa²²². È tuttavia evidente che, nelle more della difficile realizzazione di un sistema di partecipazione azionaria collettiva, inclusiva di ogni lavoratore al perseguimento degli obiettivi d'impresa, è stata la categoria dei dirigenti, ed in particolare di quelli apicali, ad essere destinataria di orientamenti dottrinali favorevoli all'utilizzo di incentivi finanziari per allineare l'interesse del dirigente a quello dell'impresa. Nel nostro ordinamento giuridico l'art. 2349 c.c. in particolare, come modificato dal D. Lgs. n. 6 del 2003, disciplina l'attribuzione gratuita ai prestatori di lavoro, dipendenti dalla società, speciali categorie di azioni, consentendo che l'impresa compia una "eterodestinazione degli utili" che sarebbe altrimenti preclusa²²³.

prescindere dai risultati aziendali si veda M. L. WEITZMAN, *The share economy*, Harvard University Press, 1984.

²²¹ J. MEADE, *Agathopia. Istruzioni per l'uso imprenditoriale della ricchezza pubblica, del lavoro e della proprietà privata*, Milano, 1989.

²²² Sull'opportunità che forme di partecipazione all'impresa siano diffuse anche tra i lavoratori si è espresso anche S. RODOTÀ, *Repertorio di fine secolo*, Bari, 1999, pag. 158 e segg..

²²³ Così R. SANTAGATA, *Il lavoratore azionista*, Milano, 2008, pag. 65.

In altri termini, una parte o la totalità degli utili di esercizio distribuibili dell'impresa possono essere assegnati gratuitamente ai dipendenti sotto forma di azioni, invece di essere accantonati per finanziare un aumento gratuito del capitale azionario²²⁴. Senza poter in questa sede approfondire compiutamente i profili societari dell'operazione contemplata dalla disposizione, è tuttavia ai nostri fini sufficiente evidenziare alcune peculiarità di non poco conto della disposizione.

Innanzitutto, l'articolo in commento riconosce l'assegnazione a determinate condizioni di azioni quale strumento prioritario per assolvere alla funzione di autofinanziamento della società. In secondo luogo, rappresenta lo strumento maggiormente idoneo a soddisfare tramite regolamentazione statutaria le esigenze dei soci, cui è indubbiamente riconosciuto un ruolo preminente rispetto a quello dei dipendenti assegnatari di azioni²²⁵.

Ai sensi dell'art. 2349 c.c., infatti, le azioni assegnate ai lavoratori possono essere soggette a “norme particolari riguardo alla forma, al modo di trasferimento ed ai diritti spettanti agli azionisti”²²⁶. Si tratta di un ampliamento dei margini dell'autonomia statutaria nella

²²⁴ Sulla considerazione per cui l'articolo in questione consentirebbe una deviazione rispetto al fine tipicamente societario di distribuire ai soci gli utili dell'attività esercitata si veda R. SANTAGATA, *Il lavoratore azionista*, cit. pag. 65 sub nota 5, che richiama le riflessioni di C. ANGELICI, *Le azioni*, sub Art. 2349 c.c., in P. SCHLESINGER (diretto da), *Commentario Il Codice Civile*, Milano, 1992, secondo cui nella causa del contratto di società rientrano tanto l'interesse finale dei soci al lucro quanto quello all'esercizio di un'attività economica da parte dell'impresa.

²²⁵ Con riferimento alla platea di lavoratori impiegati dall'impresa, è bene evidenziare che nonostante il fine della riforma societaria del 2003 sia stato quello di introdurre nuovi modelli di governo societario idonei ad includere anche i dipendenti, la normativa non si occupa di sostenere e disciplinare l'introduzione di forme di rappresentanza dei lavoratori nei consigli di sorveglianza. Sul punto si veda E. GHERA, *La partecipazione azionaria dei dipendenti dopo lo Statuto S.E.*, cit..

²²⁶ È appena il caso di rilevare che nell'esperienza societaria è invero frequente l'introduzione di vincoli alla trasferibilità delle azioni elargite in favore dei lavoratori, trattandosi peraltro di una prassi incoraggiata da una disciplina tributaria di favore ai sensi della lett. g, comma 2 dell'art. 51 del TUIR). Per un approfondimento dei limiti introdotti alla trasferibilità delle azioni dei dipendenti all'interno di Atlantia S.p.A. si rimanda alle considerazioni e ai dati sviluppati nell'ultimo capitolo.

determinazione dell'effettivo contenuto delle azioni, che consente al gruppo degli azionisti la valorizzazione così come la “mutilazione” delle azioni assegnate ai dipendenti, che ben potrebbero risultare private dei poteri di concorrere alla formazione della volontà sociale²²⁷.

Si tratta di limitazioni che, con riferimento alla figura dei dirigenti apicali, soprattutto quando espresse nella forma della inalienabilità temporanea della partecipazione azionaria, ben contribuiscono a realizzare il fine di incentivo dei lavoratori che rivestono ruoli strategici al perseguimento di obiettivi compatibili con gli interessi societari.

È dunque evidente che in tali casi il differimento della corresponsione degli importi relativi alle azioni assegnate al *top manager* persegua strategie di incentivazione idonee ad incoraggiare questi ultimi ad incrementare i livelli di rendimento della propria prestazione lavorativa contribuendo al contempo in maniera significativa alla crescita del valore della società, soprattutto nella prospettiva di lungo periodo.

Ci posto è interessante notare che le statistiche relative alla situazione delle retribuzioni incentivanti dei *top manager* negli anni della crisi economica inevitabilmente confermavano l'esigenza di un ripensamento dei sistemi di *executive compensation* che consentisse l'allineamento tra gli interessi del *top management* e quelli della proprietà azionaria. Un'esigenza, a ben vedere, acuita dalle pressioni esercitate dagli *stakeholders* dell'impresa al fine di ottenere maggiore trasparenza ed una più coerente connessione tra le retribuzioni percepite dai dirigenti apicali e i risultati conseguiti dalla società²²⁸.

²²⁷ Sull'uso “non partecipativo” delle azioni assegnate ai lavoratori, nonché per i richiami nel testo, si veda R. SANTAGATA, *Il lavoratore azionista*, cit., pag. 69. Per una dettagliata ricostruzione delle interpretazioni dottrinali in tema di vincoli alla trasferibilità delle azioni assegnate ai dipendenti si veda ID., pag. 70 e segg..

²²⁸ Per i necessari approfondimenti sul processo di strutturazione e implementazione delle politiche retributive dei vertici aziendali si rimanda alle considerazioni contenute *supra*, Capitolo I.

2.6 Il dirigente titolare di *stock options* e altri strumenti finanziari

Accanto alle partecipazioni azionarie, la riforma del diritto societario del 2003 ha poi introdotto nuove forme di coinvolgimento dei lavoratori nella compagine societaria tramite l'assegnazione in loro favore, con delibera dell'assemblea straordinaria, di "strumenti finanziari, diversi dalle azioni, dotati di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nell'assemblea generale degli azionisti". Il secondo comma dell'art. 2349 c.c. consente dunque l'attribuzione in favore dei lavoratori di situazioni soggettive nei confronti della società, che prescindono dal conferimento della qualità di azionista.

La dottrina si è a lungo interrogata sull'assimilabilità dell'opzioni azionarie alla categoria degli strumenti finanziari, introdotti da un lato per implementare ricchezza e valore a favore degli azionisti ma anche, dall'altro, per allineare gli interessi della proprietà azionaria con quelli dei lavoratori, soprattutto di quelli che rivestono un ruolo strategico all'interno dell'impresa. Con riferimento agli amministratori, l'art. 2389 c.c. prevede oggi al secondo comma espressamente la possibilità di attribuire il diritto a sottoscrivere a prezzo predeterminato azioni di futura emissione.

Le opzioni azionarie o c.d. *stock options* si fondano sull'attribuzione al loro possessore della facoltà di acquistare entro un determinato periodo, c.d. *vesting period*, azioni della società datrice di lavoro ad un prezzo predeterminato, c.d. *strike price*. Giuridicamente si configura dunque un contratto di opzione di cui all'art. 1331 c.c.²²⁹, a titolo gratuito o

²²⁹ Sull'inquadramento delle *stock options* all'interno dell'art. 1331 c.c. e sul rilievo in virtù del quale la disposizione codicistica può inerire a qualsiasi contratto, e dunque anche a quello di opzione in commento, si veda E. CESARO, *Il contratto e l'opzione*, Napoli, 1969, pag. 150 e segg..

oneroso, in cui il possessore del diritto si trova in una posizione di “supremazia” rispetto alla società datrice di lavoro, posto che il dirigente è in tale evenienza titolare di un diritto potestativo che gli consente di acquisire la qualità di azionista senza il successivo consenso della società²³⁰.

È significativo che, ove il prezzo di esercizio prefissato sia pari o inferiore al prezzo di mercato dell'azione alla data dell'attribuzione dell'opzione il dirigente ne conseguirà un vantaggio economico allineato con il vantaggio economico conseguito dall'impresa.

Come osservato, poiché esercitare il diritto d'opzione è conveniente solo se e da quando il prezzo di mercato delle azioni superi il prezzo di esercizio delle opzioni, che è normalmente fissato in misura pari al prezzo delle azioni della società al tempo della sottoscrizione, qualora il primo sia di molto inferiore al secondo, i *top manager* potrebbero essere indotti a compiere scelte di gestione eccessivamente rischiose nel tentativo di provocare un apprezzamento dei titoli azionari. Nella diversa ipotesi in cui il valore di mercato dei titoli azionari superi invece ampiamente il c.d. *strike price*, potrebbe discenderne un azzeramento della propensione al rischio dell'assegnatario delle *stock option*, essendo probabile che i dirigenti apicali si sentano disincentivati ad assumere scelte rischiose per il deprezzamento dei titoli, cui seguirebbe una riduzione più o meno drastica del guadagno atteso²³¹.

La logica incentivante posta alla base di questi strumenti incoraggia infatti il lavoratore a rendere una prestazione migliore, sotto il profilo quantitativo e qualitativo, e al contempo contribuisce ad accrescere la situazione reddituale e il valore di mercato delle azioni della società²³².

²³⁰ Per il richiamo nelle virgolette si fa riferimento a R. SANTAGATA, *Il lavoratore azionista*, cit., pag. 38.

²³¹ Sul punto si veda S. CAPPIELLO, *La remunerazione degli amministratori. “Incentivi azionari” e creazione di valore*, Milano, 2005, pag. 24 e segg..

²³² E. GHERA, *La partecipazione azionaria dei dipendenti dopo lo Statuto S.E.*, cit..

Le c.d. *stock options* vincolano infatti la retribuzione del *top management* al perseguimento degli interessi degli azionisti, premiando la *performance* del dirigente apicale tramite il plusvalore dovuto all'incremento delle quotazioni azionarie dell'impresa.

Si tratta dunque di forme incentivanti della *performance* del prestatore di lavoro che, sostenute anche da una legislazione tributaria di favore, maggiormente efficaci di quelle commisurate a parametri contabili²³³. È infatti evidente che gli indici e le grandezze scelte quali riferimento nella strutturazione dei sistemi di remunerazione dei vertici aziendali incidano in misura determinante sul raggiungimento degli obiettivi prefissati.

Se da un lato i tradizionali sistemi premianti, quali la partecipazione agli utili, i *bonus* annuali, i premi di produttività e i premi di redditività hanno storicamente assolto ad una funzione incentivante della prestazione lavorativa sulla base di parametri sganciati da ogni riferimento al valore economico dell'impresa, dall'altro i sistemi retributivi ancorati al valore di mercato delle azioni consentono di misurare il risultato atteso sulla base di investimenti e decisione del *top management* orientate al lungo termine²³⁴.

In altri termini, vincolare la retribuzione incentivante dei dirigenti apicali a parametri "fissi", quali gli utili, la contabilità, il fatturato, il volume delle vendite, etc., significa incentivare il *top manager* ad

²³³ Ai sensi del comma 2 *bis* dell'art. 51 del TUIR è prevista un'agevolazione fiscale delle *stock options* a condizione che sussistano tre requisiti: la previsione di un *vesting period* di durata non inferiore ai tre anni; la sussistenza della quotazione della società in mercati regolamentati al momento dell'esercizio del diritto; che nei cinque anni successivi all'esercizio dell'opzione il titolare detenga un investimento nei titoli acquistati non inferiore alla differenza tra il valore delle azioni al momento dell'assegnazione e l'importo corrisposto al lavoratore.

²³⁴ In tema si vedano C. AMATUCCI, *I riflessi delle stock options sulle cause determinanti della crisi finanziaria*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, pag. 547 e segg. ma anche R.A. POSNER, *Are American CEOs Overpaid*, in *University of Chicago Law School*, 2009, pag. 1013 e segg..

adottare strategie di investimento e decisioni gestionali tendenzialmente di breve periodo, il cui effetto immediato è quello di innalzare i risultati aziendali rilevabili contabilmente. Diversamente, anche al fine di garantire il mantenimento di un buon *shareholder value* nel tempo, i piani retributivi legati alla partecipazione azionaria o al coinvolgimento dei dirigenti apicali tramite strumenti finanziari consentono di valutare l'impatto delle decisioni manageriali e dunque di monitorare e valutare i flussi del valore economico dell'impresa, in ragione dei quali orientare le strategie di accrescimento del valore d'impresa nel lungo periodo²³⁵.

In tali ultimi sistemi di retribuzione del *top management* la *performance* societaria è misurata su un parametro, quello del valore di mercato dell'impresa, che "attualizza", se il mercato efficiente, le aspettative sulle fluttuazioni di reddito futuro dell'impresa. Per tale via, il valore di mercato inevitabilmente finisce per riflettere la *performance* attesa dell'impresa, e non quella passata²³⁶.

2.7 L'offerta di azioni senza sovrapprezzo in favore del dirigente

La fattispecie contemplata dall'ultimo comma dell' art. 2441 c.c. prevede la possibilità che tramite una delibera assembleare il prestatore di lavoro assuma la qualità di azionista mediante la sottoscrizione ed il

²³⁵ Per una riflessione sul punto, anche in prospettiva comparata, si veda G. FERRARINI – N. MOLONEY, *Executive remuneration and corporate governance in the UK: convergence, divergence and reform perspectives*, in *European Company and Financial Law Review*, 2007, 1.

²³⁶ S. CAPPIELLO, *La remunerazione degli amministratori. "Incentivi azionari" e creazione di valore*, cit., pag. 24 e segg..

pagamento di azioni emesse tramite un aumento reale del capitale sociale²³⁷.

A differenza dell'art. 2349 c.c., che consente alla società di compiere un'operazione che sarebbe altrimenti vietata, ossia l'eterodestinazione degli utili con il sacrificio del diritto degli azionisti all'assegnazione delle azioni gratuite emesse, la fattispecie delineata all'ultimo comma dell'art. 2441 c.c. consente l'acquisizione delle azioni a fronte di un conferimento da parte del dipendente che, all'atto di sottoscrizione, versa il prezzo di emissione. Non vi è dunque un aumento gratuito del capitale coperto con gli utili di cui i soci hanno disposto l'assegnazione ai lavoratori, bensì un aumento del capitale in ragione dei conferimenti dei prestatori di lavoro²³⁸.

La differenza strutturale tra l'assegnazione di azioni e di *stock options* in favore del dirigente si coglie considerando che, diversamente dalle azioni, il valore di un'opzione è nullo fintanto che il valore di mercato dei titoli non superi il prezzo di esercizio. Di conseguenza mentre il titolare di opzioni ha convenienza ad esercitarle solo a condizione che il prezzo delle azioni sottostanti abbia superato quello di esercizio, il titolare di azioni riporta un guadagno o subisce una perdita in relazione diretta al tasso con cui cresce o si contrae il valore titolo.

Nella prassi lo strumento di cui all'art. 2441 c.c. ultimo comma strumento è stato sovente utilizzato per favorire specifici soggetti che

²³⁷ Ai sensi dell'ult. co. dell'art. 2441 c.c. "Con deliberazione dell'assemblea presa con la maggioranza richiesta per le assemblee straordinarie può essere escluso il diritto di opzione per le azioni di nuova emissione, se queste sono offerte in sottoscrizione ai dipendenti della società o di società che la controllano o che sono da essa controllate".

²³⁸ Si veda *funditus* R. SANTAGATA, *Il lavoratore azionista*, cit. pag. 64 ma anche 84 e segg.. L'A. precisa che nella fattispecie di cui al comma 8 dell'art. 2441 c.c. le azioni assegnate ai dipendenti dovranno avere i medesimi diritti di quelle assegnate ai soci e ai possessori di obbligazioni convertibili. Sul punto si richiama L. TROIANO – C.B. VANETTI, *L'azionariato dei dipendenti e "stock options": le soluzioni offerte dal diritto delle società*, in *Le società*, 2000, pag. 819.

occasionalmente rivestono anche la qualità di dipendenti, ed in particolare alcuni dirigenti legati al gruppo di comando societario²³⁹.

Si tratta di una forma retributiva che incentiva la prestazione nella misura in cui, nel prevedere la possibilità di escludere il diritto di opzione dei soci per offrirlo ai dipendenti scelti, presuppone la corrispondenza all'interesse della società di tali offerte e, dunque, l'allineamento degli interessi del lavoratore, tendenzialmente il *top manager*, a quelli della società.

È significativo evidenziare che, tramite l'assegnazione di azioni ai soci ai sensi dell'ultimo comma dell'art. 2441 c.c., si realizza un'esclusione del diritto di opzione dei soci motivata dall'offerta al dipendente, soggetta peraltro ad un trattamento privilegiato. Infatti, a differenza delle altre ipotesi di esclusione del diritto d'opzione di cui ai precedenti commi della disposizione, non è richiesta la prova dell'esistenza di uno specifico interesse della società che giustifichi l'esclusione, anche nel caso in cui l'offerta sia destinata a categorie molto ristrette di dipendenti quali quelli inquadrati ai livelli apicali. Ovviamente, in tale ipotesi, la selezione delle categorie coinvolte deve corrispondere all'interesse sociale e, in quanto tale, è censurabile in sede giudiziale onde verificare che le esigenze che inducono a premiare alcuni dipendenti, individuati nella delibera assembleare, siano conformi all'interesse della società²⁴⁰. Con riferimento invece ai piani di compenso del *management* basati su strumenti finanziari introdotti nelle società ad azionariato diffuso e nelle società quotate, è interessante da ultimo rilevare che l'art. 114 *bis* del TUF se da un lato ha introdotto l'obbligo di rendere pubbliche una serie di informazioni inerenti le caratteristiche dei piani di *compensation*,

²³⁹ Così G. ACERBI, *Osservazioni sulle stock options e sull'azionariato dei dipendenti*, in *Riv. Soc.*, 1998, pag. 1194 e segg. ed in particolare pag. 1222.

²⁴⁰ Sul tema si veda in particolare P.G. JAEGER – F. DENOZZA – A. TOFFOLETTO, *Appunti di diritto commerciale. Impresa e società*, Milano, ult. edizione.

come le ragioni dell'adozione, i destinatari, le modalità di determinazione del prezzo e i relativi criteri, dall'altro ha demandato alla Consob il compito di definire con proprio regolamento le cautele necessarie per evitare che detti piani inducano il *top manager* ad adottare dei comportamenti contrastanti con l'interesse dell'azienda²⁴¹. Le accortezze così introdotte mirano in definitiva ad accordare una protezione maggiore alle note esigenze di trasparenza del mercato e a prevenire il pericolo che i sistemi incentivanti basati su azioni rappresentino uno strumento per consentire ai dirigenti di conseguire arricchimenti e plusvalenze indebiti a danno degli interessi della società. Di qui l'esigenza della *disclosure* dei sistemi retributivi e incentivanti di *compensation* del *top management*, tramite la corrispondente previsione della responsabilità delle emittenti quotate e delle emittenti di strumenti finanziari diffusi tra il pubblico indicare l'interesse che detti sistemi perseguono, dimostrandone l'allineamento con gli interessi sociali.

2.8 La rilevanza disciplinare del mancato raggiungimento degli obiettivi da parte del *top manager*

Il sistema retributivo variabile rappresenta in definitiva la parte di retribuzione con funzione incentivante composta da diverse tipologie di erogazioni, dipendenti dalla realizzazione di un complesso di fattori legati, in alcuni casi, al raggiungimento di *performance* individuali, in altri ad obiettivi aziendali, a voci di costi e qualità, situazioni del mercato, rendimenti in termini finanziari, rischio valutario e comunque

²⁴¹ L'art. 114 *bis* è stato introdotto nel TUF dalla legge n. 262 del 2005 nell'intento di assicurare la corretta informazione dei soci e del mercato sulle dinamiche dei piani di *compensation*.

contingenze esterne rispetto alla prestazione in quanto tale. Si tratta peraltro di erogazioni la cui fruibilità da parte del dirigente non è neppure immediata e diretta, come avviene per la parte fissa della retribuzione, atteso che le voci variabili sono soggette a valutazione discrezionale da parte dell'azienda che è tenuta a fissare gli obiettivi ma anche i meccanismi di valutazione dei risultati mediante le c.d. clausole di *malus* e *claw-back*²⁴².

In tale contesto, se è dunque vero che la retribuzione acquisisce rilievo all'interno del rapporto sinallagmatico, rappresentando il corrispettivo della prestazione di lavoro, ma si presta anche ad essere utilizzata con funzione incentivante della *performance*, è altrettanto vero che occorre compiere una distinzione anche sotto il diverso profilo delle conseguenze che discendono dall'eventuale inadempimento del dirigente apicale rispetto agli obiettivi fissati²⁴³.

Se nel primo caso infatti la retribuzione compensa la prestazione di lavoro che il dirigente si è obbligato a rendere tramite il contratto individuale di lavoro, nel secondo il raggiungimento degli obiettivi rappresenta il fatto costitutivo del diritto del dirigente apicale alla corresponsione della parte variabile della retribuzione²⁴⁴.

Nel caso in cui il dirigente apicale non adempia correttamente la prestazione contenuta nel contratto di lavoro, è essenziale innanzitutto comprendere se la quota di retribuzione erogata sia destinata a

²⁴² Sulla composizione e sulla struttura della componente variabile si veda *supra*, in questo Capitolo, paragrafo 2.1; con riferimento alle clausole di *malus* e *clawback* si rimanda invece alle considerazioni contenute *infra*, in questo Capitolo, paragrafo 2.10.

²⁴³ In dottrina, per una ricognizione sistematica delle funzioni della retribuzione in prospettiva diacronica, dagli albori del nostro ordinamento costituzionale all'austerità imposta dalle politiche europee negli anni della crisi economica si veda M. MARTONE, *A che prezzo*, cit.. In giurisprudenza, sulla ricostruzione del raggiungimento degli obiettivi quale fatto costituente il diritto alla retribuzione variabile si veda da ultimo Cass., 15 maggio 2018, n. 11833 reperibile su *Dejure*.

²⁴⁴ Così G. DONNA, *Le scelte complesse dei meccanismi d'incentivazione*, cit., pag. 35.

compensare la prestazione lavorativa, e dunque il sinallagma interno del rapporto di lavoro, o ad incentivare il raggiungimento di un obiettivo esterno allo svolgimento della prestazione lavorativa.

Nel primo caso ci muoviamo entro i confini della rilevanza della condotta sotto il profilo disciplinare, con la conseguenza che il dirigente apicale ben potrebbe essere licenziato, o comunque sottoposto a sanzione disciplinare, a fronte dell'inadempimento della prestazione pattuita. Nel secondo caso invece la valenza disciplinare del comportamento dirigenziale potrebbe essere dubbia, posto che la condotta del dirigente apicale che non raggiunga un obiettivo a cui è ricollegata l'erogazione di uno strumento di *compensation* incentivante, qualunque esso sia, difficilmente potrà realizzare un inadempimento della prestazione principale, e dunque riguardare la quota di retribuzione con funzione sinallagmatica riconosciuta in favore del dirigente²⁴⁵.

In altri termini, mentre il fallimento nell'adempimento della prestazione "base" del dirigente ben potrebbe implicare la possibilità della cessazione del rapporto di lavoro, o quanto meno la sanzione disciplinare, il mancato raggiungimento degli obiettivi da cui dipende l'erogazione della retribuzione variabile con funzione incentivante implica solo il venir meno dello strumento che era finalizzato ad incentivare il raggiungimento dell'obiettivo²⁴⁶.

²⁴⁵ È al riguardo importante rilevare che secondo la giurisprudenza solo se il mancato raggiungimento degli obiettivi sia imputabile al dirigente, il licenziamento deve far seguito al procedimento disciplinare *ex art. 7 St. lav.*. In tal senso si veda da ultimo Corte App. Milano, 24 febbraio 2017, in A. RIPA, *Dirigenti e giusta causa. Orientamenti giurisprudenziali e rassegna di merito*, Milano, 2018, pag. 144, il quale rileva che il rispetto della procedura disciplinare è necessario in ogni caso in cui venga posto a base del recesso un giudizio negativo nei confronti del dipendente, che potrebbe avere ad oggetto "qualsiasi aspetto dell'attività lavorativa ovvero della personalità del prestatore".

²⁴⁶ È appena il caso di rilevare che, in materia di dirigenza pubblica, Cass., 20 febbraio 2007, n. 3929, riprendendo la tradizionale distinzione operata dalla giurisprudenza di merito tra responsabilità dirigenziale e responsabilità disciplinare

Certo un'eccezione si potrebbe rinvenire in tutte quelle ipotesi in cui il mancato raggiungimento degli obiettivi da parte del dirigente apicale sia abnorme, plateale, come nel caso in cui il dirigente non raggiunga nessun obiettivo, o in ogni caso nemmeno la soglia minima di *target* individuati per l'erogazione di una parte del compenso variabile.

In tali casi il risultato raggiunto dal dirigente è molto distante rispetto all'obiettivo posto e potrebbe addirittura costituire negligenza del dirigente nell'adempimento della prestazione.

Di conseguenza i rimedi predisposti dall'ordinamento giuridico per le ipotesi di inadempimento ben potrebbero ritenersi estensibili anche al fallimento plateale degli obiettivi concordati, proprio perché l'eccezionalità, in negativo, della condotta del dirigente apicale denota una mancanza di diligenza e, per l'effetto, il venir meno del vincolo fiduciario che lega datore di lavoro e dirigente apicale, giustificando la rilevanza disciplinare di detto comportamento.

del dirigente pubblico, ha affermato per la prima volta che quando l'amministrazione contesti il mancato raggiungimento degli obiettivi o l'inosservanza delle direttive imputabili al dirigente, il parere del comitato dei garanti costituisce indefettibile presupposto per l'adozione del licenziamento per responsabilità dirigenziale, in funzione di garanzia ed a tutela del lavoratore contro l'arbitrio o la discrezionalità assoluta degli organi politici. La responsabilità dirigenziale si aggiunge a quella disciplinare e si configura come una specie a carattere aggiuntivo, dotata di propria autonomia e di propri caratteri strutturali e funzionali. Così mentre la responsabilità di risultato presuppone un giudizio di inidoneità all'espletamento di determinate funzioni e, comunque, di insussistenza del rapporto fiduciario, e dunque risponde all'esigenza di rimozione del dirigente a prescindere da un preciso inadempimento ma riferendosi alla complessiva attività svolta, la grave inosservanza delle direttive ricevute, invece, si collega direttamente al comportamento individuale del dirigente ed evoca una responsabilità di tipo contrattuale disciplinare, che consegue all'inadempimento colposo di un obbligo pattuito dalle parti che rileva a prescindere dal risultato della gestione o dal conseguimento dell'obiettivo. In dottrina si vedano L. TORCHIA, *La responsabilità dirigenziale*, Padova 2000, pag. 139 e segg.; A. BOSCATI, *Verifica dei risultati. Responsabilità dirigenziali*, in F. CARINCI – M. D'ANTONA (a cura di), *Il lavoro alle dipendenze delle amministrazioni pubbliche*, I, Milano 2000, pag. 851 ma anche pag. 854; G. NOVIELLO – V. TENORE, *La responsabilità e il procedimento disciplinare nel pubblico impiego privatizzato*, Milano, 2002, pag. 133 e segg.; più di recente, con specifico riferimento alla dirigenza nella sanità, si veda L. BUSICO, *Responsabilità disciplinare e responsabilità dirigenziale del dirigente pubblico medico*, in *Lav, dir. eur.*, 1 settembre 2021.

2.9 La giurisprudenza in tema di mancata individuazione degli obiettivi e individuazione di obiettivi irraggiungibili da parte del datore di lavoro

Come anticipato, la clausola con la quale si stabilisce che al raggiungimento di determinati risultati e obiettivi per l'impresa il *top manager* consegua la parte variabile della retribuzione realizza una condizione sospensiva che diviene efficace nel momento in cui tali risultati e obiettivi, che sono futuri e incerti, vengono raggiunti.

Si tratterebbe in particolare di una condizione bilaterale, apposta nell'interesse di entrambe le parti del contratto di lavoro, che così mirano a perseguire l'interesse del datore di lavoro al raggiungimento di determinati obiettivi e risultati, prevalentemente di bilancio, e ad incentivare il dirigente apicale, cui è riconosciuta la corresponsione di una quota aggiuntiva di retribuzione²⁴⁷.

E siccome colui che stipula un contratto sotto condizione sospensiva è titolare di una aspettativa giuridicamente tutelata²⁴⁸, mentre il datore di lavoro deve comportarsi secondo buona fede, il lavoratore è titolare dell'aspettativa di acquisire il bene condizionato e di pretendere che la controparte tenga una condotta conforme, astenendosi dal porre in essere comportamenti tali da impedire l'avverarsi dell'evento dedotto in condizione, anche tramite gli atti conservativi di cui all'art. 1356 c.c. durante il periodo di pendenza della condizione.

²⁴⁷ Così C. TIMELLINI, *L'applicazione delle clausole di clawback nei contratti di lavoro: un primo tentativo di approccio al problema*, cit., pag. 12 e segg., la quale ricostruisce la natura della condizione di redditività in termini di condizione mista, rinvenendo invece nella condizione di produttività una clausola potestativa.

²⁴⁸ M. CARNEVALE, *Contratto condizionato e buona fede*, in *I contratti*, 2005, 6, pag. 559 e segg..

Resta dunque da chiedersi *quid iuris* nel caso in cui il datore di lavoro adotti dei comportamenti contrari a buona fede, tali da impedire l'avverarsi della condizione legittimante l'erogazione della parte variabile della retribuzione.

In tale ipotesi, si ritiene che il dirigente potrà ricorrere ai rimedi previsti dall'art. 1359 c.c. a tutela della propria aspettativa e dunque considerare la condizione avverata ove sia mancata per causa imputabile alla parte che aveva interesse contrario all'avveramento²⁴⁹.

In altri termini, nell'ipotesi in cui il raggiungimento degli obiettivi, che condizione per il riconoscimento della retribuzione variabile, sia divenuto impossibile a causa del comportamento omissivo del datore di lavoro, non può negarsi la sussistenza di un del dirigente a percepire la retribuzione variabile²⁵⁰.

Nell'ipotesi in cui invece la condotta omissiva del datore di lavoro consista nella mancata individuazione contrattualmente prevista degli obiettivi o dei risultati da cui dipende la corresponsione della retribuzione variabile, la giurisprudenza di merito è a più riprese intervenuta per riconoscere il diritto del lavoratore a percepire la retribuzione variabile nel suo ammontare massimo, valutando il

²⁴⁹ In tema di pubblico impiego privatizzato è stato invece ritenuto da Cass. 30 novembre 2015, n. 24378 in *Giust. civ. mass.*, 2015 che la retribuzione variabile incentivante prevista per i dirigenti delle imprese pubbliche locali sia finalizzata a compensare una prestazione già resa ove si riscontri, "ex post" ma con effetto retroattivo, il conseguimento di obiettivi programmati e assegnati per l'anno rispetto al quale tale componente viene riconosciuta, sicché nessun ragionevole rilievo può avere, nei riguardi del dirigente che abbia maturato il diritto, il tempo in cui l'ente effettua le opportune verifiche e la permanenza in servizio del dipendente alla data in cui viene deliberata la relativa erogazione.

²⁵⁰ Corte App. Milano, 21 novembre 2007, in *Riv. crit. dir. lav.*, 2008, pag. 248 con nota di F. CAPURRO, *Natura retributiva del bonus e finzione di avveramento della condizione*. In dottrina il tema è stato approfondito da numerosi studiosi di elevatissimo livello, seppur in questa sede ci si limiterà a richiamare, senza pretesa di esaustività, P. TRIMARCHI, *Finzione di avveramento e finzione di non avveramento della condizione*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1966, pag. 814 e segg.; R. SACCO, *Il contratto*, in R. SACCO (diretto da), *Trattato di diritto civile*, Torino, 1996, pag. 155 e segg.; L. BRUSCUGLIA, *Pendenza della condizione e comportamento secondo buona fede*, Milano, 1975, pag. 110 e segg..

comportamento delle parti alla luce dei doveri di lealtà e di correttezza richiamati dall'art. 1358 c.c..

In particolare, la fattispecie della mancata fissazione di obiettivi, della fissazione di obiettivi irraggiungibili o della mancata riparametrazione degli stessi può essere ricostruita in termine di finzione di avveramento della condizione, ai sensi dell'art. 1359 c.c., o di risarcimento del danno da perdita di *chance*²⁵¹.

In ambedue i casi, sotto il profilo processuale, compete al lavoratore che lamenta la mancata erogazione della parte variabile della retribuzione o che richiede il risarcimento del danno per la mancata corresponsione della stessa l'onere di dimostrare i presupposti di accoglimento della propria domanda²⁵². In particolare, è richiesto che il lavoratore provi i risultati raggiunti, la circostanza che detti risultati possano essere ritenuti in linea con l'andamento dell'azienda o, nel diverso caso in cui gli obiettivi siano stati comunicati, la sostanziale "irraggiungibilità" degli stessi²⁵³.

Il dirigente che lamenti la mancata erogazione della retribuzione variabile in ragione della mancata individuazione degli obiettivi cui la stessa è ricollegata o della loro individuazione in maniera da renderli irraggiungibili è tenuto ad allegare e dimostrare di aver compiuto una

²⁵¹ Così Corte App. Torino, 8 maggio 2019, n. 226 reperibile in *Dejure*, in cui si legge che l'inadempimento dell'obbligo di individuazione degli obiettivi, strumentale all'attuazione del sistema di incentivazione previsto nel contratto quale componente variabile della retribuzione, pur se inidoneo a costituire titolo per l'azione di pagamento dei premi, può tuttavia fondare il diritto del dirigente al risarcimento del danno costituito dalla perdita della *chance* di conseguire tali premi.

²⁵² Ciò risponde al più generale principio secondo cui il creditore che voglia ottenere i danni derivanti dalla perdita di chances ha l'onere di provare la realizzazione in concreto di alcuni dei presupposti per il raggiungimento del risultato sperato e impedito dalla condotta illecita della quale il danno risarcibile dev'essere conseguenza immediata e diretta. Il principio è da ultimo richiamato da Cass., 2 marzo 2015, n. 4170 in *Dir. giust.*, 2015.

²⁵³ Così si è da ultimo espresso Trib. Milano, 24 luglio 2019, reperibile in *Dejure*.

attività e perseguito determinati risultati che gli avrebbero permesso di conseguire la parte di retribuzione variabile indebitamente negata²⁵⁴.

Di diverso avviso appare tuttavia quell'orientamento giurisprudenziale in virtù del quale il lavoratore, che è titolare di un diritto soggettivo perfetto, concorre all'adempimento dell'obbligazione del raggiungimento degli obiettivi fissati, con la conseguenza che l'inadempimento della fissazione e comunicazione degli obiettivi determina il mero diritto al risarcimento del danno, da liquidarsi in via equitativa considerando la media dei *bonus* percepiti negli anni precedenti²⁵⁵.

Anzi addirittura in alcune ipotesi la giurisprudenza di legittimità ha ritenuto che, in caso di omessa determinazione da parte dell'azienda degli obiettivi finalizzati all'erogazione della retribuzione variabile, non spetta al lavoratore il risarcimento del danno qualora questi non abbia fornito la prova del probabile raggiungimento

²⁵⁴ L'attribuzione al giudice del ruolo di determinare la componente variabile della retribuzione in luogo del datore di lavoro, ove quest'ultimo ometta di farlo, è in linea con gli orientamenti espressi dalla giurisprudenza anche in altri paesi comunitari, quali ad esempio la Francia, come ricostruito da C. TIMELLINI, *L'applicazione delle clausole di clawback nei contratti di lavoro: un primo tentativo di approccio al problema*, cit., pag. 15 e segg.. In particolare l'A richiama Cour de Cassation, Ch. Soc., 13 luglio 2004, in *Riv. it. dir. lav.*, 2005, pag. 578, con nota di S. BRUN, *Le fonti di determinazione della retribuzione variabile tra i limiti all'autonomia individuale e il ruolo suppletivo del giudice: le guidelines della giurisprudenza francese*, in cui il giudice francese statuisce che quando il diritto alla retribuzione variabile deriva dal contratto di lavoro, in mancanza di un accordo tra datore di lavoro e lavoratore sull'ammontare della quota di retribuzione spetta al giudice di determinarlo avendo riguardo ai criteri individuati dal contratto e agli accordi intervenuti tra le parti negli anni precedenti.

²⁵⁵ Così Trib. Milano, 20 maggio 2008, in *Riv. crit. dir. lav.*, 208, pag. 1015 e segg.. Diverso è il caso in cui vi sia il licenziamento illegittimo del lavoratore, nella fattispecie in giudizio inquadrato al livello di quadro, per il quale Cass., 3 dicembre 2020, n. 27750 in *Giust. civ. mass.*, 2021 ha escluso dalla base di calcolo della retribuzione variabile il premio per gli incentivi alla vendita con riferimento al periodo in cui il lavoratore era stato impossibilitato a raggiungere gli obiettivi, pur conseguiti negli anni precedenti, in ragione del licenziamento poi dichiarato illegittimo.

degli obiettivi medesimi nell'ipotesi della loro effettiva individuazione²⁵⁶.

Infine, non sono neppure mancate pronunce che hanno ritenuto che la clausola di un contratto individuale che preveda l'erogazione di un *bonus* senza la specificazione degli obiettivi che ne legittimano la corresponsione abbia un oggetto indeterminato e, dunque, nullo ai sensi dell'art. 1346 c.c.²⁵⁷.

2.10 Executive compensation ed obiettivi di lungo periodo: le clausole di *clawback* e di *malus*

La prassi societaria si è in tempi recenti arricchita del diffuso ricorso alle c.d. *clawback clauses* che, negoziate individualmente con il dirigente apicale, mirano a garantire una maggiore flessibilità nella determinazione del compenso variabile o del *compensation package* attraverso meccanismi di correzione *ex post* di quanto pattuito²⁵⁸.

Se da un lato le clausole di *malus* consentono alla società di modificare l'obiettivo sotteso all'assegnazione del compenso variabile nel corso

²⁵⁶ Cass., 28 settembre 2018, n. 23607, in *Foro it.*, 2018, 12, I, col. 3907.

²⁵⁷ Cass. 16 giugno 2009, n. 13953, in *Riv. crit. dir. lav.*, 2009, pag. 1009 e segg., con nota di A. PREMOLI, *Bonus connessi al raggiungimento di obiettivi e poteri integrativi del giudice*. Al più, secondo il giudice di legittimità, la clausola mancante dell'individuazione degli obiettivi da cui dipende l'erogazione della retribuzione variabile andrebbe interpretata come istitutiva di un vero e proprio obbligo a trattare in capo al datore di lavoro, con conseguente diritto del lavoratore al risarcimento del danno in caso di mancato adempimento a tale obbligo da parte della controparte.

²⁵⁸ Per un approfondimento sui principi della remunerazione degli amministratori e sul tema delle *clawback clauses* nei relativi contratti si veda D. U. SANTOSUOSSO, *Il rapporto di amministrazione. Il compenso degli amministratori*, in M. VIETTI (diretto da), *La governance nelle società di capitali. A dieci anni dalla riforma*, Milano, 2013, pag. 17 e segg. e, in prospettiva comparata, F. MUCCIARELLI, *I compensi agli amministratori esecutivi nelle società quotate: uno sguardo comparatistico a Regno Unito, Germania e Stati Uniti d'America*, in *Analisi giur. ec.*, 2014, pag. 307 e segg..

del c.d. *vesting period*²⁵⁹, dall'altro le clausole di *clawback stricto sensu* permettono alla società di ripetere il compenso variabile erogato in eccesso dopo la maturazione del *vesting period* sulla base di presupposti e regole individuati per via pattizia o legislativa al fine di adeguare il compenso del *top manager* al verificarsi di determinate condizioni.

Si tratta in definitiva di validi strumenti, tendenzialmente di fonte contrattuale, introdotti per gestire efficacemente le sopravvenienze contrattuali che possono colpire le pattuizioni sul compenso variabile del *top management*²⁶⁰.

Secondo l'interpretazione dominante, il fondamento giuridico delle clausole in commento risiederebbe nella disciplina della ripetizione dell'indebito di cui all'art. 2033 c.c., sulla scorta del quale colui che esegue il pagamento in assenza di una *causa solvendi*, originaria o sopravvenuta, ha diritto di chiedere la restituzione di quanto indebitamente versato, oltre agli interessi, dal giorno del pagamento o della domanda, a seconda che l'*accipiens* fosse in buona o in mala fede. Qualora manchi la giustificazione causale del pagamento, dunque, il datore di lavoro potrebbe sempre ripetere quanto corrisposto in eccesso rispetto a quanto dovuto, rimanendo invece irrilevante l'eventuale riconoscibilità da parte del lavoratore dell'errore commesso dal datore di lavoro²⁶¹.

²⁵⁹ Con il termine c.d. *vesting* si suole fare riferimento al periodo di tempo durante il quale il beneficiario di un piano di incentivazione matura gradualmente il diritto alla propria quota. Con riferimento alle *stock options* il termine indica in particolare il periodo che intercorre dall'offerta della *stock option* all'inizio del periodo per l'esercizio del diritto di opzione.

²⁶⁰ Per una ricostruzione dell'origine ed evoluzione del fenomeno nei principali ordinamenti stranieri si veda G. RUGOLO, *Compensi variabili, clawback clauses e regolamentazione del rapporto di amministrazione*, in *Riv. dir. soc.*, 2017, 2, 1, pag. 385 e segg. e in particolare pag. 388-389.

²⁶¹ In dottrina si veda per l'inquadramento generale F. GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, Padova, 1990, II, II, pag. 360 e segg.; M. BIANCA, *Diritto civile. La responsabilità*, Milano, 1994, V, pag. 807 e segg.; con riferimento all'atteggiarsi del fenomeno nel diritto del lavoro si veda invece C. OGRISEG, *Datore di lavoro e ripetizione di indebito: inesistenza di valida causa solvendi o annullamento della*

Nel medesimo senso anche la giurisprudenza di legittimità ha riconosciuto che il quale il datore di lavoro può sempre ripetere le somme che il dipendente abbia percepito indebitamente, in tal modo ristabilendo l'ordine giuridico turbato dallo spostamento patrimoniale privo di causa²⁶².

Con riferimento alle società quotate, la legislazione italiana non disciplina le c.d. *clawback clauses*, peraltro ancora diffuse all'interno del nostro ordinamento giuridico in misura nettamente inferiore agli ordinamenti anglosassoni, così che l'unica parvenza di regolamentazione in materia sia rinvenibile nel Codice di *corporate governance*. In particolare l'art. 27 del Codice prevede che la politica retributiva degli amministratori esecutivi e del *top management* definisca le "intese contrattuali che consentano alla società di chiedere la restituzione, in tutto o in parte, di componenti variabili della remunerazione versate (o di trattenere somme oggetto di differimento), determinate sulla base di dati in seguito rivelatisi manifestamente errati e delle altre circostanze eventualmente individuate dalla società"²⁶³.

Così anche il successivo art. 31 prevede l'obbligo, per l'organo di amministrazione, in occasione della cessazione dalla carica o dello

soluzione per errore?, in *Riv. it. dir. lav.*, 2001, 2, pag. 45 e segg.. Di diverso avviso è A. TURSI, *Quando il premio aziendale non è meritato: la clausola di clawback*, reperibile su <http://ipsoa.it>, 25 agosto 2015, secondo cui, inquadrando il fenomeno all'interno della disciplina civilistica del c.d. errore-vizio della volontà sancito dagli artt. 1429 e 1431 c.c., è riconoscibile l'errore da parte dello specialista o *manager* di una funzione di controllo di gestione, se l'errore riguarda la corretta determinazione del margine operativo lordo, in base ai dati di bilancio. All'opposto, l'errore non è riconoscibile se il lavoratore non è un tecnico della materia o se i dati di bilancio sono a loro volta errati, purché, in tale ultima ipotesi, nuovamente l'erroneità di tali dati non sia riconoscibile da parte dell'*accipiens*.

²⁶² Già Cass., 9 luglio 1984, n. 4006, in *Mass. giur. lav.*, 1984, pag. 171 e pochi anni dopo Cass., 25 giugno 1987, n. 5596, in *Rep. foro it.*, 1987, col. 1351 riconoscevano peraltro che l'applicazione dell'istituto civilistico della ripetizione dell'indebito nei rapporti di lavoro ha comportato l'esclusione di ogni indagine sull'*animus* del *solvens*, per cui al datore di lavoro si chiede di dimostrare esclusivamente che il pagamento effettuato non si fonda su di una legittima *causa solvendi*.

²⁶³ Art. 27, lett. e) del Codice di corporate governance del 2020.

scioglimento del rapporto di lavoro con un amministratore esecutivo o un direttore generale, di rende note mediante un comunicato reso pubblico informazioni dettagliate in merito, tra l'altro, "c) all'applicazione di eventuali clausole di restituzione (*claw-back*) o trattenimento (*malus*) di una parte della somma".

Nel settore bancario, la nota circolare della Banca d'Italia n. 283 del 2015 ha recepito e introdotto nel nostro ordinamento giuridico le disposizioni fissate dall'Unione Europea in tema, tra l'altro, di retribuzione variabile e di meccanismi di correzione *ex post* della medesima²⁶⁴.

In particolare, emerge dalle suddette disposizioni che la retribuzione variabile includa non solo la parte di retribuzione legata alla *performance* e ogni altra forma di retribuzione che non sia univocamente qualificabile come componente fissa, ma anche i benefici pensionistici discrezionali e gli importi pattuiti in relazione alla conclusione anticipata del rapporto di lavoro (i c.d. *golden parachute*) o per la cessazione anticipata dalla carica (i c.d. *severance payments*)²⁶⁵. L'aleatorietà della componente variabile, che alla luce delle disposizioni della Banca d'Italia si compone di tutte quelle voci che, per esclusione, non rientrano nella nozione di retribuzione fissa,

²⁶⁴ Per un'interessante ricostruzione dell'evoluzione normativa in tema nel settore bancario si veda L. CAPONE, R. LENER, G. GAUDIO, *Novità in materia di politiche e prassi di remunerazione e incentivazione*, cit.. È tuttavia significativo notare che, oltre a quello bancario, un altro settore in cui le clausole di *malus* e *clawback* sono state introdotte è quello dei promotori finanziari di cui all'art. 31 del TUF, per i quali opera il Regolamento congiunto della Banca d'Italia e della Consob, nella versione modificata dal D.lgs. n. 254 del 2016. Con riferimento ai consulenti finanziari abilitati all'offerta fuori sede, infatti, era stato segnalato un disallineamento rispetto alla disciplina bancaria proprio sotto il profilo dei meccanismi di correzione *ex post* dell'erogazione della retribuzione variabile. Più di recente, anche nel settore industriale della produzione di energia pulita e sostenibile si è iniziato a fare ricorso a clausole di correzione *ex post* della retribuzione variabile, soprattutto da parte di quelle aziende che hanno partecipazioni in banche e società.

²⁶⁵ Tra questi importi sono inclusi quelli riconosciuti a titolo di patto di non concorrenza o nell'ambito di un accordo per la composizione di una controversia attuale o potenziale, qualunque sia la sede in cui esso viene raggiunto.

inevitabilmente impone che quest'ultima debba essere prevista in misura tale non solo da riflettere l'esperienza professionale e le responsabilità organizzative del *top manager*, ma anche e soprattutto in misura sufficiente a consentire che la parte variabile si contragga "sensibilmente" in relazione ai risultati e ai rischi effettivamente conseguiti, sino addirittura ad azzerarsi nei casi più estremi²⁶⁶.

La componente variabile della retribuzione del dirigente apicale deve, infatti, essere parametrata a indicatori di *performance* misurata al netto dei rischi in un periodo di valutazione almeno annuale (il c.d. *accrual period*), e nel suo ammontare complessivo (il cd. *bonus pool*) si deve basare su risultati effettivi e duraturi, tenendo conto di obiettivi quantitativi e qualitativi, finanziari e non finanziari.

Nell'evenienza in cui vi siano delle esigenze di rafforzamento patrimoniale è prevista l'attivazione delle clausole che prevedono l'applicazione di meccanismi di correzione *ex post*, quali quelli di *clawback*²⁶⁷ e di *malus*²⁶⁸, idonei a comportare la contrazione o l'azzeramento della retribuzione variabile in relazione ai comportamenti individuali nonché ai livelli di *performance* al netto dei rischi, assunti o conseguiti.

²⁶⁶ BANCA D'ITALIA, *Disposizioni di vigilanza per le banche*, cit., *supra*, Capitolo I.

²⁶⁷ Sono soggetti a *clawback* gli incentivi riconosciuti o pagati ai soggetti che abbiano determinato comportamenti non conformi a disposizioni di legge, regolamentari o statutarie o a eventuali codici etici o di condotta applicabili alla banca, da cui sia derivata una perdita significativa per la banca o per la clientela; ulteriori comportamenti non conformi a disposizioni di legge, regolamentari o statutarie o a eventuali codici etici o di condotta applicabili alla banca, nei casi da questa eventualmente previsti; violazioni degli obblighi imposti ai sensi dell'articolo 26 o, quando il soggetto è parte interessata, dell'articolo 53, commi 4 e ss., del TUB o degli obblighi in materia di remunerazione e incentivazione; comportamenti fraudolenti o di colpa grave a danno della banca.

²⁶⁸ La retribuzione variabile è inoltre soggetta, per una quota almeno pari al 40%, a meccanismi di *malus* consistenti nel pagamento differito per un periodo di tempo non inferiore a 4-5 anni, in modo da tenere conto dell'andamento nel tempo dei rischi assunti dalla banca. Nel caso in cui la componente variabile rappresenti invece un importo particolarmente elevato, la percentuale da differire non è inferiore al 60%.

In particolare, il personale più rilevante può essere destinatario di meccanismi di *malus* che colpiscono la quota differita della componente variabile individuale della retribuzione sulla base del principio di proporzionalità della loro applicazione²⁶⁹.

Più nello specifico è previsto che il Consiglio di amministrazione fissi in un apposito documento tecnico di dettaglio specifici livelli sia di stabilità delle condizioni di *performance* utili ai fini della relativa maturazione, sia di positivo andamento della situazione patrimoniale e di liquidità e le relative percentuali di erogazione.

Su questa base, i meccanismi di *malus* introdotti nel contratto con il dirigente apicale possono prevedere un aggiustamento al ribasso della retribuzione derivante dai *bonus* erogati su un arco pluriennale nel caso in cui si registri una *performance* negativa o comunque inferiore ai risultati attesi.

Le clausole di *clawback*, invece, lungi dal limitarsi alla previsione di limiti proporzionali all'erogazione della retribuzione variabile, dispongono che al verificarsi di determinate condizioni vi sia l'obbligo di restituzione dell'intera componente variabile.

Si tratta di speciali clausole che, dunque, trovano applicazione sia per i pagamenti *up-front* in favore del personale dirigenziale che per quelli soggetti a clausole di differimento, dopo che il *bonus* sia stato percepito dal beneficiario. Condizione per l'operatività delle clausole è, tuttavia, la circostanza che il dirigente coinvolto abbia determinato o concorso a determinare situazioni da cui sia derivata una perdita significativa per la banca, violazioni degli obblighi imposti ai sensi dell'art. 26 del T.U. bancario in tema di requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza degli esponenti aziendali o degli obblighi in materia di

²⁶⁹ In virtù di tale previsione, la Banca d'Italia dispone ad esempio che siano previste delle esenzioni per le banche di dimensioni minori e di minore complessità organizzativa.

remunerazione e incentivazione, oppure pregiudizi all'integrità patrimoniale, alla redditività o alla reputazione della banca in presenza di dolo o colpa grave.

Inoltre, il ricorso alle clausole di *clawback* è consentito con riferimento alla restituzione non solo della retribuzione variabile ma anche dei compensi pattuiti per il personale più rilevante nell'ambito di operazioni straordinarie, quali le fusioni societarie, nonché nell'ambito di processi di ristrutturazione aziendale per la cessazione del rapporto di lavoro, a fronte di comportamenti fraudolenti o di colpa grave a danno dell'istituto.

È interessante evidenziare che di recente anche la *European banking authority* è intervenuta in tema di politiche retributive e incentivanti del personale rilevante del settore bancario, introducendo delle significative novità anche sotto il profilo del differimento e della restituzione degli importi ricevuti sotto forma di retribuzione variabile²⁷⁰.

In particolare i meccanismi di correzione *ex post* quali le clausole di *malus* o di *clawback* possono riguardare fino al 100% della retribuzione variabile complessiva, indipendentemente dal metodo utilizzato per il pagamento, a condizione che ciò sia consentito dalla legge o non sia previsto diversamente dal contratto²⁷¹.

²⁷⁰ EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Orientamenti per sane politiche di remunerazione ai sensi della direttiva 2013/36/UE*, 2021, reperibile su <http://eba.europa.eu>.

²⁷¹ Già nel 2015 le precedenti Linee Guida EBA avevano innovato le previsioni della circolare della Banca d'Italia del 2013 nella misura in cui, in tema di *malus* e di *clawback*, prevedevano che tali meccanismi operassero anche nel caso in cui il beneficiario avesse commesso seri errori e qualora la banca o la *business unit* del beneficiario, a prescindere dalla sua condotta, avesse sofferto una perdita significativa o un considerevole fallimento delle funzioni di *risk management*. Le Linee Guida innovavano dunque le precedenti disposizioni introducendo ipotesi di operatività dei meccanismi di *malus* e di *clawback* riconducibili a condotte del beneficiario oppure ad elementi rilevanti anche sotto il profilo oggettivo, e non più dunque solo soggettivo di operatività.

Ovviamente nel caso in cui la clausola di *clawback* venga attivata per sanzionare dei comportamenti fraudolenti, dolosi o colposi del lavoratore, le ricadute sul piano disciplinare saranno inevitabili e dunque le condotte del dirigente idonee ad attivare detti meccanismi potrebbero anche essere oggetto di un procedimento disciplinare intrapreso dal datore di lavoro in virtù del combinato disposto dell'art. 7 dello Statuto dei lavoratori e della regolamentazione in materia predisposta dalla contrattazione collettiva nazionale di settore.

È infine significativo evidenziare che anche la giurisprudenza più recente si è occupata delle clausole di *clawback* affermando che nel caso in cui manchi un'espressa previsione della clausola di *malus* o *clawback* all'interno dell'accordo transattivo non è sufficiente il richiamo *per relationem* alla circolare della Banca di Italia e alle politiche retributive adottate dall'istituto creditizio, ma occorre che le clausole siano necessariamente determinate tramite una specifica pattuizione all'interno della transazione che tenga conto dei parametri oggettivi di *performance*, rischi e condizioni patrimoniali.

Diversamente, la transazione deve ritenersi nulla ai sensi dell'art. 53, comma 4 *sexies* del TUB, posto che la mancanza di clausole di *malus* e *clawback* esclude la possibilità di far operare un meccanismo di sostituzione automatica della clausola invalida, considerando che “un conto è riportare la pattuizione *contra legem* alla norma imperativa che non è stata rispettata (...), altra operazione è inserire *ex novo* una clausola che spettava alle parti di determinare nell'ambito della autonomia contrattuale loro concessa»²⁷².

²⁷² Così Corte App. Milano, 5 novembre 2020, n. 643, in *Riv. it. dir. lav.*, 2021, 1, II, pag. 21.

2.11 Il ruolo dell'autonomia collettiva e individuale nella risoluzione del rapporto di lavoro dirigenziale: *golden parachutes*, indennità di preavviso e indennità supplementare

La peculiarità del rapporto di lavoro del dirigente apicale inevitabilmente si riflette anche sulla disciplina della risoluzione del rapporto di lavoro che spesso trova regolamentazione, prima ancora che nelle disposizioni di legge, nelle pattuizioni di fonte collettiva e individuale in materia²⁷³.

Non è certamente questa la sede per poter analizzare approfonditamente il tema del recesso dal rapporto di lavoro del dirigente, seppur alcune precisazioni di inquadramento generale si rendano necessarie per comprendere, da un lato, il ruolo svolto dell'autonomia collettiva e individuale e, dall'altro, la disciplina delle pattuizioni individuali che frequentemente arricchiscono i contratti individuali dei dirigenti apicali²⁷⁴.

Spesso i contratti individuali del *top management*, in particolar modo nel settore bancario, prevedono infatti la corresponsione in favore del

²⁷³ Così G. SIGILLÒ MASSARA, *Incentivi all'esodo e limiti ai compensi di amministratori e dirigenti*, in G. CUTILLO – F. FONTANA (a cura di), *Manuale di executive compensation*, cit., pag. 75 e segg. ed in particolare pag. 82.

²⁷⁴ La letteratura in tema è vastissima e ci si limiterà in questa sede a richiamare, tra i contributi più recenti, le riflessioni di V. MAIO, *Problematiche inerenti al licenziamento dei dirigenti (ovvero alla ricerca della specialità perduta)*, in C. ROMEO (a cura di), *L'effettività delle tutele dei dirigenti. Trattamenti normativi, economici e previdenziali*, Pisa, 2019, pag. 19 e segg.; P. Tosi, *Il dirigente d'azienda*, in M. MARTONE (a cura di), *Contratto di lavoro e organizzazione*, in *Tratt CP*, IV, I, Padova, 2012, pag. 427 e segg.; G. PELLACANI, *Il licenziamento del dirigente. Riflessioni sulla coerenza ordinamentale di un microsistema eterotopico e prospettive di rimodulazione del paradigma protettivo*, in *Arg. dir. lav.*, 2009, pag. 994 e segg.; A. BOLLANI, *Licenziamento del dirigente e regimi di tutela*, in *Aa. Vv.*, *La dirigenza*, in *Quad. dir. lav. rel. ind.*, 2009, pag. 31 e segg.; M. MARINELLI, *Il licenziamento del dirigente*, in *DDP comm.*, Torino, 2008, pag. 560 e segg.; M. PERSIANI, *Il licenziamento del dirigente tra perdita di fiducia e inadempimento*, in *Arg. dir. lav.*, 2007, pag. 1177 e segg..

dirigente apicale di alcune indennità legate alla cessazione del rapporto che in passato sono state caratterizzate, da un lato, dall'elevatezza dei relativi importi e, dall'altro, da una scarsa trasparenza e dalla mancanza di un'adeguata connessione con i risultati aziendali.

In linea generale vige nel rapporto di lavoro dirigenziale il principio della libera recedibilità e non trovano dunque applicazione *a latere datoris*, con alcune eccezioni, le norme limitative dei licenziamenti individuali previste per gli altri lavoratori²⁷⁵.

La risoluzione del rapporto di lavoro dirigenziale resta dunque regolamentata dagli artt. 2118 e 2119 c.c. che, com'è noto, disciplinano il recesso prevedendo un obbligo di preavviso, nella misura stabilita dalla contrattazione collettiva, o la cessazione con effetto immediato del rapporto ove sussista una giusta causa, intesa come una ragione che non ne consenta neppure la prosecuzione temporanea²⁷⁶.

²⁷⁵ La regola generale soffre ovviamente delle eccezioni, quali l'obbligo di comunicazione in forma scritta *ad substantiam* del licenziamento, ma non anche dei relativi motivi, il licenziamento intimato in violazione dell'art. 2110 c.c., la violazione della procedura disciplinare *ex art. 7* dello Statuto dei Lavoratori, la disciplina del licenziamento collettivo e il diritto alla percezione, per ogni ipotesi di risoluzione del rapporto di lavoro, del trattamento di fine rapporto. Per una ricostruzione sistematica delle ipotesi elencate si rinvia a R. GALARDI, *Il dirigente d'azienda*, cit. pag. 163 e segg..

²⁷⁶ Non è in questa sede possibile richiamare tutta la letteratura che si è occupata di commentare le disposizioni indicate, seppur non ci può esimere dal richiamare tra i contributi più recenti M. FALSONE, *Le dimissioni «qualificate» del dirigente in caso di «trasferimento di fatto»*, in *Riv. it. dir. lav.* 2012, II, pag. 36; A. DONINI, *Giusta causa di dimissioni tra inadempimento datoriale e comportamento concludente del lavoratore*, in *Riv. it. dir. lav.*, 2012, II, pag. 657; A. PALLADINI, *La nuova disciplina in tema di licenziamenti*, in *Riv. it. dir. lav.* 2012, I, pag. 653; G. RICCI, *Le dimissioni del lavoratore fra spunti giurisprudenziali e novità legislative*, in *Foro it.* 2012, I, col. 2063; M. BARBERA, *Il licenziamento alla luce del diritto antidiscriminatorio*, in *Riv. giur. lav.* 2013, I, pag. 139; M. BARBIERI, *La nuova disciplina sostanziale del licenziamento individuale: prime risposte giurisprudenziali*, in *Riv. giur. lav.* 2013, II, 333; S. M. CORSO, *La nuova disciplina delle dimissioni tra libertà di forma e presunzione di non spontaneità*, in *Dir. rel. ind.* 2013, pag. 1159; G. PELLACANI (a cura di), *I licenziamenti individuali e collettivi*, Torino 2013; G. BOLEGO – L. NOGLER, *Opinioni sul licenziamento per motivi economici*, in *Giorn. dir. lav. rel. ind.* 2014, pag. 327; G. CENTAMORE, *Ancora sulle clausole del contratto collettivo di dimissioni per facta concludentia*, in *Arg. dir. lav.* 2014, pag. 169; M. CERBONE, *Accordi sindacali e ruolo del giudice nella nuova disciplina dei licenziamenti collettivi*, in *Riv. it. dir. lav.* 2014, I, pag. 419; C. CRISTOFOLINI, *Sulla legittimità del*

licenziamento del lavoratore che registra e produce in giudizio le conversazioni intrattenute con i colleghi, in *Arg. dir. lav.* 2014, pag. 783; M. FALSONE, *Risarcimento del danno in caso di licenziamento illegittimo e rifiuto della proposta di riassunzione: un discutibile revirement della cassazione*, in *Riv. it. dir. lav.* 2014, II, pag. 3; V. FERRANTE, *Licenziamento dell'ultrasessantenne in possesso dei requisiti per la pensione (art. 24, 4° comma, d.l. 201/2011): lex minus dixit quam voluit?*, in *Riv. it. dir. lav.* 2014, II, pag. 221; L. FIORILLO, *Licenziamento disciplinare e tutela reale: la rilevanza del «fatto materiale»*, in *Giur. it.* 2014, pag. 2789; E. GHERA, *Sull'ingiustificatezza aggravata del licenziamento*, in *Riv. giur. lav.* 2014, I, pag. 425; G. LUCCHETTI, *Imputabilità del licenziamento illegittimo e delle conseguenze sanzionatorie*, in *Giur. it.* 2014, pag. 2793; ID., *Requisito dimensionale in ipotesi di licenziamento ingiustificato: da fatto impeditivo a fatto costitutivo?*, in *Giur. it.* 2014, pag. 655; A. OCCHINO, *Le tutele versus il licenziamento illegittimo: una rassegna sulla giurisprudenza più recente dopo la novella dell'art. 18 dello statuto dei lavoratori*, in *Dir. rel. ind.*, 2014, pag. 764; S. ORTIS, *Licenziamento per giustificato motivo oggettivo e manifesta insussistenza del fatto*, in *Riv. it. dir. lav.* 2014, II, pag. 572; G. PENSABENE LIONTI, *Licenziamento e mobbing: profili sostanziali e processuali di un rapporto «complesso»*, in *Riv. it. dir. lav.* 2014, II, pag. 254; M. PERSIANI (a cura di), *La disciplina dei licenziamenti nel primo anno di applicazione della l. n. 92/2012*, in *Giur. it.* 2014, pagg. 194 e 436; R. PETTINELLI, *Il dirigente, il giudice e il legislatore: l'impugnazione del licenziamento tra «invalidità» e «ingiustificatezza»*, in *Riv. it. dir. lav.* 2014, II, pag. 279; C. PISANI, *«Tardività-ingiustificatezza» e «tardività-vizio procedimentale» del licenziamento disciplinare e relative sanzioni*, in *Mass. giur. lav.* 2014, pag. 289; ID., *Il «bancario pistolero»: il licenziamento per fatti extralavorativi di rilevanza penale*, in *Mass. giur. lav.* 2014, 424; F. M. PUTATURO DONATI, *La rilevanza della formazione nel licenziamento dell'apprendista*, in *Mass. giur. lav.* 2014, pag. 729; A. SARTORI, *Prospettive sistematiche per i licenziamenti collettivi dopo la l. n. 92/2012*, in *Riv. it. dir. lav.* 2014, I, pag. 467; I. SEGHEZZI, *Irrilevanza del motivo delle dimissioni e sussistenza del diritto all'indennità sostitutiva del preavviso*, in *Lav. giur.* 2014, pag. 386; P. SORDI, *Il controllo giudiziale del potere datoriale di recesso dopo la riforma dell'art. 18*, in *Rass. giur. lav. Veneto* 2014, 1, pag. 50; V. SPEZIALE, *Il licenziamento disciplinare*, in *Giorn. dir. lav. rel. ind.* 2014, pag. 327; ID., *La riforma del licenziamento individuale tra law and economics e giurisprudenza*, in *Riv. giur. lav.* 2014, I, pagg. 345 e 447; A. VALLEBONA, *L'azione di mero accertamento del datore di lavoro sulla legittimità del licenziamento: una questione semplice*, in *Mass. giur. lav.*, 2014, pag. 266; M. PERSIANI, *Giustificato motivo oggettivo di licenziamento e autorità dal punto di vista giuridico*, in *Arg. dir. lav.*, 2017, pag. 133; G. LUCCHETTI, *Licenziamento, clausola risolutiva espressa e preavviso*, in *Giur. It.* 2017, 7, pag. 1649; M. MARTONE, *Tanto tuonò che piovve: a proposito della legittimità costituzionale del Jobs Act*, in *Arg. Dir. Lav.* 2017, pag. 1039; E. DE MARCO, *Licenziamento e preavviso. Il diritto al preavviso nel licenziamento per superamento del comporta*, in *Giur. It.* 2018, 5, pag. 1167; M. MARTONE, *Calcolabilità del diritto e discrezionalità del giudice: a proposito della illegittimità costituzionale del "Jobs Act"*, in *Arg. Dir. Lav.*, 2018, pag. 1518; F. LUNARDON, *Impugnativa del licenziamento e regime delle nullità - Licenziamento, regime delle nullità e processo del lavoro*, in *Giur. It.* 2019, 10, pag. 2199; M. PERSIANI, *Confessioni di un giuslavorista nonagenario sui limiti al potere di licenziamento*, in *Arg. dir. lav.* 2021, pag. 1113.

La ragione di tale differenziazione risiede, come insegnato dalla giurisprudenza costituzionale, nella circostanza che “il rapporto di lavoro dei dirigenti presenta caratteristiche ed offre garanzie per cui ben può essere considerato come speciale; e proprio tali caratteristiche e garanzie sono le note differenziali nei confronti dell’ordinario rapporto di lavoro subordinato”²⁷⁷.

Secondo il costante orientamento della giurisprudenza la nozione di giustificatazza del licenziamento, che rileva ai fini del riconoscimento del diritto alla indennità supplementare spettante al dirigente in base alla contrattazione collettiva, non coincide a ben vedere con quelle di giusta causa o giustificato motivo del licenziamento del lavoratore subordinato, ma è molto più ampia, e si estende sino a comprendere qualsiasi motivo di recesso che ne escluda l’arbitrarietà, con i limiti del rispetto dei principi di correttezza e buona fede nell’esecuzione del contratto, e del divieto del licenziamento discriminatorio²⁷⁸.

Da tempo tuttavia l’autonomia collettiva in tema di rapporto di lavoro dirigenziale ha elaborato una congerie di previsioni che subordinano la legittimità del recesso alla “giustificatazza” dello stesso, ed alla possibilità di ricorso anche ad un collegio di conciliazione ed arbitrato per la verifica circa la non arbitrarietà delle ragioni addotte e l’eventuale condanna del datore di lavoro alla corresponsione di una indennità

²⁷⁷ Corte Cost., 6 luglio 1972, n. 121 in *Giur. cost.*, 1972, I, pag. 1296.

²⁷⁸ Il profilo della mancanza di giustificatazza è distinto e più ampio rispetto a quello della mancanza di giusta causa o giustificato motivo, soggettivo od oggettivo, spettando al dirigente nel primo dei due casi un’indennità per il mancato preavviso. In dottrina si veda di recente G. PELLACANI, *Il licenziamento del dirigente. riflessioni sulla coerenza ordinamentale di un microsistema eterotopico e prospettive di rimodulazione del paradigma protettivo*, cit., pag. 994. In giurisprudenza si richiama tra le più recenti Corte App., Milano, 20 luglio 2021, n.871; Trib. Cremona, 11 giugno 2020, n. 51; Cass., 13 gennaio 2020, n. 396, tutte reperibili su *Dejure*. Con particolare riferimento ai termini di decadenza per l’impugnativa giudiziale e stragiudiziale del licenziamento del dirigente si veda da ultimo Cass. 13 gennaio 2020, n. 395 in *Dir. rel. ind.*, 2020, 2, pag. 526.

supplementare che ristori il dirigente dell'illegittimità del licenziamento²⁷⁹.

Pertanto, una prima peculiarità è sicuramente rinvenibile nella circostanza che l'assenza di giustificatezza del licenziamento del dirigente determina l'attivazione di una tutela pattizia, prevista a livello contrattuale collettivo, a fronte dell'insussistenza o la pretestuosità delle motivazioni poste a base del recesso.

La particolarità della giustificatezza si spiega peraltro con il carattere intenso del rapporto fiduciario che si instaura tra datore di lavoro e dirigente, che implica che rapporto di lavoro possa venire meno anche in situazioni in cui il datore di lavoro semplicemente non intenda più fare affidamento sul dirigente²⁸⁰.

Qualora il fatto posto alla base del licenziamento del dirigente abbia rilevanza disciplinare, la nozione di giustificatezza comporta allora che possa rilevare qualsiasi motivo addotto a base del recesso, purché apprezzabile sul piano del diritto, e dunque anche la semplice inadeguatezza del dirigente rispetto ad aspettative riconoscibili *ex ante* o il suo discostamento rispetto alle linee guida dettate dal datore di lavoro o ancora un comportamento extra-lavorativo che incida sull'immagine dell'azienda possono comportare la rottura del rapporto fiduciario e giustificare del licenziamento²⁸¹.

La dottrina ha rinvenuto nell'indennità in commento la natura di penale, che non incide dunque sull'effetto estintivo del licenziamento, pur se ingiustificato, con la conseguenza che in tale evenienza è consentito al

²⁷⁹ Resta esclusa per il dirigente la possibilità di ricostituire il pregresso rapporto di lavoro, pur a fronte di un licenziamento intimato illegittimamente, ad eccezione di quelli discriminatori o per motivi illeciti, sanzionati ai sensi dell'art. 18, co. 1, 2 e 3 della L. n. 300 del 1970 con la tutela reintegratoria.

²⁸⁰ È significativo notare che la maggior parte dei contratti individuali aumenta l'importo dell'indennità in ragione dell'età del dirigente, in considerazione delle maggiori difficoltà nel rinvenire una nuova occupazione con il progredire dell'età.

²⁸¹ Così Cass., 16 luglio 2013, n. 17362 in *Dir. gius.*, 2013; Cass., 11 marzo 2013, n. 5962 in *Dir. gius.*, 2013; Cass., 8 ottobre, 2012, n. 17086 in *Dir. gius.*, 2012.

datore di lavoro, a differenza che per gli altri lavoratori, di addurre fatti idonei a dimostrare che il danno subito dal dirigente sia inferiore a quanto eventualmente stabilito dal collegio, non essendo ammessa la detraibilità dell'*aliunde perceptum* o *perciendum*²⁸².

Accanto alle previsioni della contrattazione collettiva, anche i contratti individuali di frequente contengono disposizioni migliorative rispetto quelle previste dall'autonomia collettiva per attrarre e mantenere all'interno della compagine aziendale i *top manager* più capaci ma anche per tutelare l'organizzazione produttiva nell'ipotesi della cessazione del rapporto di lavoro²⁸³.

Così anche in tema di risoluzione del rapporto di lavoro, si è spesso previsto che, anche nelle ipotesi di cessazione del rapporto lavorativo per dimissioni e in quelle in cui sia prevista una durata minima, il dirigente abbia diritto non solo al preavviso previsto dalla contrattazione collettiva ed alla eventuale indennità supplementare, nella misura massima, ma anche ad un ulteriore periodo di preavviso, il quale può essere sostituito con un'indennità commisurata all'importo

²⁸² Così A. VALLEBONA, *L'indennità supplementare non è reddito imponibile*, in *Mass. giur. lav.*, 2009, pag. 814 e G. SIGILLÒ MASSARA, *Politiche di remunerazione e severance payment nel settore bancario: disciplina limitativa e profili di costituzionalità*, cit., pag. 165, il quale peraltro specifica che tra gli elementi variabili della retribuzione una specifica rilevanza assumono i piani di incentivazione a lungo termine nonché le *stock options*. Ritiene infatti l'A. che anche tali importi costituiscano parte della retribuzione variabile, trattandosi di attribuzioni connesse allo svolgimento del rapporto di lavoro ed alla particolare posizione del soggetto beneficiario e che, dunque, gli stessi sarebbero computabili in sede di determinazione dell'indennità di mancato preavviso e di quella supplementare, trattandosi di benefici che trovano la loro ragion d'essere nello svolgimento dell'attività lavorativa in una prospettiva di incentivazione della classe dirigenziale all'effettivo conseguimento degli obiettivi aziendali.

²⁸³ Non è infatti raro che i contratti individuali del personale dirigente prevedano delle clausole di stabilità, che precludono il recesso dal contratto prima del decoro di un determinato di tempo negoziato tra le parti. In dottrina sul tema si richiama l'insegnamento di M. DELL'OLIO, *La stabilità convenzionale*, in *Arg. dir. lav.*, 1998, pag. 181 e segg.

della retribuzione che gli sarebbe spettata per il medesimo periodo²⁸⁴. Pertanto, ferma restando la possibilità per le parti di risolvere consensualmente o per giusta causa il rapporto, qualunque ipotesi di risoluzione precedente allo spirare del termine di durata minima apposto al contratto vincola la parte inadempiente a rifondere il danno creato con il suo comportamento antiggiuridico. Un danno il cui importo è tendenzialmente individuato dalle parti in misura forfettizzata, al fine di creare un vero e proprio “paracadute” per l’ipotesi di recesso anticipato dal contratto di lavoro.

Si tratta a ben vedere di compensi differiti la cui entità e, in alcuni casi, il cui utilizzo distorto ha inevitabilmente imposto una regolamentazione del fenomeno nel settore bancario, in cui il ricorso a tali strumenti era particolarmente frequente.

Così, come anticipato, la circolare della Banca d’Italia n. 283 del 2015 ha disposto che le pattuizioni legate alla conclusione anticipata del rapporto di lavoro o alla cessazione anticipata dalla carica possono prevedere in favore del personale più rilevante il riconoscimento di pagamenti o altri benefici (noti sotto il nome di c.d. *golden parachute*) a condizione che siano giustificati e adeguatamente collegati alla *performance*, al netto dei rischi assunti dall’istituto, e ai comportamenti individuali, nonché ai livelli patrimoniali e di liquidità della banca.

Si tratta peraltro, come accennato esaminando la disciplina speciale delle politiche retributive nel settore bancario, di somme sono incluse nel calcolo del limite al rapporto tra componente variabile e fissa, ad eccezione degli importi pattuiti in virtù di un patto di non concorrenza

²⁸⁴ Sulla riconducibilità dell’indennità sostitutiva del preavviso di licenziamento nei contratti individuali dei dirigenti alla retribuzione-corrispettivo si rinvia a L. NOGLER, *Sub art. 2121*, in M. GRANDI – G. PERA, *Commentario breve alle leggi sul lavoro*, Padova, 2009.

o in un accordo di composizione di una controversia attuale o potenziale tra la banca ed il singolo²⁸⁵.

Sembra in conclusione che la configurazione dell'indennità sostitutiva del preavviso nei contratti individuali del *top management* del settore bancario risponde in definitiva all'esigenza di "tranquillizzare" il *top manager* per tutte le volte in cui siano modifiche dell'assetto bancario che inevitabilmente si riflettano sul rapporto di lavoro, sino a determinarne, in alcuni casi, la risoluzione²⁸⁶.

²⁸⁵ Più in generale, sul tema del *severance payment* nel settore bancario si veda G. SIGILLÒ MASSARA, *Politiche di remunerazione e "severance payment" nel settore bancario: disciplina limitativa e profili di costituzionalità*, cit., pag. 161 e segg., il quale rileva che dal combinato disposto degli artt. 53, comma 1, lett. d) e 53, comma 4 sexies, del TUB emerge, in ipotesi di difformità delle pattuizioni contrattuali rispetto a quanto previsto dalle disposizioni della Banca d'Italia, "una forma di nullità per contrarietà a norme imperative, in ossequio a quanto disposto dall'art. 1418 c.c., in relazione alla circostanza che il potere della Banca d'Italia di dettare la suddetta disciplina imperativa trova il suo fondamento, dal 2011, in una norma di legge, cioè nell'art. 53, comma 1, lett. d), d.lgs. n. 385/1993". In senso conforme si veda anche R. LENER – L. CAPONE – G. GAUDIO, *Il 25° aggiornamento delle disposizioni di vigilanza di Banca d'Italia in materia di politiche e prassi di remunerazione e incentivazione nel settore bancario*, reperibile su <http://www.dirittobancario.it>.

²⁸⁶ Così L. NOGLER, *La direttiva "CRD III" e i "paracadute d'oro"*, cit., pag. 146, il quale peraltro sottolinea che l'espressione "risoluzione anticipata", poiché supporrebbe la sussistenza di un contratto con termine finale, deve essere intesa usata in senso atecnico dal legislatore per indicare genericamente il momento anteriore rispetto a quello in cui le parti fanno cessare il rapporto di lavoro.

CAPITOLO III

PRINCIPIO DI SOSTENIBILITÀ E INDICI ESG NELLE POLITICHE RETRIBUTIVE DEL *TOP MANAGEMENT*

SOMMARIO: 3.1 *Doing well by doing good*. La sostenibilità come diritto delle generazioni future nel contest post pandemico – 3.2 I *Sustainable Development Goals* dell’Agenda 2030 delle Nazioni Unite – 3.3 Le dimensioni del principio di sostenibilità: gli indici ESG e la *disclosure* societaria delle informazioni non finanziarie – 3.4 Verso l’armonizzazione delle metriche ESG: transizione digitale, ambientale e sociale – 3.5 L’indice di sostenibilità sociale nella definizione e valutazione delle politiche retributive del *top management* – 3.6 Sostenibilità, solidarietà e tutela degli *stakeholders* nella prospettiva intragenerazionale e intergenerazionale

3.1 *Doing well by doing good*. La sostenibilità come diritto delle generazioni future nel contest post pandemico

Nel contesto economico, sociale ed economico successivo all’emergenza del Covid-19 è elevata la probabilità che sarà necessario implementare l’adozione di politiche retributive e incentivanti orientate ai valori di sostenibilità sociale e ambientale che siano in grado di creare valore nel lungo termine, così come per contrastare gli effetti perversi dello *short termism* che avevano portato alla crisi economica è stato necessario intervenire sui sofisticati piani di *compensation* del *top management*.

La nozione di sostenibilità, nelle innumerevoli interpretazioni che ne sono state offerte, sembra riconducibile all’aspirazione di soddisfare le

esigenze delle generazioni presenti preservando i bisogni di quelle future²⁸⁷.

Seppur il principio abbia da tempo rappresentato argomento di confronto sul piano politico, economico e sociologico, si sta ultimamente assistendo alla progressiva “giuridicizzazione” della sostenibilità, giungendo a sollecitare più attente riflessioni anche nella dimensione propria della categoria giuridica²⁸⁸. Da una prospettiva di stampo prevalentemente ambientale, la sostenibilità ha così iniziato a riguardare ambiti nuovi e più ampi, fino ad interessare perfino l’organizzazione sociale ed economica della collettività²⁸⁹.

Il diritto internazionale e comunitario si sono a ben vedere occupati già da tempo del principio di sostenibilità.

Basti al riguardo pensare che il primo documento internazionale in cui compare il principio di sostenibilità è il celebre Rapporto Brundtland, secondo cui “*sustainable development seeks to meet the needs and aspirations of the present without compromising the ability to meet those of the future*”²⁹⁰. E, seppur in forma embrionale, un cenno al dovere di trasmettere anche alle generazioni future il patrimonio

²⁸⁷ Secondo G. ALPA, *Responsabilità degli amministratori di società e principio di “sostenibilità”*, in *Contratto e impresa*, 2021, 3, pag. 721 e segg. il termine “sostenibile” è oramai entrato nel lessico giuridico per esprimere la possibilità – o la necessità – di quanto predicato nel verbo “sostenere” e rappresenta dunque al contempo un percorso e un criterio di giudizio.

²⁸⁸ Sulla progressiva giuridicizzazione del principio di sostenibilità si veda D. PORENA, *Il principio di sostenibilità. Contributo allo studio di un programma costituzionale di solidarietà intergenerazionale*, cit., pag. 1.

²⁸⁹ Sul pieno consolidamento del principio di sostenibilità nell’ambito ambientale si veda R. BIFULCO, *Diritto e generazioni future. Problemi giuridici della responsabilità intergenerazionale*, Milano, 2008, pag. 109 e segg. e, ancora prima, B. CARAVITA, *Diritto dell’ambiente*, Bologna, 2005; V. PEPE, *Lo sviluppo sostenibile tra governo dell’economia e profili costituzionali*, Piacenza, 2002; F. SALVIA, *Ambiente e sviluppo sostenibile*, in *Riv. giur. amb.*, 1998, pag. 235 e segg..

²⁹⁰ WORLD COMMISSION ON ENVIRONMENT AND DEVELOPMENT, *Report 1987*, par. 49, che prosegue specificando che “(...) *Far from requiring the cessation of economic growth, it recognizes that the problems of poverty and underdevelopment cannot be solved unless we have a new era of growth in which developing countries play a large role and reap large benefits*”.

naturale già era stato enucleato nella Convenzione Unesco del 1972 sulla tutela del patrimonio mondiale naturale e culturale.

Nel panorama europeo poi l'art. 2 TCE già prevedeva che tra I compiti della Comunità europea rientri anche quello di promuovere uno sviluppo armonioso, equilibrato e sostenibile delle attività economiche²⁹¹.

Anche nel nostro ordinamento giuridico il principio ha trovato di recente inserimento negli artt. 81 e 97 della Costituzione, seppur in relazione al debito pubblico²⁹².

²⁹¹ Così l'art. 2 TCE, così come modificato dal Trattato di Amsterdam. Con specifico riferimento alla tutela del paesaggio, nel 2004 la Convenzione europea del paesaggio sottoscritta a Firenze nel 2004 evidenzia la necessità di misure ed interventi volti ad orientare le trasformazioni ambientali dovute a processi di sviluppo economici e sociali in un "prospettiva di sviluppo sostenibile". In dottrina si veda D. SORACE, *Paesaggio e paesaggi della Convenzione europea*, in G. F. CARTEI (a cura di), *Convenzione europea del paesaggio e governo del territorio*, Bologna, 2008. Più in generale si vedano M. CAFAGNO, *Principi e strumenti di tutela dell'ambiente*, Torino, 2007 nonché P. DELL'ANNO, *Principi del diritto ambientale europeo e nazionale*, Milano, 2004.

²⁹² La L. cost. n. 1 del 2012 ha modificato infatti gli artt. 81 e 97 della Carta costituzionale, prevedendo all'art. 81 che "lo Stato assicura l'equilibrio tra le entrate e le spese del proprio bilancio, tenendo conto delle fasi avverse e delle fasi favorevoli del ciclo economico. Il ricorso all'indebitamento è consentito solo al fine di considerare gli effetti del ciclo economico e, previa autorizzazione delle Camere adottata a maggioranza assoluta dei rispettivi componenti, al verificarsi di eventi eccezionali. Ogni legge che importi nuovi o maggiori oneri provvede ai mezzi per farvi fronte. Le Camere ogni anno approvano con legge il bilancio e il rendiconto consuntivo presentati dal Governo. L'esercizio provvisorio del bilancio non può essere concesso se non per legge e per periodi non superiori complessivamente a quattro mesi. Il contenuto della legge di bilancio, le norme fondamentali e i criteri volti ad assicurare l'equilibrio tra le entrate e le spese dei bilanci e la sostenibilità del debito del complesso delle pubbliche amministrazioni sono stabiliti con legge approvata a maggioranza assoluta dei componenti di ciascuna Camera, nel rispetto dei principi definiti con legge costituzionale"; ai sensi del primo comma dell'art. 97 invece "le pubbliche amministrazioni, in coerenza con l'ordinamento dell'Unione europea, assicurano l'equilibrio dei bilanci e la sostenibilità del debito pubblico". In dottrina, *ex multis*, si richiamano le riflessioni di R. BIFULCO, *Jefferson, Madison e il momento costituzionale dell'Unione. A proposito della riforma costituzionale sull'equilibrio di bilancio*, in *Rivista AIC* (reperibile su <http://rivistaaic.it>), 2012, 2; M. PASSALACQUA, *"Pareggio" di bilancio contro intervento pubblico nel nuovo art. 81 della Costituzione*, reperibile su <http://amministrazioneincammino.luiss.it>, 12 maggio 2012, pag. 4 e segg., che dà conto, peraltro, anche dei tentativi e proposte di riforma precedenti alla crisi economica; M. LUCIANI, *Costituzione, bilancio, diritti e doveri dei cittadini*, in *Scritti in onore di Antonio D'Atena*, Milano, 2015, pag. 1673 e segg. In giurisprudenza, nel 2014 con la nota sentenza n. 88, la Corte costituzionale ha

E la “codificazione” della sostenibilità all’interno del nostro ordinamento è stata poi confermata da una pluralità di fonti, tra cui l’art. 3 *quater* del D. Lgs. n. 152 del 2006 secondo cui “ogni attività umana giuridicamente rilevante ai sensi del presente codice deve conformarsi al principio dello sviluppo sostenibile”²⁹³.

Oggi, sebbene il principio di sostenibilità si sia sviluppato principalmente nell’elaborazione giuridica concernete l’ambiente e lo sviluppo economico, numerose sono le criticità collegate alla sostenibilità che devono ancora trovare collocazione nel nostro ordinamento giuridico²⁹⁴.

Occorre innanzitutto chiedersi non solo come proteggere le generazioni future, ma soprattutto cosa proteggere per i posteri. È infatti innegabile che il principio dello sviluppo sostenibile debba essere letto in una duplice prospettiva, inter-generazionale ed intra-generazionale, poiché mira a soddisfare differenti generazioni di individui nell’ottica di preservare i bisogni e i diritti delle comunità future, ma i termini della sua giuridicizzazione sono ancora in via di definizione²⁹⁵.

Certo nel nostro ordinamento giuridico in tutti i principali ambiti in cui sono strutturati i pubblici poteri è sottesa una prospettiva di durata²⁹⁶,

chiarito che il principio della sostenibilità del debito pubblico implica “*una responsabilità che, in attuazione di quelli fondanti di solidarietà e di eguaglianza, non è solo delle istituzioni ma anche di ciascun cittadino nei confronti degli altri, ivi compresi quelli delle generazioni future*”. Si veda Corte Cost., 10 aprile 2014, n. 88 in *Foro it.*, 2015, 2, I, col. 401 con nota di D’AURIA.

²⁹³ In precedenza, inoltre, l’art. 16 della legge n. 328 del 2000 aveva previsto che “i livelli essenziali delle prestazioni sociali erogabili nel territorio nazionale (...) tengono conto dell’esigenza di favorire le relazioni, la corresponsabilità e la solidarietà fra generazioni”.

²⁹⁴ Sul punto si richiama P. DELL’ANNO, *Principi del diritto ambientale europeo e nazionale*, cit. e M. GESTRI, *Ambiente (dir. int.)*, voce, in S. CASSESE (diretto da), *Diz. Dir. pubbl.*, I, Milano, 2006, pag. 220 e segg..

²⁹⁵ Per alcune condivisibili considerazioni circa il principio di sostenibilità sul piano della teoria generale, della teoria della giustizia e del pensiero giuridico-filosofico si veda D. PORENA, *Il principio di sostenibilità*, cit., pag. 9 e segg..

²⁹⁶ Sulla “pretesa di durata” di ogni costituzione di veda da O. KIKCHHEIMER, *Costituzione senza sovrano. Saggi di teoria politica e costituzionale*, Bari, 1982, pag. 31 e segg..

una dimensione proiettata al futuro, come avviene nell'organizzazione del *welfare*, ed in particolare nella strutturazione dei sistemi sanitario e previdenziale²⁹⁷, ma non solo²⁹⁸.

E in un contesto in cui si era già iniziato a registrare un crescente interesse verso i temi della sostenibilità, l'emergenza epidemiologica del Covid-19 è intervenuta svelando tutti i rischi strutturali, sociali e ambientali del vecchio modo di produrre e reso evidente l'importanza di orientare sempre maggiormente l'azione degli attori del sistema economico e giuridico al perseguimento dei valori di sviluppo e successo sostenibile.

3.2 I Sustainable Development Goals dell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite

La crescente disuguaglianza mondiale, il disagio e la povertà di numerosi lavoratori nel mondo, gli scandali finanziari e i disastri ambientali dell'attività d'impresa, il cambiamento climatico e la delocalizzazione della produzione, rappresentano le conseguenze del

²⁹⁷ La letteratura giuridica si è a più riprese occupata del tema della sostenibilità del sistema previdenziale, seppur in questa sede ci si limiterà a richiamare su tutti gli insegnamenti più recenti di M. PERSIANI, *Diritti a pensione, diritti quesiti, diritti tiranni*, in *Arg. dir. lav.*, 2019, 1, 1, pag. 1 e segg.; ID., *Ancora un tentativo non riuscito di individuare il principio costituzionale di sistema in materia previdenziale*, in *Giorn. dir. lav. rel. ind.*, 2018, 157, pag. 169 e segg.; ID., *Ancora sull'esigenza di una solidarietà previdenziale* in *Arg. dir. lav.*, 2016, 3, 1, pag. 552 e segg.; ID., *Ancora incertezze su adeguatezza e proporzionalità delle prestazioni pensionistiche*, in *Giur. it.*, 2015, 5, pag. 1183 e segg.; ID., *Crisi economica e crisi del "Welfare State"*, in *Giorn. dir. lav. rel. ind.*, 2013, 140, pag. 641 e segg..

²⁹⁸ La medesima proiezione di durata si può rinvenire a titolo esemplificativo negli interventi a protezione dell'ambiente, nella strutturazione dei conti pubblici e della gestione delle esposizioni finanziarie delle amministrazioni nonché nella disciplina dei mercati. Per un approfondimento su questi settori si veda D. PORENA, *Il principio di sostenibilità*, cit., pag. 12 e segg..

difetto di eticità, verso le persone e verso l'ambiente, che ha tradizionalmente caratterizzato i modelli di produzione tradizionali.

È invece di tutta evidenza che soprattutto oggi, all'indomani della più grande pandemia dei tempi recenti successo economico e progresso sociale dell'impresa rappresentino due aspetti inscindibilmente connessi, che impongono un ripensamento dell'organizzazione del lavoro e della produzione che, consentendo di rilevare e misurare nel lungo periodo i comportamenti virtuosi e le responsabilità, si allinei ai *Sustainable Development Goals* proclamati dall'Organizzazione delle Nazioni Unite nell'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile²⁹⁹.

È infatti fondamentale che, nel contesto post pandemico, la sostenibilità d'impresa inizi ad integrarsi con la dimensione ambientale e quella etico-sociale nel perseguimento delle esigenze di sviluppo economico imprenditoriali³⁰⁰.

Com'è noto, le Carte internazionali sui diritti fondamentali già da tempo riconoscono l'importanza dei temi della sostenibilità e della preservazione degli interessi delle future generazioni³⁰¹.

²⁹⁹ I principi delle Nazioni Unite per lo sviluppo sostenibile ricompresi nell'Agenda 2030 sono reperibili su <https://sdgs.un.org/goals>.

³⁰⁰ F. PERRINI, *Sostenibilità*, cit., pag. 10 e segg..

³⁰¹ Il diritto internazionale ha rappresentato la cornice normativa nella quale il principio della sostenibilità ha infatti trovato riconoscimento. Sul punto si rinvia a M. POLITI, *Tutela dell'ambiente e «sviluppo sostenibile». Profili e prospettive di evoluzione nel diritto internazionale alla luce della Conferenza di Rio de Janeiro*, in *Scritti in memoria di P. Barile*, Padova, 1995, pag. 447 e segg. nonché a F. SALVIA, *Ambiente e sviluppo sostenibile*, cit. pag. 235 e segg.. Con riferimento alle Carte internazionali, si richiamano i Preamboli della Convenzione per la protezione dei diritti dell'uomo e della dignità dell'essere umano rispetto all'utilizzazione della biologia e della medicina sottoscritta a Oviedo il 4 aprile 1997; il Preambolo della Dichiarazione sulle responsabilità delle generazioni presenti rispetto a quelle future adottata dall'Unesco il 12 novembre 1997; il Preambolo della Dichiarazione sui principi direttivi sullo sviluppo sostenibile approvata dal Consiglio europeo a Bruxelles il 16-17 giugno 2005. Tra le convenzioni internazionali, principalmente legate alla tutela ambientale, che a partire dagli anni '70 del secolo scorso hanno introdotto il tema della necessaria tutela delle risorse naturali globali con la finalità di garantire la fruizione da parte delle generazioni future si richiamano la Convenzione di Stoccolma del 1972, la Convenzione di Rio de Janeiro del 1992, la Convenzione di

Lo stesso rapporto Brundtland si concentra su quelli che individua come punti critici e problemi globali dell'ambiente, collegati principalmente a due fenomeni: da un lato, la grande povertà del sud del mondo e, dall'altro, i modelli di produzione e di consumo non sostenibili del nord del mondo. Di qui nasce l'esigenza evidenziata nel rapporto di attuare una strategia, nota sotto il nome di *sustainable development*, in grado di coniugare le esigenze dello sviluppo a quelle di protezione dell'ambiente e delle generazioni future³⁰².

Più di recente, tuttavia, il venire meno della fiducia in una crescita economica senza limiti ha sensibilizzato i principali attori internazionali non più solamente con riferimento ai temi della protezione ambientale, ma anche a quelli legati allo sviluppo delle comunità e delle persone che creano la rete sociale entro cui l'impresa opera.

Il coinvolgimento e la protezione dei portatori di interesse, gli *stakeholders*, nel disegno complessivo della strategia d'impresa rappresenta dunque oggi il passaggio fondamentale per far sì che il successo conseguito in termini di profitto economico sia anche sostenibile e duraturo.

A tal fine nel 2015 l'ONU ha presentato la c.d. Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile, articolata in 17 obiettivi per promuovere il futuro sviluppo nell'ottica della sostenibilità (i c.d. *Sustainable Development Goals – SDGs*), suddivisi a loro volta in 169 *targets*³⁰³.

Helsinki del 1992, la Convenzione quadro Onu sui cambiamenti climatici di New York del 1992.

³⁰² Sul Rapporto Brundtland si veda *supra*, Introduzione del presente lavoro. Nel Rapporto, come anticipato, lo sviluppo sostenibile viene inteso come un criterio di riferimento da utilizzare per promuovere un corretto bilanciamento dei contrapposti interessi socio-economici legati allo sviluppo umano con le esigenze di protezione ambientale e preservazione delle risorse naturali in un'ottica temporale di lungo periodo.

³⁰³ Sulla natura giuridica di tali obiettivi si rinvia a R. PAVONI, D. PISELLI, *The Sustainable Development Goals and International Environmental Law: Normative Value and Challenges for Implementation*, in *Veredas do Direito*, 2016, n.26, pag. 35 e segg..

Si tratta, nello specifico, di un programma d'azione per le persone, il pianeta e la prosperità, sottoscritto nel settembre 2015 dai governi dei 193 Paesi membri dell'ONU, volto ad individuare gli interventi che ogni Paese deve porre in essere per realizzare uno sviluppo sostenibile nel lungo periodo. Nel medesimo anno, con la ratifica dell'accordo di Parigi sui cambiamenti climatici, i principali governi poi hanno delineato le basi per un futuro più sostenibile e affermato l'impegno a monitorare il contenimento dell'aumento medio della temperatura globale nel lungo termine (entro i due gradi centigradi rispetto ai livelli pre-industriali)³⁰⁴.

L'Agenda 2030 è in vigore dal 1° gennaio 2016 e ha sostituito i precedenti Obiettivi di Sviluppo del Millennio (*Millennium Development Goals* – MDG) che avevano orientato l'azione internazionale di supporto allo sviluppo nel periodo 2000-2015.

I 17 SDGs si articolano in base alle c.d. “5 P”: persone, prosperità, pace, *partnership*, pianeta³⁰⁵.

Innanzitutto, pur mantenendo l'eliminazione della povertà come una delle priorità dell'agenda mondiale, i SDGs si indirizzano a tutti i Paesi della comunità internazionale, senza distinzione tra Paesi più o meno

³⁰⁴ L'Accordo di Parigi è un trattato internazionale legalmente vincolante sui cambiamenti climatici, entrato in vigore il 4 novembre 2016. Obiettivo del trattato è quello di limitare il riscaldamento globale a meno di 2 gradi Celsius rispetto ai livelli pre-industriali. A tal fine, le parti dell'accordo di Parigi si sono impegnate a raggiungere il picco globale delle emissioni di gas serra il più presto possibile per ridurre i tempi verso la realizzazione della neutralità climatica mondiale entro la metà del secolo. Com'è noto, si tratta di un accordo particolarmente significativo perché, per la prima volta, vincola le nazioni all'ambizioso obiettivo di contrastare il cambiamento climatico rafforzando la capacità di ciascun Paese di affrontare gli impatti dei cambiamenti climatici e sostenendoli nei loro sforzi.

³⁰⁵ Persone nel senso di eliminare fame e povertà in tutte le forme e garantire dignità ed uguaglianza; prosperità al fine di garantire vite prospere e piene in armonia con la natura; pace per promuovere società pacifiche, giuste e inclusive; *partnership* per implementare l'Agenda attraverso una solida *partnership*; pianeta al fine di proteggere le risorse naturali e il clima del pianeta per le generazioni future. In particolare, sono riconducibili ai temi giuslavoristici i SDGs n. 1 (contrasto alla povertà), 3 (salute e benessere), 4 (educazione e formazione), 5 (parità di genere), 8 (*decent work* e crescita economica) e 10 (riduzione delle disuguaglianze).

sviluppati, in ciò innovando rispetto al precedente programma di sviluppo delle Nazioni Unite³⁰⁶.

In secondo luogo, richiedono che il perseguimento del macro-obiettivo dello sviluppo sostenibile ispirato dall'Agenda 2030 venga declinato nel contesto nazionale dei singoli Paesi, i quali sono tenuti ad adottare ed implementare specifiche strategie e piani nazionali in attuazione dell'Agenda stessa, con il pieno coinvolgimento di tutti gli *stakeholder* interessati³⁰⁷.

Circa il valore giuridico da riconoscere ai SDGs la dottrina è divisa tra chi sostiene che costituiscano una mera dichiarazione politica, non raggiungendo neppure un minimo grado di “*formal legality*” e non mirando a regolare i comportamenti degli Stati in assenza di norme vincolanti di diritto internazionale³⁰⁸, chi invece li riconduce nell'alveo delle disposizioni di *soft law*, seppur prive di obiettivi vincolanti³⁰⁹, secondo alcuni peraltro di natura politica³¹⁰.

L'adozione a livello globale dell'accordo sui *Sustainable Development Goals* delle Nazioni Unite del 2015 e dell'accordo di Parigi del 2016 sui cambiamenti climatici hanno dato un importante impulso politico alla transizione mondiale verso un'economia sostenibile nel lungo

³⁰⁶ Si tratta di un approccio tuttavia temperato dal richiamo contenuto nell'Agenda 2030 al Principio 7 della Dichiarazione di Rio, vale a dire il principio delle responsabilità comuni ma differenziate, che introduce un certo elemento di flessibilità nell'applicabilità generalizzata degli SDGs a tutti i Paesi.

³⁰⁷ A tal riguardo è appena il caso di rilevare che nel nostro ordinamento è stata adottata in attuazione dell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite la “Strategia Nazionale per lo Sviluppo Sostenibile”, elaborata dal Ministero dell'Ambiente e della Tutela del Territorio e del Mare nell'ottobre 2017, adottata dal CIPE il 22 dicembre 2017 ed emanata con Direttiva del Presidente del Consiglio dei Ministri del 16 marzo 2018.

³⁰⁸ D. FRENCH, *The global goals: formalism foregone, contested legality and “re-imaginings of international law”*, in *Ethiopian Yearbook of International Law*, 2017, pag. 164.

³⁰⁹ A. PERSSON – N. WEITZ – M. NILSSON, *Follow-up and review of the Sustainable Development Goals: alignment vs. internalization*, in *Review of European, Comparative & International Environmental Law*, 2016, 25, 1, pag. 59.

³¹⁰ R.E. KIM, *The Nexus between International Law and the Sustainable Development Goals*, in *Review of European, Comparative & International Environmental Law*, 2016, 25, 1, pag. 16.

termine, contribuendo alla diffusione di una nascente consapevolezza tra le imprese e gli investitori dell'importanza strategica di tutte le questioni di sostenibilità.

Si tratta, in conclusione, di un insieme di fondamentali principi di inclusione, etica, responsabilità, fiducia, rispetto, dignità e contrasto alla corruzione, inevitabilmente destinati a circolare nell'epoca digitale post pandemica sotto forma di indici per poter finalmente integrare le questioni sociali e ambientali anche nei processi aziendali di organizzazione del lavoro, attraverso la misurazione della *performance* aziendale e individuale, soprattutto manageriale³¹¹.

3.3 Le dimensioni del principio di sostenibilità: gli indici ESG e la *disclosure* societaria delle informazioni non finanziarie

Se è vero che la consapevolezza circa l'importanza strategica delle tematiche di sostenibilità è ormai pressochè uniformemente diffusa all'interno dell'ordinamento giuridico, nondimeno la loro concreta introduzione nei processi produttivi e negli strumenti di monitoraggio e controllo che guidano l'azione del *top management* appare oggi ancora estremamente eterogenea e frammentata.

I rischi ambientali e, in misura ancora maggiore, quelli sociali e di *governance* vengono misurati in modo non sempre preciso dalle singole imprese. E se ciò è vero all'interno della realtà aziendale, a maggior ragione lo diventa dal punto di vista dell'agente esterno, posto che le

³¹¹ Per un approfondimento sulla penetrazione dei temi dello sviluppo sostenibile nel diritto del lavoro si vedano V. BRINO, *Diritto del lavoro e catene globali del valore*, Torino, 2020 e V. CAGNIN, *Diritto del lavoro e sviluppo sostenibile*, Padova, 2018. Per una disamina del nuovo modello manageriale inaugurato nell'ambito della *corporate social responsibility* si veda invece F. PERRINI, *Sostenibilità*, cit., pag. 13 e segg..

carenze informative rappresentano una delle maggiori criticità che impedisce al mercato di premiare le pratiche virtuose e sanzionare i comportamenti “negativi”, ancora ispirati unicamente alla massimizzazione del profitto.

È allora fondamentale che, affinché la spinta dell’opinione pubblica verso modelli di produzione più rispettosi delle esigenze ambientali, sociali e di *governance* societaria possa tradursi in comportamenti positivi, le attività d’impresa vengano innanzitutto rappresentate in maniera trasparente e non distorta.

E se oltreoceano il Presidente degli Stati Uniti d’America Joe Biden ha dichiarato, sin dagli albori della campagna elettorale, l’intenzione di imporre una decisa accelerazione alla regolamentazione sulla sostenibilità, nel vecchio continente la Commissione europea, con l’ambizione di voler essere il primo continente al mondo a emissioni zero entro il 2050, si è resa portavoce tra l’altro dell’esigenza di migliorare la comunicazione delle informazioni sociali e ambientali da parte delle imprese³¹².

A tal fine ha annunciato nel *Green Deal* o Patto Verde europeo, un insieme di iniziative politiche proposte dalla Commissione europea con l’obiettivo di raggiungere la neutralità climatica in Europa entro il 2050 grazie a normative più attente al clima, all’economia circolare, alla biodiversità e all’innovazione, la volontà di avviare un procedimento di revisione e modifica della direttiva 2014/95/UE (c.d. *Non Financial Reporting Directive* o direttiva NFRD³¹³) in tema di comunicazione di

³¹² L’Unione Europea ha infatti riconosciuto in più occasioni la sostenibilità e la transizione verso un’economia circolare e a basso contenuto di carbonio come elementi fondamentali per garantire la competitività e promuovere una maggiore trasparenza in una visione a lungo termine dell’economia.

³¹³ È significativo in questa sede evidenziare che la direttiva 2014/95/UE ha rappresentato il primo tentativo di proposta legislativa promossa il 25 ottobre 2011 nella comunicazione della Commissione europea “Strategia rinnovata dell’UE per il periodo 2011-14 in materia di responsabilità sociale delle imprese”. Nelle successive risoluzioni del 6 febbraio 2013 sulla “Responsabilità sociale delle imprese:

informazioni di carattere non finanziario, contribuendo così allo sviluppo di una nuova strategia per la crescita sostenibile che trasformi l'Unione in un'economia moderna, efficiente sotto il profilo delle risorse e competitiva³¹⁴.

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, ed ha pertanto invitato la Commissione a presentare una proposta legislativa sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario. La dichiarazione dovrebbe comprendere, tra l'altro, la descrizione delle politiche applicate in materia, dei risultati conseguiti e dei rischi connessi nonché, per quanto concerne gli aspetti ambientali, informazioni dettagliate riguardanti l'impatto attuale e prevedibile delle attività dell'impresa sull'ambiente, sulla salute e la sicurezza, l'utilizzo delle risorse energetiche rinnovabili o meno, le emissioni di gas a effetto serra, l'impiego di risorse idriche e l'inquinamento atmosferico. Con riferimento agli aspetti sociali, le informazioni non finanziarie dovrebbero invece riguardare le azioni intraprese per garantire l'uguaglianza di genere, l'omogeneità delle condizioni lavorative, il rispetto del diritto dei lavoratori di essere informati e consultati, il dialogo sociale, il rispetto dei diritti sindacali, la salute e la sicurezza sul lavoro. Sul fronte dei diritti umani e la lotta contro la corruzione, la dichiarazione sulle informazioni di carattere non finanziario dovrebbe infine includere informazioni adeguate sulla prevenzione delle violazioni dei diritti umani e/o sugli strumenti esistenti per combattere la corruzione attiva e passiva. La direttiva 2014/95/UE, recante la “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”, è stata integrata nel 2017 dalla comunicazione della Commissione europea 2017/C 215/01 contenente gli “Orientamenti sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario”.

³¹⁴ È significativo notare che la Presidente della Commissione europea Ursula von der Leyen ha dichiarato, in occasione della presentazione del Green Deal Europeo l'11 dicembre 2019 che “il Green Deal europeo è la nostra nuova strategia per la crescita – una crescita che restituisce più di quanto prende. Mostra come trasformare il nostro modo di vivere e lavorare, di produrre e consumare, per rendere più sano il nostro stile di vita e più innovative le nostre imprese. Tutti noi possiamo partecipare alla transizione e beneficiare delle opportunità che offre. Muovendoci per primi e rapidamente aiuteremo la nostra economia ad assumere la leadership a livello mondiale. Siamo determinati a fare sì che questa strategia abbia successo per il bene del pianeta e delle sue forme di vita – per il patrimonio naturale europeo, la biodiversità, le nostre foreste e i nostri mari. Mostrando al resto del mondo la nostra capacità di essere sostenibili e competitivi, possiamo convincere altri paesi a muoversi con noi”. In attuazione di quanto previsto nel Green Deal Europeo, il 9 dicembre 2020 la Commissione europea ha varato il Patto Europeo per il Clima al fine di contribuire a diffondere informazioni scientificamente fondate sull'azione per il clima, appoggiando le iniziative locali e incoraggiando l'assunzione di impegni individuali e collettivi per incentivare il sostegno e la partecipazione dei cittadini nell'azione per il clima. Nella fase iniziale, il Patto darà priorità alle azioni incentrate

Con tale spirito, nel 2020 Commissione ha poi promosso una consultazione pubblica sulla revisione della direttiva in materia di informazioni non finanziarie per raccogliere le opinioni di tutti gli interessati in merito ai contenuti e alla portata di eventuali revisioni alla disciplina vigente in considerazione della rapida crescita di interesse delle imprese, degli investitori e del mondo economico verso i temi della sostenibilità. Perplessità in particolare deriverebbero, secondo la Commissione, dalla rilevanza, l'affidabilità e la comparabilità delle informazioni non finanziarie comunicate dalle imprese conformemente ai requisiti stabiliti dalla direttiva NFRD³¹⁵.

Si legge infatti nella Relazione 2021 della Commissione europea sulle clausole di riesame e revisione della direttiva 2014/95/UE che la direttiva NFRD non è più adatta allo scopo in ragione degli intervenuti sviluppi politici e normativi nonché della crescente sensibilizzazione degli investitori sui temi della trasparenza e dell'informazione³¹⁶.

su quattro ambiti d'elezione, che tutelano il clima e l'ambiente ma anche la salute e il benessere dei cittadini, ossia spazi verdi, mobilità verde, edifici efficienti e competenze verdi.

³¹⁵ Criticità cui si aggiunge un notevole scetticismo manifestato dai partecipanti coinvolti nella consultazione pubblica con riferimento alla comunicazione, in una distinta relazione, delle informazioni di carattere non finanziario, come se le informazioni comunicate non siano rilevanti al fine di valutare i risultati finanziari dell'impresa. L'assenza di un requisito di garanzia riguardante il contenuto della dichiarazione di carattere non finanziario, in altri termini, potrebbe impedire la consapevole valutazione delle informazioni comunicate dalle imprese. A tal riguardo, la Commissione europea precisa infatti che “la possibilità di consentire la pubblicazione della dichiarazione di carattere non finanziario dell'impresa in una relazione distinta, accolta da 20 Stati membri, sembra compromettere l'efficacia della direttiva. La comunicazione delle informazioni di carattere non finanziario in una relazione distinta, anziché nella relazione sulla gestione, potrebbe indurre a supporre che le informazioni comunicate non siano importanti per comprendere i risultati finanziari dell'impresa, ma non sempre è così”.

³¹⁶ Si legge nella Relazione 2021 della Commissione europea sulle clausole di riesame e revisione della direttiva 2014/95/UE che, “in risposta alla consultazione pubblica del 2020, l'84 % degli utenti ha affermato che la limitata comparabilità delle informazioni di carattere non finanziario costituisce un problema di rilievo”. A ciò si aggiunga che il quadro normativo esistente, secondo quanto riportato non consente peraltro l'individuazione di una soluzione adeguata, anche in considerazione della difficoltà denunciata dagli utenti delle informazioni di carattere non finanziario,

A ciò si aggiunga che, con la diffusione dell'emergenza sanitaria da Covid-19 e la conseguente crisi mondiale, la rilevanza dei fattori ambientali, sociali e di *governance* è diventata ancora più importante. In particolare, la pandemia ha implementato l'importanza della valorizzazione della componente E, relativa ai fattori sociali, particolarmente difficili da misurare ma inscindibilmente legati alle altre tipologie di fattori richiamate nell'abbreviazione ESG³¹⁷. È dunque essenziale che nella nuova normalità post pandemica si promuova in misura maggiormente consapevole e uniforme l'adozione di politiche retributive e incentivanti orientate ai valori di sostenibilità sociale e ambientale che siano in grado di creare valore nel lungo termine per tutti gli *stakeholders*.

3.4 Verso l'armonizzazione delle metriche ESG: transizione digitale, ambientale e sociale

È opinione condivisa che lo spostamento dello scopo societario verso la creazione di valore nel lungo termine inevitabilmente imponga un ripensamento degli impatti economici, ambientali e sociali delle politiche d'impresa.

Senza voler indugiare sugli aspetti di disciplina che tale ripensamento implicherebbe ma che esulano dal diritto del lavoro, è tuttavia doveroso

compresi gli investitori e le organizzazioni della società civile, di accedere alle informazioni rese in ragione della varietà di sedi in cui esse sono comunicate.

³¹⁷ La crisi da Covid-19, infatti, se da un lato può essere considerata un rischio sociale in ragione delle sue note implicazioni per la salute pubblica, la sicurezza e l'occupazione, dall'altro ha riportato degli effetti notevoli anche dal punto di vista ambientale, posto che il *lockdown* pressochè mondiale per contenere e prevenire il contagio ha determinato un forte impatto sulle emissioni di carbonio, e di *governance*, atteso che sono emerse realtà aziendali scarsamente attente alla gestione del rischio, che sono state colte impreparate dal nuovo drammatico contesto sanitario ed economico.

evidenziare, per quanto ai presenti fini rileva, che il contesto in cui le aziende si trovano oggi ad operare risulta radicalmente trasformato da alcuni eventi dalla portata *disruptive*, tra i quali il cambiamento climatico e, da ultimo, la crisi sanitaria del Covid-19, che è poi divenuta crisi economica e occupazionale esacerbando le disuguaglianze sociali globali già esistenti.

Un contesto che, negli ultimi anni, è stato profondamente influenzato dall'incessante sviluppo della robotica e dell'intelligenza artificiale e, più in generale, dall'avanzare di una rivoluzione tecnologica³¹⁸ che, nel dilagare della pandemia, tramite il lavoro da remoto, ha rappresentato l'unico strumento in grado di garantire il lavoro, coniugando la continuità produttiva con la tutela della salute e della sicurezza dei lavoratori³¹⁹.

E l'urgenza di un ripensamento delle tradizionali politiche d'impresa è resa ancora più evidente dagli effetti sul lavoro della pandemia, che ha agito come acceleratore della oramai inevitabile transizione dal mondo del lavoro, tradizionalmente inteso, al "*future of work*"³²⁰. Si tratta di un'espressione emersa nel corso dei lungimiranti lavori del *World Economic Forum*, all'interno dei quali è stato evidenziato che

³¹⁸ Per un interessante approfondimento su quella che il *World Economic Forum* ha definito la "quarta rivoluzione industriale" e sulle radicali conseguenze che avrà sul modo in cui viviamo, lavoriamo e comunichiamo si veda K. SCHWAB, *La quarta rivoluzione industriale*, Milano, 2016.

³¹⁹ Su tutto ciò per completezza si rimanda, anche con riferimento ai necessari richiami bibliografici, alle riflessioni elaborate nel corso dell'emergenza epidemiologica del Covid-19 da M. MARTONE, *Per una riforma dello smart working oltre l'emergenza*, in ID., *Il lavoro da remoto. Per una riforma dello smart working oltre l'emergenza*, Piacenza, 2020.

³²⁰ WORLD ECONOMIC FORUM, *The future of jobs report*, 2020, reperibile su <http://weforum.org>. È significativo notare che nella Prefazione del Report l'auspicio è che "*as the frontier between the work tasks performed by humans and those performed by machines and algorithms shifts, we have a short window of opportunity to ensure that these transformations lead to a new age of good work, good jobs and improved quality of life for all. In the midst of the pandemic recession, this window is closing fast. Businesses, governments and workers must plan to work together to implement a new vision for the global workforce*".

l'abbondanza di innovazione tecnologica che definisce l'attuale epoca può e deve essere sfruttata per liberare il potenziale umano, potenziando la massiccia e contestuale riqualificazione di un numero di lavoratori senza precedenti, nel segno dell'*upskilling* e del *reskilling*, ma anche promuovendo l'adozione di nuovi e più avanzati meccanismi di protezione sociale che preservino i lavoratori dall'indigenza consentendogli di prosperare³²¹.

Per queste e molte altre ragioni è dunque inevitabile che le politiche d'impresa si strutturino su un orizzonte temporale particolarmente ampio e si rendano resilienti al cambiamento, perseguendo degli obiettivi che, oltre la stretta logica del profitto, mirino a soddisfare le istanze dei lavoratori, delle comunità, degli *stakeholders* e, più in generale, del pianeta alla creazione di valore nel lungo termine.

In questa direzione, la comunità internazionale si è mossa per definire nuovi e più specifici *standard* di sostenibilità aziendale, attraverso l'individuazione di criteri e metriche riconosciuti e armonizzati a livello sovranazionale, al fine di consentirne l'omogenea adozione e applicazione.

Nel 2017 il *Financial Stability Board* ha istituito la *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD) al fine di sviluppare raccomandazioni omogenee per l'efficace divulgazione di *best practices* che promuovano decisioni di investimento, di credito e di sottoscrizione assicurativa più rispettose delle tematiche ambientali e climatiche, permettendo al contempo alle parti interessate di essere

³²¹ Sulla *disruption* dell'innovazione tecnologica sul lavoro e sul ritardo nell'inserimento di riferimenti al progresso scientifico nella programmazione degli incentivi di lungo termine si veda V. MAIO, *Diritto del lavoro e potenziamento umano. I dilemmi del lavoratore "aumentato"*, in *Giorn. dir. lav. rel. ind.*, 2020, 167, pag. 513 e segg. e ID., *Il diritto del lavoro e le nuove sfide della rivoluzione robotica*, in *Arg. dir. lav.*, 2018, 6, 1, pag. 1414 e segg. nonché S. BURCHMAN, *A new framework for executive compensation*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 13 marzo 2020.

maggiormente informate e, dunque, poter meglio comprendere le esposizioni del sistema finanziario ai rischi legati al clima³²².

E l'anno successivo il *Sustainability Accounting Standards Board* (SASB) ha pubblicato *77 Industry Standards*, un corpo di norme settoriali per la pubblicazione di informazioni sulla sostenibilità di rilevanza finanziaria. Gli *standard* SASB identificano le questioni ambientali, sociali e di *governance* più rilevanti per la *performance* finanziaria in ciascuno dei 77 settori considerati e mirano a supportare le aziende nella divulgazione, in favore degli investitori, di informazioni finanziariamente rilevanti sulla sostenibilità³²³.

Anche a livello europeo, come anticipato, negli stessi anni l'*Action Plan for Financing Sustainable Growth* prima e il *Green Deal* poi hanno

³²² Nel 2017 la *Task Force on Climate-related Financial Disclosures* (TCFD) ha adottato delle raccomandazioni in tema di informazioni finanziarie relative al clima omogenee per le organizzazioni di tutti i settori e le giurisdizioni. In particolare, le raccomandazioni, pur riconoscendo che il *reporting* finanziario legato alle problematiche climatiche sia ancora in evoluzione forniscono un'importante base per migliorare la capacità di valutare adeguatamente i rischi e le opportunità degli investimenti legati al clima attraverso una struttura organizzata in quattro aree tematiche: *governance*, strategia, gestione del rischio, metriche e obiettivi. L'uniforme adozione a livello globale di pratiche e tecniche di analisi dei dati e trasmissione delle informazioni, si legge nelle raccomandazioni, dovrebbero migliorare notevolmente la qualità della *disclosure* finanziaria in materia climatica supportando un *pricing* maggiormente appropriato dei rischi e dell'allocazione del capitale nell'economia globale. Le raccomandazioni sono consultabili su <https://fsb-tcfd.org>.

³²³ Il processo di definizione degli *standards* SASB si articola in una ricerca basata sulla partecipazione ampia ed equilibrata delle aziende, degli investitori e degli esperti in materia, sotto la supervisione e l'approvazione di un Consiglio degli *standards* indipendente. Gli *standards* sono consultabili su <https://sasb.org>. Una sensibilizzazione delle politiche d'impresa verso la creazione di valore nel lungo termine per tutti gli *stakeholders* che ha, da ultimo, determinato, tra le altre iniziative ancora in via di definizione, l'avvio nel 2020 di una consultazione pubblica da parte dell'*International Financial Reporting Standards Foundation* (IFRS) sull'ampliamento del suo mandato al fine di includere le informazioni di carattere non finanziario e le questioni di sostenibilità, nonché la richiesta da parte dell'*International Federation of Accountants* (IFAC) di creare un *International Sustainability Standards Board* che affianchi l'*International Accounting Standards Board* (IASB) e la dichiarazione d'intenti dell'*International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) di accelerare l'armonizzazione degli *standards* di sostenibilità.

inevitabilmente elevato l'ambizione politica dell'Unione Europea alla rapida progressione verso un sistema economico e finanziario sostenibile nel lungo termine³²⁴.

Nel 2018, in particolare, nell'ambito dell'*Action Plan for Financing Sustainable Growth* è emersa l'esigenza e l'urgenza di adottare due importanti atti normativi europei, culminati nel regolamento 2020/852/UE, che contiene l'elaborazione di una tassonomia di investimenti sostenibili idonea a fornire definizioni unificate e garantire l'affidabilità e la comparabilità delle informazioni sugli investimenti sostenibili³²⁵, nonché nel regolamento 2019/2088/UE (c.d. *Sustainable finance disclosure regulation*, o regolamento SFDR) recante norme armonizzate sull'informativa di sostenibilità dei servizi finanziari e sulla trasparenza in tema di integrazione dei rischi di sostenibilità ed effetti negativi su quest'ultima dei loro processi adottati dai partecipanti

³²⁴ Alla fine del 2016 la Commissione europea ha riunito un gruppo di esperti di finanza sostenibile per l'ideazione di una strategia europea di lungo termine sulla sostenibilità finanziaria. Il 31 gennaio 2018 gli esperti hanno pubblicato una relazione finale sui modi attraverso i quali elaborare una strategia finanziaria sostenibile per l'Unione Europea da cui è emerso che la finanza sostenibile inevitabilmente ruota intorno a due elementi: il miglioramento del contributo della finanza alla crescita sostenibile e inclusiva attraverso il finanziamento delle esigenze a lungo termine della società, e il consolidamento della stabilità finanziaria attraverso l'integrazione dei fattori ambientali, sociali e di *governance* (ESG) nel processo decisionale degli investimenti. La relazione propone otto raccomandazioni chiave, diverse raccomandazioni trasversali e azioni mirate a specifici settori del sistema finanziario.

³²⁵ Il regolamento Tassonomia, in particolare, si prevede che porterà notevoli progressi nella comunicazione societaria sull'impatto delle attività delle imprese rispetto agli obiettivi ambientali promossi dall'Unione Europea. Il regolamento che definisce i criteri per classificare le attività economiche dal punto di vista ambientale, con l'obiettivo di ridurre il rischio di pratiche scorrette (c.d. *greenwashing*). Come stabilito dal Parlamento e dal Consiglio Europeo a dicembre 2019, affinché un'attività economica sia allineata alla tassonomia dovrebbe essere svolta "in linea con le linee guida dell'OCSE per le imprese multinazionali e i principi guida delle Nazioni Unite su imprese e diritti umani, compresa la dichiarazione dell'Organizzazione internazionale del lavoro (c.d. OIL) sui diritti e principi fondamentali del lavoro, le otto convenzioni fondamentali dell'OIL e la Carta internazionale dei diritti umani".

ai mercati finanziari, declinate nei *Regulatory technical standards* (o RTS) attualmente in corso di adozione³²⁶.

L'emersione di questa intensa attività regolamentare a livello mondiale testimonia dunque la crescente attenzione della comunità internazionale verso gli urgenti temi della sostenibilità.

Dell'urgenza di definire delle metriche di sostenibilità comuni che promuovano all'interno delle società la creazione di *sustainable value* si è reso portavoce il *World Economic Forum*, che nel 2020 ha redatto un importante report in tema di "*Measuring stakeholder capitalism. Towards common metrics and consistent reporting of sustainable value creation*"³²⁷.

Obiettivo del Report è individuare un nucleo di *stakeholder capitalism metrics* e di informazioni non finanziarie che possono essere utilizzate dalle società per le comunicazioni riguardanti l'impatto delle politiche adottate sugli indicatori ambientali, sociali e di *governance* (ESG) in tal modo rendendo maggiormente comparabili e omogenee le dichiarazioni di carattere non finanziario e le informazioni ESG delle società. A tal fine, il lavoro muove dalla definizione dello *stakeholder capitalism* quale "capacità del settore privato di sfruttare il potere innovativo e creativo degli individui e dei team per generare valore a

³²⁶ Il 4 febbraio 2021 le autorità dell'Unione Europea di supervisione delle banche (EBA), delle assicurazioni e pensioni (EIOPA) e dei mercati (ESMA) hanno trasmesso alla Commissione europea la bozza di *Final Report* sugli *Regulatory technical standards*, che copre diverse aree tematiche tra cui la rendicontazione sui principali impatti sulla sostenibilità connessi alle decisioni di investimento; la *disclosure* pre-contrattuale e periodica degli obiettivi di sostenibilità dell'investimento; la *disclosure* dei *template* di informativa precontrattuale e periodica.

³²⁷ È importante segnalare che nel 2020, sulla scorta della spinta proveniente dai primi interventi in tema di sostenibilità, è stato per la prima volta aggiornato il Manifesto di Davos del 1973, che ora prevede in apertura che "*The purpose of a company is to engage all its stakeholders in shared and sustained value creation*". Nel medesimo senso, nel suo rapporto *Principles for Purposeful Business*, anche la *British Academy* ha affermato che "Lo scopo del business è quello di risolvere i problemi delle persone e del pianeta con profitto, e non trarre profitto dal causare problemi".

lungo termine per gli azionisti, per tutti i membri della società e per il pianeta che condividiamo”.

Il Report si articola quindi in 4 *pillars: governance, planet, people, prosperity*, a loro volta suddivisi in ulteriori più specifici obiettivi, dei quali ci si limiterà in questa sede a richiamare quelli maggiormente utili nell’individuazione degli obiettivi di natura non finanziaria cui vincolare la retribuzione del *top management*.

Così se, all’interno del *pillar* dedicato alla *governance*, si segnalano gli obiettivi finalizzati a realizzare, all’interno degli organi di governo aziendale, la prevenzione ed il contrasto alla corruzione³²⁸, nonché la parità di genere e la rappresentanza di tutti gli *stakeholder*, nel *pillar prosperity* l’attenzione ricade, tra l’altro, sull’importanza dei livelli occupazionali dell’azienda e del *turn over* dei dipendenti. Nel *pillar people*, invece, un ruolo centrale è riconosciuto all’adozione di una serie di metriche di misurazione della *performance* che tengano conto della rilevanza sociale dell’impresa, e dunque dell’inclusione, della parità di genere, del rapporto tra le retribuzioni, della salute e sicurezza sul luogo di lavoro nonché della formazione dei dipendenti.

Si tratta di un primo importante tentativo di armonizzare le metriche comunemente utilizzate dalle società per misurare il raggiungimento degli obiettivi non finanziari, che persegue l’obiettivo di poter finalmente integrare le questioni sociali e ambientali nei processi aziendali di organizzazione del lavoro attraverso la misurazione della *performance* aziendale e individuale, soprattutto manageriali.

La crescita dell’attività produttiva, in definitiva, per essere sostenibile nel lungo periodo e creare valore non può non realizzarsi tramite la

³²⁸ Per un approfondimento sul tema del contrasto alla corruzione sul lavoro nell’ordinamento giuridico italiano si veda M. MARTONE, *La repressione della corruzione e la tutela del "whistleblower" alla luce della l. 30 novembre 2017, n. 179*, in *Arg. dir. lav.*, 2018, 1, 1, pag. 61 e segg. e ancor prima ID., *Rapporto di lavoro e corruzione*, in *Il Lavoro nelle pubbliche amministrazioni*, 2016, 5-6, pag. 575 e segg.

crescita degli *stakeholders* e di tutta la comunità che rappresenta la rete sociale in cui l'impresa opera³²⁹.

3.5 L'indice di sostenibilità sociale nella definizione e valutazione delle politiche retributive del *top management*

Da quanto sinora esposto emerge dunque che uno degli strumenti indispensabili per orientare i meccanismi d'impresa all'idea di successo e sviluppo sostenibile è quello di orientare i sistemi retributivi del *top management* al perseguimento dei valori indicati negli indici ESG e, dunque, a criteri riconducibili alla sostenibilità ambientale e sociale³³⁰. Iniziano così ad assumere rilievo nella determinazione delle politiche retributive e incentivanti del *top management*, accanto alla sostenibilità economica, ossia la capacità di realizzare investimenti e creare ricchezza nel lungo termine, anche la sostenibilità ambientale, intesa come la capacità di preservare le risorse naturali per le future generazioni, e quella sociale, ossia la capacità di rispettare la persona del lavoratore e la dignità e la sicurezza del lavoro, promuovendo il benessere in modo equo ed in una prospettiva intergenerazionale³³¹.

³²⁹ Tra i soggetti che rientrano in tale categoria secondo il Report figurano i lavoratori ma anche i clienti, i fornitori, i distributori, i rivenditori, gli appaltatori, gli investitori.

³³⁰ Per un approfondimento, dal punto di vista della *governance* societaria, sull'introduzione di detti criteri non finanziari nella definizione dell'*executive compensation* si veda I. CAPELLI, *La sostenibilità ambientale e sociale nelle politiche di remunerazione degli amministratori delle società quotate: la rilevanza degli interessi degli stakeholder dopo la SHRD II*, in *Orizz. dir. comm.*, 2020, 2. Con riferimento invece al settore bancario si segnala che l'EBA il 1 marzo 2021 ha emanato un documento di consultazione finalizzato a fornire degli *standard* tecnici uniformi per la *disclosure* al mercato di informazioni qualitative in tema di *Climate and Other ESG risk*, azioni di mitigazione attivate e altre informazioni rilevanti sui *key performance indicator*.

³³¹ Come attentamente osservato, le principali difficoltà riscontrabili nella misurazione della sostenibilità sociale dell'*executive compensation*, rispetto a quella

Si tratta di un profilo di estremo interesse scientifico in considerazione del significativo apporto che l'attenzione verso i temi sociali, già in alcune forme già perseguiti e tutelati dal nostro diritto del lavoro, verrà realizzato dall'interno della struttura dell'*executive compensation*, tramite l'introduzione di appositi indici e metriche di misurazione della *performance* del dirigente che ben si prestano ad essere utilizzati, nel prossimo futuro, anche nei pacchetti retributivi dei dipendenti³³².

È significativo al riguardo evidenziare che l'ingresso di questi criteri nel nostro ordinamento giuridico è avvenuto ad opera dell'art. 123 *ter* del TUF, che innanzitutto prevede al comma 3 *bis* che la politica retributiva e incentivante del *top management* contribuisce alla strategia aziendale, e dunque anche al perseguimento degli interessi a lungo termine e alla sostenibilità della società, e illustra anche i modi in cui tale contributo è fornito³³³.

Il successivo comma 7 precisa poi che spetta alla Consob, con regolamento adottato sentite la Banca d'Italia e l'Ivass per quanto concerne i soggetti rispettivamente vigilati, indicare le informazioni da includere nella prima sezione della relazione e le caratteristiche di tale politica in conformità con quanto disposto dalla normativa europea in materia, la quale richiede che la politica retributiva e incentivante dei vertici aziendali descriva le diverse componenti della retribuzione fissa e variabile, ivi inclusi tutti i *bonus* e altri benefici in qualsiasi forma, e spieghi inoltre in che modo sia stato tenuto conto del compenso e delle

ambientale e di *governance*, potrebbe risiedere nella mancanza di valori soglia alla stregua dei quali misurarla. Così E. GIOVANNINI, *L'utopia sostenibile*, Bari-Roma, 2018, pag. 55.

³³² In tale direzione muove ad esempio il pionieristico piano di *compensation* equo ed inclusivo della società Atlantia S.p.A., così come si approfondirà nel Capitolo V.

³³³ In generale sulle previsioni dell'art. 123 *ter* del TUF si rinvia *supra*, Capitolo I, Paragrafo 1.5.

condizioni di lavoro dei dipendenti della società nella determinazione della politica³³⁴.

Ispirandosi ai medesimi principi di trasparenza, anche la nuova edizione del Codice di *corporate governance* del 2020 ha adottato delle *best practice* in tema di retribuzione del *top management* da realizzare con riferimento al novello parametro e obiettivo del “successo sostenibile”³³⁵.

Le politiche retributive dei dirigenti apicali, nonché quelle degli organi di gestione e controllo, devono infatti essere “funzionali al perseguimento del successo sostenibile della società”³³⁶. A tal fine, il Codice raccomanda alle società di definire degli obiettivi di *performance* cui legare la retribuzione variabile che siano “coerenti con gli obiettivi strategici della società (...) finalizzati a promuoverne il successo sostenibile, comprendendo, ove rilevanti, anche parametri non finanziari”³³⁷.

Si tratta di previsioni senza dubbio innovative che, seppur da adottare su base volontaria, confermano l’ingresso anche nel nostro ordinamento di criteri di sostenibilità non finanziaria nella definizione dell’*executive compensation*. Se questo è vero, si può dunque ritenere che il raggiungimento degli obiettivi non finanziari cui si potrebbe vincolare la retribuzione del *top management* potrebbe essere valutato secondo indici ESG che riguardino tra l’altro:

³³⁴ La politica di remunerazione dovrebbe dunque indicare i criteri da utilizzare basati sui risultati finanziari e non finanziari, tenendo conto, se del caso, dei criteri relativi alla responsabilità sociale d'impresa, e spiegare in che modo essi contribuiscono agli obiettivi. *Amplius* si rimanda alle considerazioni contenute nel Capitolo II del presente lavoro.

³³⁵ Per un approfondimento sulla novità introdotte in tema di politiche retributive e incentivanti del *top management* nel Codice di *corporate governance* 2020 si veda *supra*, Capitolo I Paragrafo 2.5.

³³⁶ Codice di *corporate governance*, principio XV.

³⁴³ Codice di *corporate governance*, raccomandazione n. 27, lett. c.

- i rischi legati ai cambiamenti climatici e alle emissioni di CO2 nonché all'inquinamento atmosferico (nella componente E);
- gli aspetti sociali, quali le politiche di genere, i diritti umani, l'omogeneità delle condizioni lavorative, la lotta contro la corruzione, il rispetto del diritto dei lavoratori di essere informati e consultati, il dialogo sociale, il rispetto dei diritti sindacali, la salute e la sicurezza sul lavoro (nella componente S);
- il buon governo societario, ovvero le pratiche di *corporate governance*, comprese le politiche di retribuzione dei *top manager*, la composizione dei CDA e le relative politiche di diversità, le procedure di controllo, i comportamenti dei vertici aziendali (nella componente G).

Resta dunque da chiedersi se il mancato raggiungimento da parte del *top manager* degli obiettivi di sostenibilità non finanziaria dell'impresa abbia una rilevanza disciplinare o se l'unica conseguenza ad esso riconducibile sia la perdita della quota variabile di retribuzione ad esso vincolata³³⁸.

Si tratta di una questione di non poco rilievo, collegata ma distinta rispetto alla tematica generale relativa al mancato raggiungimento degli obiettivi economici, soprattutto in considerazione della copiosa produzione normativa che negli ultimi anni, a qualsiasi livello, ha interessato il tema dell'*executive compensation* nella direzione del perseguimento di obiettivi anche di natura non finanziaria³³⁹.

³³⁸ Con riferimento al mancato raggiungimento degli obiettivi e della rilevanza della condotta dirigenziale si rimanda alle considerazioni contenute nel Capitolo III, Paragrafo 3.9.

³³⁹ Sull'ampliamento dei compiti affidati al *top management* sino alla selezione degli interessi da proteggere nel perseguimento dell'attività d'impresa si veda C. CALANDRA BUONAURA, *Responsabilità sociale dell'impresa e doveri degli amministratori*, in *Giur. comm.*, 2011, 1, pag. 546 e segg.. Da ultimo si veda anche il numero monografico di CONSOB, *La finanza per lo sviluppo sostenibile. Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare dell'Unione europea*, 2021, 1.

Come anticipato, in linea generale appare preferibile ritenere che nel caso in cui la quota di retribuzione erogata sia destinata ad incentivare il raggiungimento di un obiettivo esterno allo svolgimento della prestazione lavorativa, la valenza disciplinare del comportamento dirigenziale potrebbe essere dubbia, posto che la condotta del dirigente apicale che non raggiunga un obiettivo a cui è ricollegata l'erogazione di uno strumento di *compensation* incentivante, qualunque esso sia, difficilmente potrà realizzare un inadempimento della prestazione principale³⁴⁰.

Così, mentre il fallimento nell'adempimento della prestazione "base" del dirigente ben potrebbe implicare la possibilità della cessazione del rapporto di lavoro, o quanto meno la sanzione disciplinare, il mancato raggiungimento degli obiettivi da cui dipende l'erogazione della retribuzione variabile con funzione incentivante implica solo il venir meno dello strumento che era finalizzato ad incentivare il raggiungimento dell'obiettivo³⁴¹. Con l'unica eccezione ove il mancato raggiungimento degli obiettivi da parte del dirigente apicale sia plateale, e dunque abnormemente distante dalla soglia minima di *target* individuati per l'erogazione di una parte del compenso variabile.

Quando l'obiettivo cui è vincolata l'erogazione della retribuzione variabile del *top manager* è invece di natura non finanziaria s'impongono alcune ulteriori considerazioni.

A ben vedere, infatti, non pare trascurabile anche sul piano degli effetti giuridici la centralità riconosciuta, nell'agenda delle imprese, agli obiettivi non finanziari, al punto che si potrebbe sostenere che questi stessi obiettivi siano idonei a essere intesi quale elemento costitutivo

³⁴⁰ Sul punto si rimanda alla considerazione svolte *supra* nel Capitolo II, Paragrafo 2.8.

³⁴¹ Sulla ricostruzione del raggiungimento degli obiettivi quale fatto costitutivo del diritto del dirigente apicale alla corresponsione della parte variabile della retribuzione si veda Cass., 15 maggio 2018, n. 11833 reperibile su *Dejure*.

della prestazione lavorativa del *top management*, che contribuisce al loro perseguimento al pari dell'imprenditore.

Da ciò ne discenderebbe che, dunque, la prestazione del *top manager* che denoti una scarsa attenzione al perseguimento dell'obiettivo non finanziario debba ritenersi una prestazione negligente.

Dall'analisi del dato normativo, emerge la generica, seppur fondamentale, indicazione che le politiche retributive e incentivanti dei dirigenti apicali debbano essere “funzionali al perseguimento del successo sostenibile della società” e che, a tal fine, la società sia tenuta a definire degli obiettivi di *performance* cui legare la retribuzione variabile che siano coerenti con gli obiettivi strategici della società (...) finalizzati a promuoverne il successo sostenibile anche tramite parametri di tipo non finanziario³⁴².

Nonostante la genericità della previsione, la quale nulla specifica in ordine alle conseguenze derivanti dal mancato perseguimento degli obiettivi non finanziari fissati dalla società, la riconosciuta centralità dei temi legati alla sostenibilità nella struttura del *compensation package* potrebbe indurre a sostenere che gli obiettivi non finanziari entrino nel rapporto sinallagmatico incidendo sulla valutazione della prestazione del dirigente apicale. Con la conseguenza che, ove il dirigente non sia in grado di concorrere al raggiungimento quell'obiettivo, sarebbe innegabile la rilevanza disciplinare di detto comportamento e, nei casi più gravi, addirittura la giustificatezza del licenziamento in ragione del

¹¹⁵ Codice di *corporate governance*, raccomandazione n. 27, lett. c. È al riguardo tuttavia interessante segnalare che, nonostante la previsione del Codice di *corporate governance*, secondo quanto emerso dalle Relazioni sulla remunerazione pubblicate nel 2021 poco meno della metà delle società (circa il 43%), prevalentemente di dimensioni grandi e medie, forniscono informazioni sul perseguimento del successo sostenibile. Per ulteriori rilevazioni statistiche in tema si veda COMITATO ITALIANO CORPORATE GOVERNANCE, *Relazione 2021 sull'evoluzione della corporate governance delle società quotate*, reperibile su <http://borsaitaliana.it>.

venir meno del vincolo fiduciario che lega datore di lavoro e dirigente apicale³⁴³.

E l'argomento sistematico sembra intervenire a sostegno di tale ricostruzione nella misura in cui si consideri che le più recenti elaborazioni normative e regolamentari in tema di *executive compensation* confermano la centralità degli obiettivi di natura non finanziaria quale elemento costitutivo dell'azienda. Una centralità che a ben vedere non si contrappone alla funzionalizzazione dell'impresa al perseguimento dell'interesse lucrativo dei soci, quale scopo e mezzo del contratto di società ma che arricchisce la platea degli interessi che i *top manager* dovrebbero considerare nella definizione delle strategie dell'impresa, del piano industriale e delle politiche retributive³⁴⁴.

Si tratterebbe in conclusione di un'innovazione idonea a stimolare le imprese a sviluppare anche una maggiore sensibilità ai temi ambientali e sociali, che possono avere un impatto sulla sostenibilità dell'impresa nel lungo termine, così finalmente suggellando "l'entrata della (...) cultura imprenditoriale italiana nella prospettiva dell'impresa sostenibile"³⁴⁵.

³⁴³ Sulla nozione di giustificatezza del licenziamento del dirigente non si possono non ricordare le storiche sentenza Cass., Sez. Un., 9 dicembre 1986, n. 7295 in *Rass. giur. lav.*, 1987, II pag. 283 e segg. e Cass., 24 aprile 1987, n. 4004, in *Mass. giur. lav.*, 1987, pag. 375. Per una ricostruzione dell'interpretazione giurisprudenziale della nozione di giustificatezza si vedano R. GALARDI, *Il dirigente d'azienda*, cit. pag. 196 e R. MAGNANI, *La motivazione del licenziamento del dirigente nella giurisprudenza di legittimità*, in *Arg. dir. lav.*, 1998, pag. 229 e segg..

³⁴⁴ Un ampliamento che trae spunto dal dibattito europeo e internazionale sull'evoluzione dello scopo dell'impresa. In particolare, si richiamano le proposte sviluppate nel Regno Unito, tra le prospettive dell'*enlighted shareholder value* e le più radicali proposte per la definizione della *company's purpose* che trovano un bilanciamento nel nuovo *UK Corporate Governance Code*, che ha significativamente ispirato la riforma del Codice italiano.

³⁴⁵ Così P. MARCHETTI, *Il nuovo Codice di autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2020, pag. 272.

3.6 Sostenibilità, solidarietà e tutela degli *stakeholders* nella prospettiva intragenerazionale e intergenerazionale

Come anticipato, accanto alla novità della valorizzazione degli obiettivi di natura non finanziaria nell'ambito della strategia societaria e, per l'effetto, nella definizione dei piani di *compensation* dei vertici aziendali, il Codice di *corporate governance* 2020 raccomanda al Consiglio d'amministrazione di promuovere "il dialogo con gli azionisti e gli altri *stakeholder* rilevanti per la società"³⁴⁶.

Si tratta di un ampliamento di prospettiva che, se da un lato trae spunto dal dibattito sovranazionale sull'evoluzione dello scopo dell'impresa, dall'altro rappresenta un primo ma fondamentale riconoscimento verso la definizione di strategie di lungo termine che siano sostenibili anche per le future generazioni valorizzando gli interessi non solo degli azionisti ma anche degli altri portatori di interessi e delle comunità in cui l'impresa opera³⁴⁷.

Nell'ordinamento giuridico italiano il perseguimento di interessi ulteriori rispetto a quelli dei soci è preso in considerazione dalle

³⁴⁶ Codice di *corporate governance*, principio IV.

³⁴⁷ Sugli sviluppi della previsione del Codice di *corporate governance* ed i suoi effetti sulla definizione di politiche di *executive compensation* orientate all'implementazione del valore della sostenibilità si rimanda alle considerazioni contenute nel capitolo IV del presente elaborato. Con riferimento invece al dialogo con gli azionisti, si precisa che il Codice raccomanda inoltre agli organi di amministrazione delle società quotate di adottare "su proposta del presidente, formulata d'intesa con il *chief executive officer*, una politica per la gestione del dialogo con la generalità degli azionisti, anche tenendo conto delle politiche di engagement adottate dagli investitori istituzionali e dai gestori di attivi", la quale politica è descritta nella relazione sul governo societario.

disposizioni in materia di impresa sociale³⁴⁸ e società *benefit*³⁴⁹, nonché di informazioni non finanziarie, che impongono agli enti di interesse pubblico³⁵⁰ che superino determinati requisiti dimensionali una dichiarazione individuale o consolidata “di carattere non finanziario” al fine di garantire la trasparenza dell’attività d’impresa, del suo andamento, dei suoi risultati e dell’impatto ambientale e sociale che genera³⁵¹.

Le previsioni in materia di rendicontazione non finanziaria non comportano a ben vedere il sorgere dell’obbligo di perseguire politiche a favore degli *stakeholders*, atteso che la disciplina si pone esclusivamente in funzione di garanzia del rispetto della trasparenza

³⁴⁸ Nella disciplina dedicata all’impresa sociale gli interessi degli *stakeholders* acquisiscono un ruolo essenziale, atteso che l’attività d’impresa è esercitata in via stabile e principale per finalità civiche, solidaristiche e di utilità sociale. Il perseguimento degli interessi diversi da quelli dei soci avviene non solo mediante la rinuncia da parte dei soci al perseguimento di dette finalità ma anche mediante la rinuncia da parte dei soci al lucro legato alla propria partecipazione, ai sensi dell’art. 3 del D.Lgs. n. 112 del 2017, e l’adozione di modalità di gestione responsabili e trasparenti, che favoriscano “il più ampio coinvolgimento dei lavoratori, degli utenti e di altri soggetti interessati alle loro attività”, come richiesto dall’art. 1, comma 1, e art. 11 del medesimo decreto.

³⁴⁹ Anche per la società *benefit* elemento qualificante è il modo di operare, atteso che la società, nell’esercizio dell’attività economica, oltre allo scopo di dividere gli utili, persegue una o più finalità di beneficio comune. Il comma 376 della Legge di Stabilità 2016 in tema di esercizio dell’attività da parte delle società *benefit* 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”. Si tratta di finalità che 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”. In dottrina si veda M. STELLA RICHTER JR., *Società benefit e società non benefit*, in *Or. dir. comm.*, 2017, 2 e segg. per la piena ammissibilità, per le società non *benefit*, di una gestione socialmente responsabile che “funzioni anche dal punto di vista economico”.

³⁵⁰ Tra queste rientrano anche le società quotate ai sensi dell’art. 16 del D.Lgs. n. 39 del 2010. Per un approfondimento sulla disciplina dell’*executive compensation* nella società quotate si veda in questo elaborato Capitolo I, Paragrafo 1.5.

³⁵¹ Si tratta della disciplina contenuta nel D.Lgs. n. 254 del 2016, che ha introdotto nel nostro ordinamento le previsioni contenute nella menzionata Direttiva 2014/95/UE. Per ulteriori approfondimenti in tema si veda in questo Capitolo, Paragrafo 3.3.

nelle scelte d'impresa, che rimangono in ogni caso di competenza della società³⁵².

Anche la recente modifica introdotta dalla c.d. Legge Stabilità 2019, in virtù della quale nella Relazione sulla remunerazione devono essere indicate “le specifiche modalità di gestione” dei rischi connessi ai temi indicati nella legge, muove nella direzione di valorizzare il rilievo degli interessi di tutti gli *stakeholders*. 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 stessi³⁵³.

Pare allora che, pur in assenza di un obbligo in merito al perseguimento di interessi ulteriori rispetto alla massimizzazione del profitto, la disciplina in materia di rendicontazione non finanziaria, incida in maniera indiretta ma significativa sulla gestione d'impresa e sulle esigenze di trasparenza e creazione di valore nel lungo termine.

Si tratta di primi ma importanti tentativi verso il riconoscimento nel nostro ordinamento della rilevanza giuridica di interessi generali, riconducibili a diverse classi di *stakeholders*, che vede per la prima volta i soci impegnati nel perseguimento di interessi diversi rispetto alla massimizzazione del profitto.

Ovviamente in tale contesto un ruolo di primo rilievo è riconosciuto ai dirigenti apicali, posto che In particolare, gli *stakeholders* sono molto

³⁵² È appena il caso di rilevare che nel III Considerando della Direttiva 2014/95/UE si legge che “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”.

³⁵³ La modifica è introdotta dall'art. 1, comma 1073 della L. n. 145 del 2018, c.d. Legge Stabilità 2019.

raramente resi direttamente partecipi delle decisioni riguardanti il perseguimento degli interessi che li riguardano tramite forme di rappresentanza negli organi sociali o di consultazione esterna, trovandosi nella maggioranza dei casi esclusivamente destinatari di informazioni sul perseguimento da parte della società degli interessi di cui essi sono portatori³⁵⁴.

In questo contesto la Relazione sulle politiche retributive di cui all'art. 123 *ter* del TUF rappresenta un importante canale comunicativo tra la società e gli *stakeholders*, ponendosi quale indispensabile strumento informativo, tra l'altro, del perseguimento di interessi di carattere non finanziario da parte degli amministratori³⁵⁵.

Questa attenzione verso il pubblico e, in particolare, i portatori di interessi comunemente individuati come *stakeholders* della società sembra in definitiva confermare il progressivo percorso verso l'affermazione della rilevanza nel nostro ordinamento giuridico del principio della sostenibilità, sino ad arrivare secondo alcuni a riconoscerne una tutela costituzionale tramite l'articolo 2 della Costituzione³⁵⁶.

³⁵⁴ Per un'analisi del tema dal punto di vista societario si veda I. CAPELLI, *La sostenibilità ambientale e sociale nelle politiche di remunerazione degli amministratori delle società quotate: la rilevanza degli interessi degli stakeholder dopo la SHRD II*, in *Or. dir. comm.*, 2020, 2, pag. 553 e segg. ed in particolare pag. 572.

³⁵⁵ La completezza di informazioni contenute nella Relazione di cui all'art. 123 *ter* del TUF riveste dunque un fondamentale ruolo nella comunicazione societaria con il pubblico e in particolare con gli *stakeholders*, posto che, come osservato da I. CAPELLI, *La sostenibilità ambientale e sociale nelle politiche di remunerazione degli amministratori delle società quotate: la rilevanza degli interessi degli stakeholder dopo la SHRD II*, pag. 575, l'inesattezza o incompletezza delle informazioni potrebbe esporre la società a reazioni da parte dell'opinione pubblica, normalmente tanto più temibili quanto maggiore è la dimensione dell'impresa.

³⁵⁶ La norma, secondo l'orientamento costante della dottrina, rappresenta una "clausola interpretativa generale" funzionale alla tutela di tutti quei diritti e quei valori non ancora contenuti in specifiche norme costituzionali, ma che emergono distintamente nell'evoluzione del costume sociale (si pensi a titolo esemplificativo al diritto alla riservatezza, al diritto all'obiezione di coscienza, al diritto all'identità

Si tratta com'è noto di una norma che esprime non solo una tutela assoluta dei diritti inviolabili dell'uomo, ma anche un dovere di solidarietà sociale, politica ed economica che ben può essere anche intergenerazionale ed indurre a ritenere che la sostenibilità ne rappresenti un suo corollario³⁵⁷.

La solidarietà, infatti, può essere intesa in chiave intra-generazionale ma anche e soprattutto inter-generazionale, ed in questo senso il dovere di solidarietà per la tutela della generazioni future grava sullo Stato che deve adottare misure in grado di preservare le risorse per chi abbia interesse alla loro protezione, e dunque anche per le future generazioni³⁵⁸.

Al medesimo fine rispondono dunque le previsioni che mirano a tutelare gli interessi degli *stakeholders*, prime tra tutti quelle in tema di Relazione sulla politica retributiva societaria di cui all'art. 123 *ter* del TUF che, in definitiva, garantendo la pubblicazione delle informazioni sul perseguimento degli interessi ambientali e sociali contribuiscono in maniera significativa a realizzare quella sostenibilità intragenerazionale e intergenerazionale di cui si compone il principio di solidarietà garantito dalla nostra Carta fondamentale.

personale) e del cui rispetto l'interprete ed il giudice si fanno carico. Così già si era espressa Corte cost. n. 561 1987,

³⁵⁷ Cfr. F. FRACCHIA, *Il principio dello sviluppo sostenibile*, in M. RENNA, F. SAIITA (a cura di), *Studi sui principi del diritto amministrativo*, Milano, 2012, pag. 438 e segg..

³⁵⁸ Per l'interpretazione secondo cui il principio di sviluppo sostenibile debba essere inteso nella duplice prospettiva di principio intergenerazionale e intragenerazionale si veda P. DELL'ANNO, *Principi del diritto ambientale europeo e nazionale*, cit., pag. 74 e segg..

CAPITOLO IV

IL MODELLO EQUO E INCLUSIVO DI *COMPENSATION* DI ATLANTIA S.p.A.

SOMMARIO: 4.1 La crisi pandemica come opportunità per il ripensamento delle politiche retributive e incentivanti di Atlantia – 4.2 *Moving forward*. La Relazione sulla politica in materia di remunerazione 2021 e sui compensi corrisposti 2020 – 4.3 L'accordo quadro per un modello equo ed inclusivo di *total reward* del 10 dicembre 2021 – 4.3.1 La retribuzione fissa tra valorizzazione delle competenze e fidelizzazione del personale – 4.3.2 L'estensione del sistema retributivo variabile del *top management* al restante personale – 4.3.3 Retribuzione in natura e strumenti di welfare – 4.3.4 Il contrasto alle discriminazioni e al *gender pay gap*

4.1 La crisi pandemica come opportunità per il ripensamento delle politiche retributive e incentivanti di Atlantia

L'evoluzione delle politiche retributive di Atlantia S.p.A. è esemplificativa, da un lato, della progressiva valorizzazione delle metriche di sostenibilità nella definizione del *compensation package* dei vertici aziendali e, dall'altro, dell'esigenza di estendere a tutti i dipendenti, a prescindere dall'inquadramento contrattuale e dall'anzianità di servizio, politiche retributive uniformi che promuovano la sostenibilità.

Atlantia è una nota *holding* strategica di investimento, *leader* nella gestione delle concessioni nel settore autostradale e aeroportuale oltre che nell'offerta di servizi per la mobilità, che da alcuni anni la società si è distinta per la sua lungimiranza e capacità innovativa, attraverso scelte all'avanguardia che hanno orientato l'attività produttiva e la strategia di *business* non più solo al perseguimento del profitto ma alla

creazione di valore nel lungo termine, nel rispetto delle più recenti tendenze emerse a livello nazionale e internazionale in tema di sostenibilità ambientale e sociale.

In particolare, sin dal 2004 Atlantia ha aderito ai 10 principi del *Global Compact* dell'ONU impegnandosi attivamente in materia di tutela dei diritti umani, dei diritti del lavoro, dell'ambiente e anticorruzione. Al contempo, nell'individuazione degli obiettivi societari si è impegnata a perseguire il rispetto dei diritti umani universalmente riconosciuti, in linea con quanto definito non solo nella Dichiarazione Universale dei Diritti Umani e dei Principi Guida su Imprese e Diritti Umani dell'ONU³⁵⁹ e nella Dichiarazione sui Principi e Diritti Fondamentali del Lavoro dell'ILO³⁶⁰, ma anche più di recente nei *Sustainable Development Goals* (SDG) definiti dall'Agenda 2030 dell'ONU³⁶¹.

A partire dal 2020 Atlantia ha ulteriormente orientato la sua azione alla creazione di valore, non solo in termini di incrementi di profitto e produttività ma anche in termini di sostenibilità sociale e ambientale, impegnandosi attivamente nel perseguimento di obiettivi di natura non finanziaria, quali la riduzione delle emissioni, il decongestionamento del traffico, la creazione di fiducia e il rafforzamento della reputazione presso gli *stakeholders*, il rispetto dell'etica e della *governance*³⁶².

Con tale spirito, la società ha promosso un'intensa attività di revisione delle proprie politiche retributive, coerentemente con la visione di

³⁵⁹ Si tratta della nota Dichiarazione Universale dei Diritti Umani approvata e proclamata il 10 dicembre 1948 dall'Assemblea Generale delle Nazioni Unite.

³⁶⁰ La Dichiarazione dell'Organizzazione Internazionale del Lavoro sui principi e i diritti fondamentali nel lavoro e suoi seguiti adottata dalla Conferenza internazionale del Lavoro nella sua Ottantaseiesima Sessione a Ginevra il 18 giugno 1998.

³⁶¹ Per un approfondimento sui SDGs e sulla loro rilevanza giuridica negli ordinamenti aderenti alle Nazioni Unite si veda *supra*, Capitolo III, Paragrafo 3.2.

³⁶² Si legge in particolare nel Codice etico di Atlantia che la stessa si impegna ad agire "secondo principi ambientali, sociali, etici e di *governance* conformi ai più elevati standard internazionali" svolgendo le attività con integrità etico-professionale e correttezza, nel rispetto delle norme e dei regolamenti vigenti.

promuovere il successo sostenibile per tutti gli *stakeholders* tramite la valorizzazione della trasparenza e l'adozione di un approccio responsabile che persegua la creazione di valore nel lungo termine³⁶³.

Una scelta che si è rivelata fondamentale in un anno, come il 2020, connotato da una crisi sanitaria ed economica legata al Covid-19 che continua ad avere significative ripercussioni sul tessuto economico e sociale globale e nazionale, oltre che sui risultati societari.

Il primo segnale della rinnovata visione delle politiche retributive e incentivanti di Atlantia si è registrato proprio nel drammatico contesto della pandemia, quando nella straordinarietà del *lockdown*, e di tutti gli eventi che hanno seguito, i vertici aziendali hanno avvertito la necessità di sospendere, per quell'anno, ogni forma di incentivazione variabile per il *management* e di rinunciare al 25% dei compensi fissi di alcune mensilità destinando quelle somme ad attività con scopo benefico e solidaristico³⁶⁴.

La crisi ha così rappresentato l'occasione per rafforzare la determinazione della società nella promozione di tutte le opportunità, anche e soprattutto retributive, idonee a rafforzare il rapporto tra la società e i suoi dipendenti.

In questa direzione Atlantia ha implementato, in via sperimentale, un imponente piano di assegnazione gratuita di azioni a favore dei dipendenti in Italia, raccogliendo l'adesione di oltre 10.000 lavoratori che sono così divenuti anche azionisti della società e protagonisti del suo rinnovamento.

³⁶³ Si noti che l'adozione della nuova politica retributiva di Atlantia coincide e, per alcuni versi anticipa, le scelte in tema di successo sostenibile così come adottate nel Codice di *corporate governance* del 2020 ed entrate in vigore dal 2021. Al riguardo si rimanda alle considerazioni contenute *supra*, Capitolo I Paragrafo 1.5.

³⁶⁴ In particolare, il Presidente, l'Amministratore Delegato e il Direttore Generale di Atlantia hanno ritenuto opportuno rinunciare al 25% dei loro compensi fissi dal mese di maggio a fine 2020 destinando le relative somme a favore di iniziative per la comunità di Genova e per le famiglie dei dipendenti del Gruppo in difficoltà.

Nel 2021 poi, in vista del nuovo piano di *total reward* adottato a partire dal 2022, ha stipulato con le organizzazioni sindacali un pionieristico accordo quadro per un modello equo e inclusivo di *total reward*³⁶⁵.

Si tratta di un accordo particolarmente importante, delineato per tutti i dipendenti, senza distinzione di genere, età o inquadramento contrattuale, che delinea un sistema retributivo finalizzato ad incentivare il raggiungimento degli obiettivi aziendali di produttività e sostenibilità attraverso il riconoscimento di incentivi collegati al raggiungimento di obiettivi sostenibili e comuni a tutto il personale, l'implementazione della partecipazione azionaria dei lavoratori già avviata dal 2020 e il potenziamento degli strumenti di *welfare* aziendale.

Le pagine che seguiranno mirano dunque a rappresentare come il percorso intrapreso da Atlantia si inserisca perfettamente nel processo evolutivo che ha interessato il tema dell'*executive compensation* nella prospettiva della sostenibilità, come illustrato nel presente elaborato, e testimoni come le profonde innovazioni apportate nel rapporto tra impresa e lavoratori inevitabilmente conducano all'adozione di forme retributive dei dipendenti analoghe a quelle del *top management*, che siano sempre più trasparenti, eque e inclusive.

4.2 *Moving forward*. La Relazione sulla politica in materia di remunerazione 2021 e sui compensi corrisposti 2020

³⁶⁵ Si legge in particolare nel comunicato della società "Atlantia entra nella "We-Economy": via al nuovo modello di remunerazione", reperibile su <http://atlantia.com>, che la società con le organizzazioni sindacali si è impegnata a rendere strutturale la tutela e la valorizzazione di ogni diversità attraverso l'adozione di tutte le misure necessarie a garantire l'assoluta parità salariale, in particolare, tra i generi.

L'obiettivo di promuovere il successo sostenibile per tutti gli *stakeholders* tramite l'adozione di politiche retributive lungimiranti è evidente nella "Relazione sulla Politica di Remunerazione 2021 e sui Compensi corrisposti per l'anno 2020"³⁶⁶.

La Relazione si articola in due sezioni, come richiesto dall'art. 123 *ter* del TUF, una dedicata alla politica per l'esercizio 2021 per gli amministratori, gli organi di controllo o il *top management* e un'altra contenente il "resoconto" dettagliato dei compensi corrisposti nell'esercizio 2020³⁶⁷.

La politica retributiva della società a decorrere dal 2021 testimonia l'impatto dell'introduzione delle tematiche ambientali, sociali e di *governance* nell'agenda del *top management*, tramite innanzitutto la predisposizione di un sistema di incentivazione manageriale di breve e lungo termine che prevede anche obiettivi e metriche di natura non finanziaria, connessi alle *performance* sociali e ambientali³⁶⁸.

In particolare, in linea con il perseguimento del successo sostenibile previsto dall'art. 5 del Codice di *corporate governance*, la relazione precisa che circa 2/3 della retribuzione complessiva dell'amministratore delegato è variabile in funzione dei risultati annuali e pluriennali conseguiti dalla società, tramite l'erogazione di oltre il 50% in azioni della società in un periodo pluriennale, coerentemente con l'obiettivo di favorire la creazione di valore nel lungo termine.

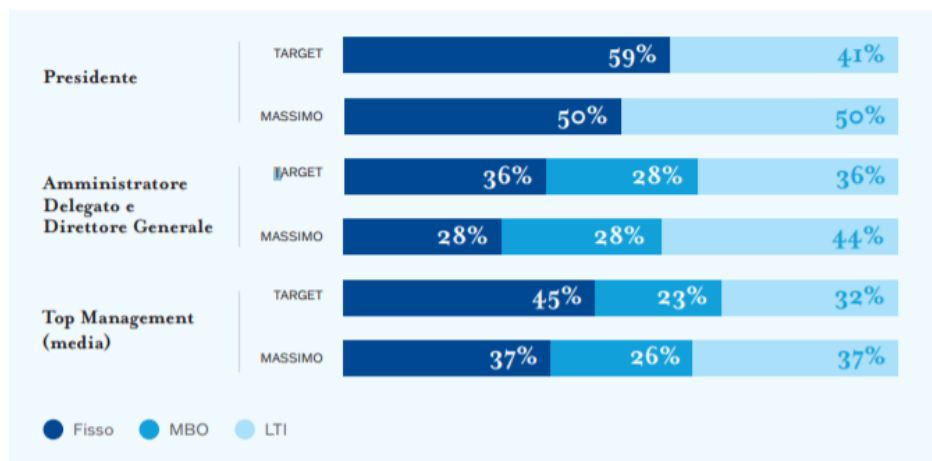
³⁶⁶ La Relazione, approvata dal Consiglio d'amministrazione di Atlantia in data 11 marzo 2021 su proposta del Comitato nomine, remunerazione e capitale umano, è reperibile sul sito <http://atlantia.com>.

³⁶⁷ Per un approfondimento sulle sezioni di cui si compone la relazione sulla politica retributiva della società con particolare riferimento al diverso valore del voto degli azionisti nelle due sezioni si veda *supra* Capitolo I, Paragrafo 1.5.

³⁶⁸ I principi cardine su cui si orienta la nuova politica sono: trasparenza, per mettere a disposizione degli *stakeholders* gli strumenti utili per valutare la coerenza della politica retributiva con l'obiettivo "prioritario" del valore sostenibile; semplicità e chiarezza; orientamento al lungo termine, al fine di rafforzare l'allineamento di interessi del *top management*, degli azionisti e degli *stakeholders*.

Anche la *disclosure ex ante* della retribuzione del vertice aziendale, necessaria per verificare che vi sia un legame chiaro e trasparente tra *performance* attesa e compenso, contribuisce all'obiettivo di protezione degli interessi degli azionisti e degli *stakeholders*, come peraltro conferma il collegamento della retribuzione variabile pluriennale a metriche di *Total Shareholder Return* e di sostenibilità³⁶⁹.

La finalità di bilanciare la componente fissa della retribuzione, prevista per compensare il *top manager* per il ruolo ricoperto, e la componente variabile di breve e lungo termine, di natura tendenzialmente incentivante della *performance*, per assicurare un solido legame tra *executive compensation*, *performance* e creazione di valore nel lungo periodo si riflette perfettamente nel *pay mix* dei vertici aziendali.



Come emerge dal grafico, il *pay mix* tiene conto di tre elementi, ossia la retribuzione fissa, la retribuzione variabile annuale e la retribuzione

³⁶⁹ Le modifiche introdotte nella politica retributiva per il 2021 tengono in considerazione i risultati del voto degli azionisti sulla politica dell'anno precedente. In quell'occasione, le motivazioni di voto contrario avevano riguardato prevalentemente l'esercizio di un'eccessiva discrezionalità ed un non chiaro collegamento tra i risultati conseguiti e le retribuzioni erogate, nonché l'elevato ammontare del pacchetto retributivo degli ex vertici aziendali, anche in ragione delle indennità legate alla cessazione del rapporto di lavoro.

variabile di lungo periodo. Ad eccezione del Presidente, il *top management* è destinatario di un compenso che infatti include oltre alla parte fissa, determinata in considerazione della professionalità e delle responsabilità connesse al ruolo, una parte variabile collegata al raggiungimento di *target* di natura economico-finanziaria, strategico-operativa e di sostenibilità³⁷⁰.



In particolare, è interessante notare che con specifico riferimento alle metriche di *performance* cui è ancorata la retribuzione variabile, il 20% ed il 30%, rispettivamente nella retribuzione variabile di breve e di lungo termine, dipende dal raggiungimento di obiettivi non finanziari ed è legato a tematiche ESG, quali la decarbonizzazione, la reputazione nei confronti degli *stakeholders*, le pari opportunità, la sicurezza e la *governance* di specifici temi individuati come prioritari nell'agenda ESG del gruppo³⁷¹.

³⁷⁰ Si specifica nella Relazione, a margine del grafico, che l'Amministratore Delegato è anche Direttore Generale di Atlantia, mentre il *top management* della società è composto dai ruoli a diretto riporto del Presidente o dell'Amministratore Delegato e ricomprende i seguenti dirigenti con responsabilità strategiche: direttori investimenti, direttore *corporate development & investor relations*, CFO in qualità di dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili. Il direttore *internal audit* è destinatario di sistemi di remunerazione variabile differenziati dal resto del *top management* e coerenti con il suo perimetro di responsabilità.

³⁷¹ Con riferimento alla retribuzione variabile di breve termine è inoltre prevista l'introduzione di un *cap*, ossia di un tetto massimo agli incentivi erogabili, e di clausole di *clawback*, in virtù delle quali, a determinate condizioni, la società può ripetere dal dirigente apicale gli incentivi erogati per un periodo di 5 anni. Con riferimento alla componente variabile di lungo termine, consistente nel "Piano *stock grant* 2021-2023", è prevista l'assegnazione gratuita di azioni a fronte del conseguimento di obiettivi di *performance*, di natura finanziaria e non, misurati su un arco pluriennale. È peraltro specificato che il valore della componente variabile

Con particolare riferimento alla risoluzione del rapporto di lavoro, la politica retributiva prevede l'erogazione di indennità in favore dei vertici aziendali da intendersi come sostitutive e in deroga ai trattamenti dovuti ai sensi della legge e del contratto collettivo nazionale del lavoro per i dirigenti di azienda produttrici di beni e servizi.

Attualmente, in virtù del contratto intercorrente tra l'amministratore delegato e la società, si prevede che in caso di recesso della società senza giusta causa, di revoca o mancato rinnovo della carica o riduzione di poteri od emolumenti senza giusta causa, di recesso del *top manager* per giusta causa o nei 90 giorni successivi al perfezionamento di un'operazione societaria che implichi un cambio degli assetti proprietari, spetti al medesimo la corresponsione di un'indennità forfettaria lorda pari al doppio della retribuzione media complessiva³⁷². Per il restante *top management* non sono stati invece stipulati accordi che regolino *ex ante* gli aspetti economici relativi all'eventuale risoluzione del rapporto di lavoro e troverà dunque applicazione la normativa vigente e il contratto collettivo nazionale del lavoro per i dirigenti di azienda produttrici di beni e servizi.

È possibile tuttavia che il Consiglio preveda una indennità per la cessazione anticipata del rapporto di amministrazione, per il suo mancato rinnovo o per la cessazione del rapporto di lavoro, definita in modo tale che il suo ammontare complessivo non superi un determinato numero di anni di retribuzione, nel rispetto in ogni caso di un tetto pari

all'assegnazione, non può comunque superare dei tetti massimi nel rapporto con la componente fissa e che esiste un tetto massimo al numero di azioni attribuibili ad ogni beneficiario. Il periodo di *vesting* è di 3 anni ed è introdotto un periodo di *lock-up* di 2 anni sul 50% delle azioni maturate, al netto di quelle vendute per coprire il carico fiscale, oltre delle clausole di *clawback* analoghe a quelle dipendenti dai compensi variabili di breve termine.

³⁷² Per tale si intende la somma della retribuzione fissa lorda percepita come dipendente alla data di cessazione, dell'emolumento fisso lordo percepito come amministratore delegato alla data di cessazione e della media degli ultimi 3 anni di quanto erogato a titolo di retribuzione variabile di breve termine (MBO).

a 24 mesi di retribuzione annua lorda e di media degli incentivi di breve termine erogati nel triennio.

Ciò che maggiormente colpisce del sofisticato piano retributivo del *top management* di Atlantia è in definitiva l'attenzione ai temi della sostenibilità, che entrano da protagonisti a far parte del *compensation package* dei dirigenti apicali.

È infatti innegabile che, soprattutto con riferimento alla retribuzione variabile di lungo termine, la previsione di valori soglia correlati ad obiettivi di natura non finanziaria risponda all'esigenza di creazione di valore nel lungo termine per gli azionisti e per tutti gli *stakeholders*. Un'esigenza che, pochi mesi più tardi, sarà ribadita ed implementata anche dall'accordo quadro stipulato dalla società con le sigle sindacali per estendere il Piano di *total reward* a tutti quanti i dipendenti senza alcuna distinzione di inquadramento contrattuale o anzianità di servizio.

4.3 L'accordo quadro per un modello equo ed inclusivo di *total reward* del 10 dicembre 2021

Come anticipato, a partire dal 2022 Atlantia ha adottato un piano di *total reward* tramite il quale viene delineato per tutti i dipendenti, senza differenza di genere, età o inquadramento, un sistema retributivo finalizzato ad incentivare il raggiungimento degli obiettivi aziendali di produttività e sostenibilità.

Si tratta di un progetto ambizioso, che la società ha deciso di realizzare attraverso il riconoscimento di incentivi collegati al raggiungimento di obiettivi di sostenibilità che a ben vedere sono comuni a tutta la comunità aziendale, l'implementazione della partecipazione azionaria

dei lavoratori, già avviata dal 2020, nonché il potenziamento degli strumenti di *welfare* aziendale³⁷³.

Come anticipato, anche le Organizzazioni Sindacali hanno inteso partecipare al suddetto piano di *total reward*, convenendo sulla necessità di condividere un modello di remunerazione che, superando la logica dell'inquadramento contrattuale e dell'anzianità di servizio, persegua l'equilibrio retributivo aziendale.

Il nuovo modello di *compensation* si inserisce in un più ampio progetto di rinnovamento delle politiche aziendali finalizzato a garantire la protezione degli interessi di tutti i partecipanti alla comunità da Atlantia, a partire dai suoi dipendenti.

Infatti, la società ha altresì stipulato un accordo che, sulla base dell'esperienza maturata durante la fase più acuta della crisi pandemica, ha introdotto un modello di lavoro "ibrido" finalizzato a disciplinare la difficile convivenza tra lavoro da remoto e lavoro in presenza nel rispetto dell'ottimale conciliazione dei tempi di vita e di lavoro. A tal fine le parti hanno concordato sulla necessità che la settimana lavorativa venga articolata in 3 giornate in presenza e in 2 giornate da remoto, pianificate con cadenza settimanale.

Per coniugare le esigenze organizzative con il diritto dei lavoratori al riposo e alla conciliazione dei tempi di vita e di lavoro, l'accordo ha inoltre introdotto delle "fasce orarie di disconnessione" – dalle 13.00 alle 14.00 e dalle 20.00 alle 8.00 – durante le quali il dipendente non è tenuto ad assicurare la connessione, né a svolgere la prestazione

³⁷³ Si legge in particolare nel comunicato della società "Atlantia entra nella "We-Economy": via al nuovo modello di remunerazione", reperibile su <http://atlantia.com>, che il modello di *compensation* è finalizzato a creare un'organizzazione connotata dalla ampia condivisione delle responsabilità e delle opportunità (una "We-Economy") tramite l'estensione a tutti i lavoratori, senza alcuna eccezione, dei sistemi di incentivazione variabile storicamente offerti solo al *management*. Anche per i non dirigenti (quadri ed impiegati) sono infatti previste opportunità premiali fino al 50% della retribuzione fissa con ulteriori opportunità ove si rilevino risultati di eccezionale rilievo.

lavorativa. Si tratta di tempi di disconnessione aziendale cui si aggiungono, peraltro, ulteriori 3 ore di disconnessione individuale. Nella scelta dei lavoratori da adibire al modello misto di lavoro in presenza e da remoto a società si impegnava peraltro a riconoscere priorità ai lavoratori in condizioni di particolare necessità, temporanea o permanente³⁷⁴.

In questo contesto, l'accordo sul nuovo modello inclusivo ed equo di *compensation* di Atlantia registra un ulteriore passo in avanti nella protezione dei diritti dei lavoratori nella prospettiva della promozione della sostenibilità sociale d'impresa.

Sulla scorta delle previsioni contenute nell'accordo, infatti, la retribuzione di ogni dipendente di Atlantia, e non solo di quelli apicali, riprodurrà dunque lo schema tradizionalmente utilizzato per strutturare i piani di *compensation* del *top management* e sarà composta da quattro elementi: la retribuzione fissa, la retribuzione variabile di breve e lungo termine, legata ad obiettivi di natura economico-finanziaria ma anche ambientale e sociale, i piani azionari annuali e i piani di *welfare* integrativi.

4.3.1 La retribuzione fissa tra valorizzazione delle competenze e fidelizzazione del personale

Il nuovo modello di *compensation* di Atlantia è, come anticipato, finalizzato ad accrescere le opportunità retributive e premiali per tutti i

³⁷⁴ Più in generale, per un approfondimento sui caratteri del lavoro da remoto, nella versione introdotta dalla L. n. 81 del 2017 e nella versione adottata nell'emergenza pandemica, si vedano i contributi in M. MARTONE, *Il lavoro da remoto. Per una riforma dell'emergenza oltre lo smart working*, in *Quad. arg. dir. lav.*, 2020.

dipendenti, rendendoli protagonisti della trasformazione societaria nella prospettiva sostenibile.

Ovviamente, il *pay mix* di ciascun lavoratore di Atlantia sarà innanzitutto composto, ancora prima delle componenti incentivanti e premiali, da una componente di retribuzione fissa, a sua volta suddivisa in monetaria e azionaria.

Con riferimento alla retribuzione fissa monetaria, l'accordo prevede che, fermi restando i livelli minimi di retribuzione stabiliti dal contratto collettivo nazionale del lavoro e nel rispetto dei principi di proporzionalità e sufficienza di cui all'art. 36 Cost., la retribuzione fissa viene definita sulla base dell'importanza del ruolo assegnato ai lavoratori. Ovviamente, l'importo fisso da erogare in favore del lavoratore dipende dall'inquadramento, individuato in ragione delle competenze, della rilevanza organizzativa, della professionalità e anche delle responsabilità assunte.

Accanto a questa componente monetaria, il piano di *compensation* prevede anche l'erogazione di una parte della retribuzione fissa in forma azionaria, rinvenendo in quest'ultima un fondamentale strumento di fidelizzazione del personale³⁷⁵.

A tal fine l'Azienda, per il triennio 2022-2025, assegna gratuitamente in favore di tutti i dipendenti di livello non dirigenziale n. 250 azioni annuali, la cui assegnazione è subordinata all'approvazione degli organi competenti ed eventualmente rinnovabile al termine del triennio con l'assegnazione di ulteriori 250 azioni annuali, a condizione che il rapporto di lavoro sia ancora in essere³⁷⁶.

³⁷⁵ La previsione ovviamente non scalfisce gli strumenti di partecipazione azionaria già in essere per i dirigenti e i quadri, così come individuati nella politica retributiva e incentivante descritta nella Relazione sulla politica in materia di remunerazione di Atlantia.

³⁷⁶ È significativo evidenziare che l'accordo riconosce altresì che, ai sensi dell'art. 51 comma 2 lett. g. del TUIR, le azioni così assegnate non concorrono a formare reddito da lavoro dipendente sino al limite di €2.065,83 in ragione di anno fiscale.

Si tratta di importanti previsioni che testimoniano l'attenzione delle parti sociali verso tutti gli *stakeholders*, e non solo verso gli azionisti, e che al contempo implementano le politiche retributive del personale della società nella direzione dell'equità retributiva, tramite il riconoscimento senza alcuna distinzione di inquadramento dei medesimi diritti retributivi a tutti i dipendenti.

4.3.2 L'estensione del sistema retributivo variabile del *top management* al restante personale

Il secondo elemento di cui si compone il *pay mix* è rappresentato dalla retribuzione variabile, storicamente intesa quale parte della retribuzione con funzione incentivante della *performance* e, quando utilizzata nei pacchetti retributivi del *top management*, finalizzata ad allineare gli interessi dei dirigenti apicali con quelli della società.

L'accordo in commento si segnala per la sua innovatività nell'estensione a tutti i dipendenti di Atlantia, senza alcuna distinzione relativa all'anzianità di servizio o all'inquadramento contrattuale, dello schema di retribuzione variabile articolato in obiettivi di natura finanziaria ma anche sociale e ambientale sinora riservato ai dirigenti apicali della società.

Così, nel riconoscere la retribuzione variabile quale fondamentale strumento per il perseguimento di obiettivi aziendali di produttività e sostenibilità condivisi e comuni a tutto il personale, il nuovo modello di *compensation* di Atlantia ne delinea una struttura articolata su un duplice livello, annuale e pluriennale.

Innanzitutto si riconosce a tutti i lavoratori una retribuzione premiale sotto forma di *management by objectives* (MBO), utile ai fini del

calcolo del TFR, legata al raggiungimento di obiettivi rilevanti per la società di natura finanziaria ma anche sociale e ambientale.

In particolare, rappresentano condizione per la corresponsione della parte variabile della retribuzione da un alto il raggiungimento di risultati economico-finanziari, nella misura del 50%, dall'altro il successo dell'area organizzativa di appartenenza ed il conseguente riposizionamento strategico di Atlantia, nella misura del 30%, dall'altro ancora la sostenibilità sociale e ambientale, nella misura del 20%³⁷⁷.

Ed ancora, nell'orizzonte temporale pluriennale, l'accordo quadro disciplina anche la retribuzione variabile di lungo termine per i dirigenti, a cui si aggiungono, a partire dal 2022, anche i quadri.

In tal caso, Atlantia riconosce in favore di entrambi una retribuzione variabile tramite assegnazione di azioni con lo scopo di coinvolgere quadri e dirigenti nella creazione di valore per gli azionisti ma anche per gli *stakeholders* nel lungo periodo.

Si tratta di azioni commisurate al raggiungimento di obiettivi triennali di diversa natura, non solo economici e finanziari ma anche di sostenibilità ambientale e sociale individuati dall'azienda nel *Long term incentives plan*³⁷⁸.

Le previsioni in tema di retribuzione variabile contenute nell'accordo quadro tra Atlantia e le organizzazioni sindacali sono particolarmente significative ai fini del presente lavoro.

Se da un lato confermano la rilevanza degli obiettivi di natura sociale e ambientale, da cui dipende la corresponsione della retribuzione

³⁷⁷ In particolare, tra gli obiettivi non finanziari figurano la riduzione delle emissioni, il decongestionamento del traffico, la fiducia e la reputazione presso gli *stakeholders*, l'etica e la *governance*. Specifiche previsioni vengono poi introdotte ai fini contributivi, ed in particolare con riferimento alle agevolazioni di cui all'art. 1 commi 67 e seguenti della L. n. 247 del 2007 e di cui all'art. 1 commi 182 e seguenti della L. n. 208 del 2015.

³⁷⁸ Si noti che, ai sensi dell'art. 51 comma 2 lett. g. del TUIR, le azioni in commento non concorrono a formare reddito da lavoro dipendente sino al limite di € 2.065,83 in ragione di anno fiscale.

variabile, dall'altro dimostrano come l'estensione di questi obiettivi ad una platea di destinatari più ampia del solo *top management* non solo sia possibile, ma sia anche opportuno nella prospettiva di lungo periodo. Dette previsioni infatti, seppur differenziando, nella fase iniziale di attuazione, gli strumenti di breve o lungo periodo da riconoscere e assegnare ai dipendenti rispetto a quelle previste in favore di quadri e dirigenti, innovano in maniera significativa la politica retributiva e incentivante della società, ponendosi come esempio di *pay equity* per ogni altra organizzazione produttiva³⁷⁹.

4.3.3 Retribuzione in natura e strumenti di *welfare*

Corollario delle previsioni in tema di retribuzione fissa e variabile è rappresentato dalla disciplina in tema di retribuzione in natura contenuta nell'accordo quadro che segna l'ingresso di Atlantia nella "We Economy".

Sul presupposto che la retribuzione in natura ed il *welfare* aziendale rappresentino un fondamentale strumento di soddisfazione dei bisogni primari personali e familiari, l'accordo amplia a partire dal 2022 le opportunità riconosciute in favore non solo del *top management* ma di tutti i dipendenti.

Si prevede, in particolare, in favore di tutti i dipendenti, indipendentemente dal livello di inquadramento contrattuale e

³⁷⁹ Non è certamente questa la sede per affrontare il delicato e complesso tema del coinvolgimento dei lavoratori nell'impresa tramite previsioni retributive flessibili quale rimedio per le ipotesi di scarsa produttività, ma è opportuno rinviare sul tema alle considerazioni di G. ZILIO GRANDI, *La retribuzione. Fonti, struttura, funzioni*, cit., in particolare pag. 419 nonché a quelle di M. TIRABOSCHI, *Partecipazione finanziaria: caso italiano e prospettiva comparata*, in I. SENATORI (a cura di), Milano, 2008, pag. 370 e segg. e T. TREU, *Le forme retributive incentivanti*, cit., pag. 637 e segg..

dall'anzianità di servizio, e senza alcuna distinzione di età, genere, nazionalità ed etnia, un piano *welfare* di importo fisso, stabilito dalla società, per usufruire tramite la piattaforma aziendale di un paniere di servizi, prestazioni e *benefit*. Particolarmente significativa è la previsione che l'utilizzo del piano da parte del dipendente avvenga autonomamente, senza controllo datoriale, in ciò contribuendo significativamente al rafforzamento del rapporto fiduciario tra datore di lavoro e dipendente soprattutto nella prospettiva di lungo periodo³⁸⁰. Sempre a partire dal 2022 Atlantia riconoscerà inoltre a tutti i propri dipendenti una polizza sanitaria estendibile anche ai familiari e una polizza vita, in aggiunta al piano *welfare* e agli altri strumenti attualmente in essere. Ed ancora, tra le numerose iniziative promosse a favore della mobilità sostenibile, sarà garantito l'abbonamento annuale dei mezzi pubblici utilizzati per raggiungere le sedi di lavoro³⁸¹.

4.3.4 Il contrasto alle discriminazioni e al *gender pay gap*

Da ultimo, l'accordo quadro per il nuovo modello equo e inclusivo di *total reward* di Atlantia si occupa di fornire un *core* di tutele contro ogni discriminazione attraverso la promozione dell'inclusione e la tutela della diversità, a partire da quella di genere, e della fragilità.

³⁸⁰ A titolo esemplificativo, il dipendente potrà scegliere di impiegare il proprio piano *welfare* per l'istruzione dei figli, l'assistenza agli anziani, il rimborso degli interessi sui mutui, i viaggi e il divertimento, lo sport ed il benessere, la cultura e la formazione, il carburante, le spese alimentari, gli acquisti *on line*.

³⁸¹ Il tema del *mobility management* aziendale è divenuto di primaria importanza nell'agenda degli attori del sistema economico e giuridico, come peraltro testimonia l'approvazione del decreto n. 209 del 2021 da parte dal Ministero per la transizione ecologica e dal Ministero delle infrastrutture e della mobilità sostenibili delle linee guida per la redazione e l'attuazione dei piani degli spostamenti casa-lavoro da parte dei *mobility manager*.

In particolare, nel rispetto dei principi sanciti dalla Convenzione OIL n. 190 del 2019³⁸² e dalla Strategia UE per la Parità di genere 2020-2025³⁸³, Atlantia e le organizzazioni sindacali si sono impegnate a rendere strutturale la tutela e la valorizzazione di ogni diversità attraverso l'adozione di tutte le misure necessarie a garantire l'assoluta parità salariale, in particolare, tra i generi.

In quest'ottica, Atlantia adotterà con cadenza annuale un rapporto attestante le politiche e le iniziative intraprese per ridurre il divario di genere con riferimento ai profili di crescita in azienda, parità retributiva a parità di mansioni, tutela della maternità e della bigenitorialità³⁸⁴.

A conferma che la previsione del rapporto corrisponda ad un passo verso la realizzazione dell'effettiva sostenibilità sociale, in particolare di genere, delle politiche retributive di Atlantia, l'accordo specifica che il rapporto dovrà essere redatto in particolare redatto tenendo in considerazione, tra l'altro, con riferimento ad entrambi i sessi, il numero di dipendenti occupati, il numero di dipendenti in stato di gravidanza, i

³⁸² La convenzione OIL n. 190 del 2019 rappresenta il primo trattato internazionale sulla violenza e le molestie nel mondo del lavoro ed è entrato in vigore il 25 giugno 2021, due anni dopo la sua adozione in seno alla Conferenza Internazionale del Lavoro dell'OIL. Unitamente alla Raccomandazione n. 206, la Convenzione n. 190 riconosce il diritto di tutti a un mondo del lavoro libero da violenza e molestie e fornisce un quadro di azione a tutti gli Stati che aderiscono alla Convenzione.

³⁸³ La Strategia europea per la parità di genere 2020-2025 contiene gli obiettivi strategici e le azioni necessarie per compiere progressi significativi entro il 2025 verso un'Europa garante della parità di genere. Come si legge nella descrizione della strategia "la meta è un'Unione in cui le donne e gli uomini, le ragazze e i ragazzi, in tutta la loro diversità, siano liberi di perseguire le loro scelte di vita, abbiano pari opportunità di realizzarsi e possano, in ugual misura, partecipare e guidare la nostra società europea". Tra i principali obiettivi della strategia figurano la fine della violenza di genere, il contrasto agli stereotipi sessisti, la riduzione del divario di genere nel mercato del lavoro, la parità nella partecipazione ai diversi settori economici, il contrasto al divario retributivo e pensionistico.

³⁸⁴ Sul percorso verso l'affermazione in Italia della tutela della bigenitorialità sul lavoro si veda M. MARTONE, *Lavoro da remoto e bigenitorialità: come cogliere nella crisi epidemiologica un'opportunità di modernizzazione sociale*, in ID. (a cura di), *Il lavoro da remoto*, cit., pag. 145 e ancora prima ID., *Sulla nullità del licenziamento del marito: un altro passo verso la bigenitorialità*, in *Giur. it.*, 2017, 7, pag. 1655 e segg. nonché E. DE MARCO, *Congedo di paternità e riduzione del premio di risultato: verso la tutela della bigenitorialità*, in *Arg. dir. lav.*, 2021, 5, pag. 1253 e segg..

criteri adottati nei processi di reclutamento, l'inquadramento contrattuale iniziale e le eventuali successive modifiche, il ricorso a contratti di lavoro a tempo pieno e parziale, i criteri utilizzati per l'accesso alla qualificazione professionale e alla formazione manageriale, le misure utilizzate per promuovere la conciliazione dei tempi di vita e di lavoro.

Con specifico riguardo poi al trattamento economico, il rapporto dovrà indicare, con riferimento ad entrambi i sessi, l'importo della retribuzione complessiva, delle relative componenti accessorie, delle indennità, anche collegate al risultato, dei bonus, di ogni altro beneficio in natura o erogazione riconosciuta.

Infine, nell'ottica della valorizzazione delle competenze delle future generazioni di lavoratori, Atlantia ha concordato di incrementare l'indennità mensile degli *stage* e dunque di introdurre una misura concreta che rappresenti simbolicamente il primo passo verso la riduzione del *gap* professionale e occupazionale esistente tra l'Italia ed altri paesi dell'Unione Europea.

In conclusione, il raggiungimento di un'effettiva parità, soprattutto di genere, all'interno della comunità di Atlantia se da un lato risponde all'esigenza di creare un ambiente lavorativo inclusivo all'interno della società, dall'altro costituisce uno degli imprescindibili obiettivi di natura non finanziaria scelti dalla società per valutare la *performance*, societaria ed individuale, nella prospettiva della creazione di valore per i lavoratori presenti e per quelli futuri³⁸⁵.

³⁸⁵ Come anticipato infatti la parità di genere rappresenta uno dei parametri da cui dipende la retribuzione variabile di lungo periodo, così come rappresentato nella politica retributiva societaria descritta *supra*, in questo Capitolo, Paragrafo 4.2.

CONCLUSIONI

LA SOSTENIBILITÀ DELLE POLITICHE RETRIBUTIVE NEL CONTESTO POST PANDEMICO

In un contesto in cui si era già iniziato a registrare un crescente interesse a livello mondiale verso i temi della sostenibilità, l'emergenza epidemiologica è dunque intervenuta svelando tutti i rischi strutturali, sociali e ambientali del vecchio modo di produrre e reso evidente l'importanza di orientare l'azione di tutti gli attori del sistema economico al perseguimento dei valori di sviluppo e successo sostenibile³⁸⁶.

Si può in conclusione prevedere che, all'indomani della più grande crisi sanitaria degli ultimi decenni, anche il lavoro subirà delle ripercussioni che inevitabilmente porteranno a valorizzare i diritti sociali ed a promuoverne la rilevanza anche nella strutturazione del rapporto di lavoro e delle dinamiche retributive³⁸⁷.

Ed è di tutta evidenza che, nel contesto post pandemico, un ruolo centrale inevitabilmente spetterà all'impresa che, come testimoniano gli ultimi lavori del *World Economic Forum*, dovrà inevitabilmente

³⁸⁶ Come illustrato *supra*, Capitolo III, il principio di sostenibilità nasce e si diffonde in ambito internazionale con la finalità di tutelare i bisogni essenziali dell'essere umano in un determinato contesto ambientale e sociale, e nel tempo, è stato rivolto ad ambiti materiali diversi come quello socio-demografico e quello economico-finanziario, sino ad acquisire la finalità di garantire un generale e graduale miglioramento delle condizioni di vita della popolazione mondiale, non solo futura ma anche attuale.

³⁸⁷ Sull'esigenza di valorizzare il nesso che deve intercorrere tra *executive compensation* ed indici ESG, avvertita già prima dell'emergenza sanitaria del Covid-19, si veda J. KOORS, *Executive compensation and ESG*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 10 settembre 2019.

orientare la propria azione al perseguimento dei valori di sostenibilità, trasparenza, etica e contrasto alla corruzione secondo la formula dello *stakeholder capitalism*, come peraltro è già possibile sulla base degli indici ESG³⁸⁸.

E così come per contrastare gli effetti perversi dello *short termism* che avevano portato alla crisi economica è stato necessario intervenire sui sofisticati piani di *compensation* del *top management*, anche nella normalità post pandemica lo strumento indispensabile per orientare i meccanismi d'impresa all'idea di successo e sviluppo sostenibile è orientare i sistemi retributivi dei dirigenti apicali al perseguimento di obiettivi di natura anche non finanziaria e di politiche di sostenibilità sociale e ambientale, quali l'implementazione dell'attenzione sui temi del rispetto dei diritti umani, della salute e sicurezza sul luogo di lavoro, dell'inclusione delle diversità e della parità di genere, della bigenitorialità, del contrasto alla corruzione, della crescita di utilizzo delle energie rinnovabili e della riduzione delle emissioni di CO2 nei processi di produzione³⁸⁹.

Una direzione peraltro già suggerita da quei provvedimenti che, come approfondito nel presente lavoro, sono intervenuti sulla struttura del *compensation package* del *top management* promuovendo l'adozione di politiche di investimento orientate ai valori di sostenibilità sociale e ambientale in grado di creare valore nel lungo termine.

³⁸⁸ È infatti di tutta evidenza che la crisi economica prima e quella sanitaria dopo abbiano sensibilizzato gli attori del sistema politico, economico e giuridico verso il riconoscimento di un ruolo considerevole ai meccanismi di differimento di alcuni importi della retribuzione in maniera proporzionale rispetto all'orizzonte temporale dei rischi presi in considerazione.

³⁸⁹ Sulla necessità che le politiche retributive del *top management* vengano riadattate alla nuova normalità al fine di continuare a motivare la *leadership* e la *performance* si veda J. O' BRIEN – D. E. KAHAN – M. J. SCHOBEL, *Covid-19: what compensation committees should be thinking about today*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 31 marzo 2020.

I risultati acquisiti nell'indagine evidenziano infatti come, nel prossimo futuro, il ripensamento delle componenti dell'*executive compensation* che allinei gli interessi del *management* con quelli dell'impresa al perseguimento degli indici ESG rappresenti avamposto del lento processo di adeguamento delle retribuzioni di tutti i lavoratori al raggiungimento degli obiettivi di trasparenza, etica, sostenibilità inclusione, dignità del lavoro e prevenzione della corruzione³⁹⁰.

La vera sfida, per le imprese di domani, sarà dunque quella di evitare che questi fondamentali valori di sostenibilità rimangano privi di adeguati strumenti di misurazione, di indici e metriche che, consentendone la valutazione in un orizzonte temporale molto ampio, riescano ad arginare il rischio che le esigenze di protezione degli *stakeholders* e di sostenibilità dell'impresa e del lavoro rimangano ancora troppo a lungo confinate nell'alveo semantico del loro enunciato³⁹¹.

³⁹⁰ Esempificativo è il caso di Atlantia S.p.A., illustrato nel capitolo conclusivo del presente elaborato, che testimonia da un lato la progressiva valorizzazione delle metriche di sostenibilità nella definizione del *compensation package* dei vertici aziendali e dall'altro anticipa l'esigenza di estendere a tutti i dipendenti, a prescindere dall'inquadramento contrattuale e dall'anzianità di servizio, politiche retributive uniformi che promuovano la sostenibilità.

³⁹¹ Sulla tendenza degli investitori finanziari a preferire la sostenibilità degli investimenti, nella prospettiva di una maggiore responsabilizzazione del mercato verso i temi dello sviluppo sociale e ambientale sostenibile, si veda S. COLLINS – K. SULLIVAN, *Advancing ESG Investing: A holistic approach for investment management firms*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 11 marzo 2020. Da ultimo, sull'evoluzione dello sviluppo sostenibile nel campo della finanza si veda il numero monografico di CONSOB, *La finanza per lo sviluppo sostenibile. Tendenze, questioni in corso e prospettive alla luce dell'evoluzione del quadro regolamentare dell'Unione europea*, 2021, 1.

BIBLIOGRAFIA

AA. VV., *La previdenza dei dirigenti di azienda nel sistema pensionistico italiano*, Milano, 1983;

AA. VV., *La retribuzione che cambia*, numero monografico di *Dir. lav. rel. ind.*, 1996;

AA.VV., *L'autodisciplina in materia di corporate governance. Un'analisi dell'esperienza italiana*, in *Quad. giur. Consob*, 2013, 2;

AA.VV., *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, in *Giur. comm.*, 2015, pag. 211 e segg.;

Aa. Vv., *Retribuzione e occupazione. Colloqui giuridici sul lavoro*, supplemento a *Guida al lav.*, 2014, 1;

A. ABBADESSA, *Il direttore generale*, in G.E. COLOMBO – G. B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, IV, Torino, 1991, pag. 460 e segg.;

P. ABBADESSA – F. CESARINI (a cura di), *La legge per la tutela del risparmio. Un confronto tra giuristi ed economisti*, Bologna, 2007;

G. ACERBI, *Osservazioni sulle stock options e sull'azionariato dei dipendenti*, in *Riv. Soc.*, 1998, pag. 1194 e segg.;

G. ALPA, *Responsabilità degli amministratori di società e principio di "sostenibilità"*, in *Contratto e impresa*, 2021, 3, pag. 721;

S. ALVARO – B. LUPINI, *Le linee di azione della Commissione europea in materia di corporate governance e i riflessi sull'ordinamento italiano*, in *Quad. giur. Consob*, 2013, 3, pag. 28 e segg.;

C. AMATUCCI, *I riflessi delle stock options sulle cause determinanti della crisi finanziaria*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, pag. 547 e segg.;

C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale*, Padova, 2003;

C. ANGELICI, *Le azioni*, sub Art. 2349 c.c., in P. SCHLESINGER (diretto da), *Commentario Il Codice Civile*, Milano, 1992;

C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, I, in *Trattato Cicu-Messineo*, Milano, 2012, pag. 40;

L. ANGIELLO, *La retribuzione*, in *Comm. Cod. civ.*, a cura di P. SCHLESINGER, Milano, 1990;

F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2014;

T. ASCARELLI, *Appunti di diritto commerciale. Società e associazioni commerciali*, Roma, 1936;

T. ASCARELLI, *Principi e problemi delle società anonime*, in *Studi in tema di società*, Milano, 1952, pag. 3 e segg.;

T. ASCARELLI, *Riflessioni in tema di titoli azionari e società tra società*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1952, I, pag. 387 e segg.;

M. V. BALLESTRERO, *Riflessioni in tema di inderogabilità dei contratti collettivi*, in *Riv. it. dir. lav.*, 1989 I, pag. 257 e segg.;

C. BABBAGE, *On the economics of machinery and manufactures*, Londra, 1832, pag. 257 e segg.;

G. BAGLIONI, *Lavoro e decisioni nell'impresa*, Bologna, 2011;

L. BARASSI, *Il diritto del lavoro*, Milano, 1957;

M. BARBERA, *Il licenziamento alla luce del diritto antidiscriminatorio*, in *Riv. giur. lav.* 2013, I, pag. 139;

M. BARBIERI, *La nuova disciplina sostanziale del licenziamento individuale: prime risposte giurisprudenziali*, in *Riv. giur. lav.* 2013, II, 333;

G. BARTALINI, *La responsabilità degli amministratori e dei direttori generali di società per azioni*, Torino, 2000;

L. BEBCHUCK – J. FRIED, *Pay without performance: the unfulfilled promise of executive compensation*, Harvard University Press, 2004;

L. A. BEBCHUK – J. M. FRIED, *Paying for long-term performance*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2010, 158, pag. 1915 e segg.;

L. BEBCHUCK – J. FRIED – D. WALKER, *Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation*, in *University of Chicago Law Review*, 2002, pag. 69;

A. BEGHETTO, *La remunerazione degli amministratori nelle società quotate*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2012, pag. 78 e segg.;

- S. BELLOMO, *Retribuzione sufficiente e autonomia collettiva*, Torino, 2002;
- S. BELLOMO, *Retribuzione (voce)*, in *Enc. giur. Treccani*, vol. XVIII, Roma, 2009;
- S. BELLOMO, *La retribuzione*, in G. SANTORO PASSARELLI (a cura di), *Diritto e processo del lavoro e della previdenza sociale. Privato e pubblico*, VII ed., Torino, 2017, pag. 921 e segg.;
- S. BHAGAT – R. ROMANO, *Reforming executive compensation: focusing and committing to the long-term*, in *Yale Law & Economics Research Paper No. 374*, reperibile in SSRN, 2009;
- M. BIANCA, *Diritto civile. La responsabilità*, Milano, 1994;
- M. BIANCA, *Diritto civile. Il contratto*, Milano, 2000;
- L. A. BIANCHI, *Il Tuf e il consiglio di amministrazione degli emittenti*, in *Riv. soc.*, 2014, pag. 831 e segg.;
- F. BIANCHI D'URSO, *Onnicomprensività e struttura della retribuzione*, Napoli, 1984;
- R. BIANCHINI, *I compensi degli amministratori di società partecipate da enti locali (breve note in ordine all'art. 6, co 6°, del D.L. n. 78/2010)*, in *Giust. amm.*, 2010, pag. 116 e segg.;
- R. BIFULCO, *Diritto e generazioni future. Problemi giuridici della responsabilità intergenerazionale*, Milano, 2008;

R. BIFULCO, *Jefferson, Madison e il momento costituzionale dell'Unione. A proposito della riforma costituzionale sull'equilibrio di bilancio*, in *Rivista AIC* (reperibile su <http://rivistaaic.it>), 2012, 2;

P. A. BIZZARRI, *La giusta retribuzione del lavoro*, Pescara, 1959;

A. BLANDINI – O. DE CICCO – E. LOCASCIO ALIBERTI, *Socio e Società nella società per azioni (in crisi): dal diritto di opzione al "bail-in" (con notazioni sulle ragioni di Mazzarò)*, in *Riv. dir. soc.*, 2016, 4, 1, pag. 749 e segg.;

A. S. BLINDER, *Crazy compensation and the crisis*, in *Wall street journal*, 28 maggio 2009;

A. L. BONAFINI, *Compensi degli amministratori*, in F. GHEZZI (a cura di), *Amministratori*, in *Commentario Marchetti*, Milano, 2005, sub art. 2389, pag. 351 e segg.;

G. BOLEGO – L. NOGLER, *Opinioni sul licenziamento per motivi economici*, in *Giorn. dir. lav. rel. ind.* 2014, pag. 327;

A. BOLLANI, *Licenziamento del dirigente e regimi di tutela*, in Aa. Vv., *La dirigenza*, in *Quad. dir. lav. rel. ind.*, 2009, pag. 31 e segg.;

F. BONELLI, *Gli amministratori di S.p.A. a dieci anni dalla riforma del 2003*, Milano, 2010;

A. BOSCATI, *Verifica dei risultati. Responsabilità dirigenziali*, in F. CARINCI – M. D'ANTONA (a cura di), *Il lavoro alle dipendenze delle amministrazioni pubbliche*, I, Milano 2000;

S. BOZZI, *Stock options. Aspetti economici, fiscali e contabili*, Milano, 2006;

V. BRINO, *Diritto del lavoro e catene globali del valore*, Torino, 2020;

S. BRUN, *Le fonti di determinazione della retribuzione variabile tra i limiti all'autonomia individuale e il ruolo suppletivo del giudice: le guidelines della giurisprudenza francese*, in *Riv. it. dir. lav.*, 2005, pag. 578;

S. BRUN, *L'obbligo di repêchage tra elaborazione giurisprudenziale e recenti riforme*, in *Riv. it. dir. lav.* 2013, II, pag. 781;

S. BRUNO–F. BIANCONI, *Il voto assembleare sulle politiche di remunerazione degli amministratori: procedure, risultati, prospettive*, in *Riv. soc.*, 2014, pag. 1289-1299;

L. BRUSCUGLIA, *Pendenza della condizione e comportamento secondo buona fede*, Milano, 1975, pag. 110 e segg.;

S. BURCHMAN, *A new framework for executive compensation*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 13 marzo 2020;

L. BUSICO, *Responsabilità disciplinare e responsabilità dirigenziale del dirigente pubblico medico*, in *Lav, dir. eur.*, 1 settembre 2021;

M. CAFAGNO, *Principi e strumenti di tutela dell'ambiente*, Torino, 2007;

V. CAGNIN, *Diritto del lavoro e sviluppo sostenibile*, Padova, 2018;

V. CALANDRA BUONAURA, *I modelli di amministrazione e controllo nella riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2003, I, pag. 535 e segg.;

C. CALANDRA BUONAURA, *Responsabilità sociale dell'impresa e doveri degli amministratori*, in *Giur. comm.*, 2011, 1, pag. 546 e segg.;

V. CALANDRA BUONAURA, *La gestione societaria dell'impresa in crisi*, in M. CAMPOBASSO, *Società, banche e crisi di impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, Torino, 2014, III, pag. 2596;

L. CALVOSA – S. ROSSI, *Gli equilibri di genere negli organi di amministrazione e controllo delle imprese*, in *Osservatorio dir. civ. comm.*, 2013, pag. 3 e segg.;

M. CAMPOBASSO, *I compensi degli amministratori di società quotate: l'esperienza italiana*, in *Riv. soc.*, 2011, pag. 702 e segg.;

I. CAPELLI, *La sostenibilità ambientale e sociale nelle politiche di remunerazione degli amministratori delle società quotate: la rilevanza degli interessi degli stakeholder dopo la SHRD II*, in *Orizz. dir. comm.*, 2020, 2;

S. CAPIELLO, *La remunerazione degli amministratori. "Incentivi azionari" e creazione di valore*, Milano, 2005;

F. CAPRIGLIONE, *La governance bancaria tra interesse d'impresa e regole prudenziali (disciplina europea e specificità della normativa italiana)*, in *Riv. trim. dir. ec.*, 2014, 1, pag. 66 e segg.;

F. CAPURRO, *Natura retributiva del bonus e finzione di avveramento della condizione*, in *Riv. crit. dir. lav.*, 2008, pag. 248;

B. CARAVITA, *Diritto dell'ambiente*, Bologna, 2005;

F. CARINCI (a cura di), *Il sistema retributivo verso gli anni '90*, Napoli, 1988;

M. CARNEVALE, *Contratto condizionato e buona fede*, in *I contratti*, 2005, 6, pag. 559 e segg.;

B. CARUSO – C. ZOLI – L. ZOPPOLI (a cura di), *La retribuzione. Struttura e regime giuridico*, Napoli, 1994;

V. CASSÌ, *La retribuzione nel contratto di lavoro*, Milano, 1954;

M. C. CATAUDELLA, *Determinazione giudiziale della retribuzione sufficiente e ruolo della contrattazione collettiva*, in *Giur. it.*, 2010, 11, pag. 2374 e segg.;

M. C. CATAUDELLA, *La Corte costituzionale torna sullo spoils system una tantum*, in *Dir. rel. ind.*, 2009, 1, pag. 125 e segg.;

M. C. CATAUDELLA, *La Corte costituzionale dichiara incostituzionale lo spoils system una tantum*, in *Arg. dir. lav.*, 2007, 4-5, 2, pag. 1003;

M. C. CATAUDELLA, *La retribuzione nel tempo della crisi tra principi costituzionali ed esigenze del mercato*, Torino, 2013;

M. C. CATAUDELLA, *Il licenziamento disciplinare tra questioni procedurali e sostanziali*, in *Giur. it.*, 2019, 11, pag. 2462 e segg.;

P. L. CELLI, *Che cos'è il management*, Milano, 2013;

G. CENTAMORE, *Ancora sulle clausole del contratto collettivo di dimissioni per facta concludentia*, in *Arg. dir. lav.* 2014, pag. 169;

M. CERBONE, *Accordi sindacali e ruolo del giudice nella nuova disciplina dei licenziamenti collettivi*, in *Riv. it. dir. lav.* 2014, I, pag. 419;

E. CESARO, *Il contratto e l'opzione*, Napoli, 1969;

C. CESTER, *La norma inderogabile: fondamento e problema del diritto del lavoro*, in *Giorn. Dir. lav. rel. ind.*, 2008, 119, 3, pag. 341;

M. CINELLI, *Retribuzione dei dipendenti privati*, in *Noviss. Dig.*, App. VI, 1986, pag. 685 e segg.;

C. CLARK, *Corporate law*, Boston, 1986;

J. C. COFFEE, *What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990s*, Columbia Law School, 2004, *Working Paper* n. 214, disponibile su <http://www.ssrn.org>;

J. C. COFFEE, *The political economy of Dodd-Frank: why financial reform tends to be frustrated and systemic risk perpetuated*, in *Cornell Law Review*, 2012, reperibile su <https://scholarship.law.columbia.edu>

J. C. COFFEE, *Bail-ins versus bail-outs: using contingent capital to mitigate systemic risk*, 2010, in *Columbia law and economics working paper series*, 2010, 380, reperibile su <https://scholarship.law.columbia.edu>;

S. COLLINS – K. SULLIVAN, *Advancing ESG Investing: A holistic approach for investment management firms*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 11 marzo 2020;

S. M. CORSO, *La nuova disciplina delle dimissioni tra libertà di forma e presunzione di non spontaneità*, in *Dir. rel. ind.* 2013, pag. 1159;

G. COSTA, *Remunerazione variabile, incentivazione e politiche retributive*, in *RI*, 1989, pag. 273;

R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2010, pag. 289 e segg.;

C. CRISTOFOLINI, *Sulla legittimità del licenziamento del lavoratore che registra e produce in giudizio le conversazioni intrattenute con i colleghi*, in *Arg. dir. lav.* 2014, pag. 783;

G. CUTILLO – F. FONTANA, *Manuale di executive compensation e corporate governance*, Milano, 2015;

M. D'ANTONA, *Le nozioni giuridiche della retribuzione*, in *Giorn. dir. lav. rel. ind.*, 1984, 22;

M. D'ANTONA, *Partecipazione dei lavoratori alla gestione delle imprese*, in *Enc. Giur.*, XXII, 1990 ora in *ID.*, *Opere*, II, Milano, 2000;

M. L. DE CRISTOFARO, *La giusta retribuzione*, Bologna, 1971;

M. L. DE CRISTOFARO, *Commento agli artt. 36 e 37*, in G. BRANCA (a cura di), *Commento alla Costituzione*, Bologna - Roma, 1979, pag. 229 e segg.

P. DELL'ANNO, *Principi del diritto ambientale europeo e nazionale*, Milano, 2004;

C. DELL'ARINGA, C. LUCIFORA, T. TREU (a cura di), *Salari, produttività, diseguaglianze. Verso un nuovo modello contrattuale?*, Bologna, 2017;

M. DELL'OLIO, *La retribuzione*, in P. RESCIGNO (diretto da), *Trattato di diritto privato*, 15, I, Torino, 1986, p. 461 ss.;

M. DELL'OLIO, *Retribuzione, quantità e qualità di lavoro, qualità di vita*, in *Arg. dir. lav.*, 1995, pag. 1 e segg.;

M. DELL'OLIO, *La stabilità convenzionale*, in *Arg. dir. lav.*, 1998, pag. 181 e segg.

M. DELL'OLIO, *La retribuzione*, in P. RESCIGNO (diretto da), *Trattato di diritto privato*, XV, 1, *Impresa e lavoro*, II ed., Torino, 2004, pag. 595 e segg.;

M. DELL'OLIO, *I collaboratori dell'imprenditore*, in *Tratt. R.*, 15, 1, Torino, 2004;

R. DE LUCA TAMAJO, *Nuovi istituti e funzioni della retribuzione tra flessibilità e garanzie costituzionali*, in G. MARTINENGO – A PERULLI (a cura di), *Struttura retributiva nel lavoro privato e riforma del pubblico impiego*, Padova, 1998;

E. DE MARCO, *Licenziamento e preavviso. Il diritto al preavviso nel licenziamento per superamento del comparto*, in *Giur It.* 2018, 5, pag. 1167;

E. DE MARCO, *Congedo di paternità e riduzione del premio di risultato: verso la tutela della bigenitorialità*, in *Arg. dir. lav.*, 2021, 5, pag. 1253 e segg.;

D. DE MASI – A. BONZANINI (a cura di), *Trattato di sociologia del lavoro e dell'organizzazione. L'industria*, Milano, 1988;

A. DONINI, *Giusta causa di dimissioni tra inadempimento datoriale e comportamento concludente del lavoratore*, in *Riv. it. dir. lav.*, 2012, II, pag. 657;

G. DONNA, *Le scelte complesse dei meccanismi d'incentivazione*, in *L'impresa*, 1985, 6, pag. 35;

F. EASTERBROOK – D. FISCHEL, *The economic structure of corporate law*, London, 1991;

L. EINAUDI, *Lezioni di politica sociale*, Torino, 1949;

G. EMINENTE, *La managerialità*, in D. DE MASI – A. BONZANINI (a cura di), *Trattato di sociologia del lavoro e dell'organizzazione. L'industria*, Milano, 1988, pag. 263;

R. FABOZZI, *Indennità sostitutiva del preavviso ed estinzione del rapporto di lavoro*, in *Il Diritto del lavoro*, 2005, 3, 2, pag. 258 e segg.;

R. FABOZZI, *L'assenza di certezze in tema di prescrizione dei crediti retributivi*, in *Mass. giur. lav.*, 2018, 1, pag. 9 e segg.;

R. FABOZZI, *Erogazione dei trattamenti di fine servizio: una questione ancora aperta*, in *Mass. giur. lav.*, 2020, 2, pag. 481;

M. FALSONE, *Le dimissioni «qualificate» del dirigente in caso di «trasferimento di fatto»*, in *Riv. it. dir. lav.* 2012, II, pag. 36;

M. FALSONE, *Risarcimento del danno in caso di licenziamento illegittimo e rifiuto della proposta di riassunzione: un discutibile revirement della cassazione*, in *Riv. it. dir. lav.* 2014, II, pag. 3;

V. FERRANTE, *Licenziamento dell'ultrasessantenne in possesso dei requisiti per la pensione (art. 24, 4° comma, d.l. 201/2011): lex minus dixit quam voluit?*, in *Riv. it. dir. lav.* 2014, II, pag. 221;

P. FERRARI, *Sull'intervento del Fondo di garanzia per insolvenza del datore di lavoro*, in *Giur. it.*, 2016, 10, pag. 2206 e segg.;

P. FERRARI, *Trattamento di fine rapporto e condizioni di accesso al Fondo di garanzia*, in *Giur. it.*, 2017, 2, pag. 430;

G. FERRARINI – N. MOLONEY, *Remunerazione degli amministratori esecutivi e riforma del governo societario in Europa*, in *Riv. soc.*, 2005, 2-3, pag. 589;

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 review*, 64, 2, pag. 432 e segg.;

G. FERRI, *La struttura finanziaria della società in crisi*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, pag. 477;

G. FERRI, *Partecipazione agli utili*, in *Enc. D.*, XXXII, Milano, 1982, pag. 16;

P. FERRO LUZZI, *Riflessioni sulla Riforma; I: La società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, pag. 683 e segg.;

E. FIATA, *L'assoggettabilità a contribuzione previdenziale del c.d. premio di fedeltà*, in *Giur. it.*, 2018, 7, pag. 1676;

E. FIATA, *La tutela del Whistleblower nel pubblico impiego dopo la legge n. 179 del 2017*, in *Il lavoro nelle pubbliche amministrazioni*, 2018, 1, pag. 57 e segg.;

L. FIORILLO, *Il sistema delle fonti: il primato della legge e il ruolo subalterno della contrattazione collettiva*, in *Il Lavoro nelle pubbliche amministrazioni*, 2012, 1, pag. 31 e segg.;

L. FIORILLO, *Licenziamento disciplinare e tutela reale: la rilevanza del «fatto materiale»*, in *Giur. it.* 2014, pag. 2789;

L. FIORILLO, *Un diritto del lavoro per il lavoro che cambia: primi spunti di riflessione*, in *Lavoro e previdenza oggi*, 2018, 7-8, pag. 389;

F. FRACCHIA, *Il principio dello sviluppo sostenibile*, in M. RENNA, F. SAITTA (a cura di), *Studi sui principi del diritto amministrativo*, Milano, 2012, pag. 438 e segg.;

F. FRANCESCHELLI, *L'impatto dei cambiamenti climatici nel diritto internazionale*, Napoli, 2019;

M. FRATINI – G. GASPARRI, *Il testo unico della finanza*, Torino, 2012;

D. FRENCH, *The global goals: formalism foregone, contested legality and “re-imaginings of international law”*, in *Ethiopian Yearbook of International Law*, 2017, pag. 164;

C. FRYDMAN – R. E. SAKS, *Executive Compensation: A New View from a Long-Term Perspective, 1936-2005*, in *The Review of Financial Studies*, 2010, 23, 5, pag. 2099;

R. GALARDI, *Il dirigente d'azienda. Figure sociali, fattispecie e disciplina*, Torino, 2020;

F. GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, Padova, 1990, II, 2;

F. GALGANO, *Il contratto*, Padova, 2011;

A. GARILLI, *Le categorie dei prestatori di lavoro*, Napoli, 1988;

J. GARRIDO – A. ROJO, *Institutional investors and corporate governance: solution or problem?*, in K. J. HOPT – E. WYMEERSCH (a cura di), *Capital markets and company law*, Oxford, 2003;

M. GESTRI, *Ambiente (dir. int.)*, voce, in S. CASSESE (diretto da), *Diz. Dir. pubbl.*, I, Milano, 2006, pag. 220 e segg.;

G. GAUDIO, *Financial crisis, excessive pay and fat cats. Why employment scholars should start reflecting on regulation of executive remuneration*, in *Italian law journal*, 2020, 6, 2, pag. 537 e segg.;

E. GHERA, *La partecipazione azionaria dei dipendenti dopo lo Statuto S.E.*, in *Dir. lav.*, 2005;

E. GHERA, *Sull'ingiustificatezza aggravata del licenziamento*, in *Riv. giur. lav.* 2014, I, pag. 425;

E. GIOVANNINI, *L'utopia sostenibile*, Bari-Roma, 2018;

P. GIUDICI, *Commento all'art. 120*, in M. FRATINI – G. GASPARRI, *Il testo unico della finanza*, Torino, 2012, pag. 1618 e segg.;

G. GIUGNI, *Il dirigente d'azienda nel diritto*, in Aa. Vv., *Il dirigente d'azienda nell'evoluzione della società*, Roma, 1974, pag. 305 e segg.;

E. GLIOZZI, *Gli alti compensi dei top managers*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 3, pag. 961 e segg.;

J. N. GORDON, “*Say on Pay: cautionary notes on the UK experience and the case for shareholder opt-in*”, in *Harvard Journal on Legislation*, 2009, 46, pag. 323 e segg.;

E. GRAGNOLI, *Retribuzione ad incentivo e principi costituzionali*, in *Arg. dir. lav.*, 1995, pag. 221 e segg.;

E. GRAGNOLI – S. PALLADINI (a cura di), *La retribuzione*, Milano 2012;

M. GRANDI – G. PERA, *Commentario breve alle leggi sul lavoro*, Padova, 2009

H. HANSMANN – R. KRAAKMAN, *The end of history for corporate law*, *Georgetown Law Journal*, 2001, 89, 2, pag. 468;

P. ICHINO, *La nozione di “giusta retribuzione” nell’art. 36 della costituzione*, in *Riv. it. dir. lav.*, 2010, pag. 719 e segg.;

INDEX VENTURES, *Rewarding talent. A guide to stock options for European entrepreneurs*, 2018;

P.G. JAEGER – F. DENOZZA – A. TOFFOLETTO, *Appunti di diritto commerciale. Impresa e società*, Milano, ult. edizione;

M. JENSEN – W. MECKLING, *Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure*, in *Journal of Financial Economics*, 1976, 3;

J. JENSEN – K. MURPHY, *Ceo Incentives: It's Not How Much You Pay, but How*, in *Harvard Business Review*, 1990, 68;

M. JENSEN – K. MURPHY – E. WRUCK, *Remuneration: Where we've been, how we got to here, what are the problems, and how to fix them*, in *ECGI Finance Working Paper*, 2004, 44, disponibile su <http://www.ecgi.org/wp>;

E. J. KANE, *Missing Elements in U.S. Financial Reform: A Kubler-Ross Interpretation of the Inadequacy of the Dodd-Frank Act*, in *SSRN*, 2011;

J. KAPLAN, *Le persone non servono. Lavoro e ricchezza nell'epoca dell'intelligenza artificiale*, Roma, 2016;

L. KELSO – P. HETTER, *Economia dei Due Fattori: L'economia della realtà*, New York, 1967;

O. KIKCHHEIMER, *Costituzione senza sovrano. Saggi di teoria politica e costituzionale*, Bari, 1982, pag. 31 e segg.;

R.E. KIM, *The Nexus between International Law and the Sustainable Development Goals*, in *Review of European, Comparative & International Environmental Law*, 2016, 25, 1, pag. 16;

G. KIRKPATRICK, *The corporate governance lessons from the financial crisis*, in *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2009, 1, pag. 61;

M. LAMANDINI, - D. RAMOS MUNOZ, *EU Financial Law*, Milano, 2016;

R. LAVINE, *The corporate governance of banks: a concise discussion of concepts and evidence*, in WORLD BANK, *Policy Research Working Paper*, 2004, 3404, reperibile su <https://openknowledge.worldbank.org>;

R. LENER – L. CAPONE – G. GAUDIO, *Il 25° aggiornamento delle disposizioni di vigilanza di Banca d'Italia in materia di politiche e prassi di remunerazione e incentivazione nel settore bancario*, reperibile su <http://www.dirittobancario.it>;

S. LEVMORE, *Puzzling stock options and compensation norms*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2001, pag. 1904 e segg.;

G. LUCCHETTI, *Imputabilità del licenziamento illegittimo e delle conseguenze sanzionatorie*, in *Giur. it.* 2014, pag. 2793;

G. LUCCHETTI, *Requisito dimensionale in ipotesi di licenziamento ingiustificato: da fatto impeditivo a fatto costitutivo?*, in *Giur. it.* 2014, pag. 655;

G. LUCCHETTI, *Licenziamento, clausola risolutiva espressa e preavviso*, in *Giur It.* 2017, 7, pag. 1649;

M. LUCIANI, *Costituzione, bilancio, diritti e doveri dei cittadini*, in *Scritti in onore di Antonio D'Atena*, Milano, 2015, pag. 1673 e segg.;

V. J. LUJÀN ALCARAZ, *Las participaciòn retributiva de los trabajadores en la empresa*, in J. APARICIO TROVAR, *Estudios sobre el salario*, Albacete, 2004;

F. LUNARDON, *Impugnativa del licenziamento e regime delle nullità - Licenziamento, regime delle nullità e processo del lavoro*, in *Giur It.* 2019, 10, pag. 2199;

M. MAGNANI, *Il diritto del lavoro e le sue categorie. Valori e tecniche nel diritto del lavoro*, Padova, 2006, pag. 100 e segg.;

R. MAGNANI, *La motivazione del licenziamento del dirigente nella giurisprudenza di legittimità*, in *Arg. dir. lav.*, 1998, pag. 229 e segg.;

V. MAIO, *L'impossibile stabilizzazione della dirigenza pubblica, ovvero l'altra faccia dello spoils system all'italiana*, in *Giur. cost.*, 2011, 4, pag. 3266 e segg.;

V. MAIO, *Il diritto del lavoro e le nuove sfide della rivoluzione robotica*, in *Arg. dir. lav.*, 2018, 6, 1, pag. 1414;

V. MAIO, *Problematiche inerenti al licenziamento dei dirigenti (ovvero alla ricerca della specialità perduta)*, in C. ROMEO (a cura di), *L'effettività delle tutele dei dirigenti. Trattamenti normativi, economici e previdenziali*, Pisa, 2019, pag. 19 e segg.;

V. MAIO, *Diritto del lavoro e potenziamento umano. I dilemmi del lavoratore "aumentato"*, in *Giorn. dir. lav. rel. ind.*, 2020, 167, pag. 513 e segg.;

G. F. MANCINI, *Le categorie dei prestatori di lavoro nell'ordinamento italiano*, in *Riv. Trim. Dir. Proc. Civ.*, 1966, 3, pag. 893 e segg.;

P. MARCHETTI, *Il nuovo Codice di autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2020, pag. 272;

M. MARINELLI, *Il licenziamento del dirigente*, in *DDP comm.*, Torino, 2008, pag. 560 e segg.;

G. MARTINENGO - A. PERULLI (a cura di), *Struttura retributiva nel lavoro privato e riforma del pubblico impiego*, Padova, 1998;

M. MARTONE, *Governo dell'economia e azione sindacale*, in F. GALGANO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, XLII, Padova, 2006;

M. MARTONE, *Un antico dibattito. Ferrara, 1932: il secondo convegno di studi sindacali e corporativi*, in *Arg. Dir. Lav.*, 2005, 3, pag. 802;

M. MARTONE (a cura di), *Contratto di lavoro e organizzazione*, in *Tratt CP*, IV, I, Padova, 2012;

M. MARTONE, *Rapporto di lavoro e corruzione*, in *Il Lavoro nelle pubbliche amministrazioni*, 2016, 5-6, pag. 575 e segg.;

M. MARTONE, *Tanto tuonò che piovve: a proposito della legittimità costituzionale del Jobs Act*, in *Arg. Dir. Lav.* 2017, pag. 1039;

M. MARTONE, *Sulla nullità del licenziamento del marito: un altro passo verso la bigenitorialità*, in *Giur. it.*, 2017, 7, pag. 1655 e segg.;

M. MARTONE, *Calcolabilità del diritto e discrezionalità del giudice: a proposito della illegittimità costituzionale del "Jobs Act"*, in *Arg. Dir. Lav.*, 2018, pag. 1518;

M. MARTONE, *La repressione della corruzione e la tutela del "whistleblower" alla luce della l. 30 novembre 2017, n. 179*, in *Arg. dir. lav.*, 2018, 1, 1, pag. 61 e segg.;

M. MARTONE, *A che prezzo*, Roma, 2019;

M. MARTONE (a cura di), *Il lavoro da remoto. Per una riforma dello smart working oltre l'emergenza*, numero monografico di *Quad. arg. dir. lav.*, 2020;

M. MARTONE, *Lavoro da remoto e bigenitorialità: come cogliere nella crisi epidemiologica un'opportunità di modernizzazione sociale*, in *Il lavoro da remoto. Per una riforma dello smart working oltre l'emergenza*, numero monografico di *Quad. arg. dir. lav.*, 2020, pag. 145;

M. MARTONE, *Il cambio culturale che richiede il lavoro agile*, in *Il Messaggero*, 8 dicembre 2021;

J. MEADE, *Agathotopia. Istruzioni per l'uso imprenditoriale della ricchezza pubblica, del lavoro e della proprietà privata*, Milano, 1989;

A. MIGNOLI, *La partecipazione agli utili spettante ai prestatori di lavoro*, in *Riv. soc.*, 1965, pag. 445 e segg.;

G. MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1956;

P. MONTALENTI, *Commento all'art. 2391-bis - Del. Consob 17221/2010*, in M. FRATINI – G. GASPARRI, *Il testo unico della finanza*, Torino, 2012, pag. 2721 e segg.;

L. MONTUSCHI, *Socio, amministratore di società e rapporto di lavoro subordinato*, in *Dir. ec.*, 1963, pag. 479 e segg.;

F. MUCCIARELLI, *I compensi agli amministratori esecutivi nelle società quotate: uno sguardo comparatistico a Regno Unito, Germania e Stati Uniti d'America*, in *Analisi giur. ec.*, 2014, pag. 307 e segg.;

K. J. MURPHY, *Regulating banking bonuses in the european union: a case study in unintended consequences*, in *Eur Financial Management*, 2013, 19, pag. 631 e segg;

M. NAPOLI – A. GARILLI (a cura di), *La terza riforma del lavoro pubblico tra aziendalismo e autoritarismo*, Padova, 2013;

M. NICOLOSI, *Il trattamento economico*, in M. NAPOLI – A. GARILLI (a cura di), *La terza riforma del lavoro pubblico tra aziendalismo e autoritarismo*, Padova, 2013, pag. 129;

A. NIGRO, *Le remunerazioni degli amministratori e degli altri dirigenti delle banche*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2013, 27, 1 1, pag. 11 e segg.;

L. NOGLER, *Sub art. 2121*, in M. GRANDI – G. PERA, *Commentario breve alle leggi sul lavoro*, Padova, 2009;

L. NOGLER, *La direttiva “CRD III” e i “paracadute d’oro”*, in *Riv. it. dir. lav.*, 2012, 3, pag. 147 e segg.;

G. NOVIELLO – V. TENORE, *La responsabilità e il procedimento disciplinare nel pubblico impiego privatizzato*, Milano, 2002;

J. O’ BRIEN – D. E. KAHAN – M. J. SCHOBEL, *Covid-19: what compensation committees should be thinking about today*, in *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, 31 marzo 2020;

A. OCCHINO, *Le tutele versus il licenziamento illegittimo: una rassegna sulla giurisprudenza più recente dopo la novella dell’art. 18 dello statuto dei lavoratori*, in *Dir. rel. ind.*, 2014, pag. 764;

C. OGRISEG, *Datore di lavoro e ripetizione di indebito: inesistenza di valida causa solvendi o annullamento della soluzione per errore?*, in *Riv. it. dir. lav.*, 2001, 2, pag. 45 e segg.;

S. ORTIS, *Licenziamento per giustificato motivo oggettivo e manifesta insussistenza del fatto*, in *Riv. it. dir. lav.* 2014, II, pag. 572;

D. PALETTA – A. LUCCHETTI, *Law Remakes U.S. Financial Landscape*, in *Wall Street Journal*, 22 luglio 2010;

A. PALLADINI, *La nuova disciplina in tema di licenziamenti*, in *Riv. it. dir. lav.* 2012, I, pag. 653;

P. PASCUCCI, *Giusta retribuzione e contratti di lavoro: verso un salario minimo legale?*, Milano, 2018;

G. PELLACANI, *Il licenziamento del dirigente. Riflessioni sulla coerenza ordinamentale di un microsistema eterotopico e prospettive di rimodulazione del paradigma protettivo*, in *Arg. dir. lav.*, 2009, pag. 994 e segg.;

G. PELLACANI (a cura di), *I licenziamenti individuali e collettivi*, Torino 2013;

G. PENSABENE LIONTI, *Licenziamento e mobbing: profili sostanziali e processuali di un rapporto «complesso»*, in *Riv. it. dir. lav.* 2014, II, pag. 254;

V. PEPE, *Lo sviluppo sostenibile tra governo dell'economia e profili costituzionali*, Piacenza, 2002;

F. PERGOLESI, *Dirigente di azienda*, in *ED*, XII, Milano, pag. 618 e segg.;

G. PERONE, voce *Retribuzione*, in *Enc. dir.*, vol. XL, Milano, 1989, pag. 34 e segg.;

F. PERRINI, *Sostenibilità*, Milano, 2018;

M. PERSIANI, *Contratto di lavoro e organizzazione*, Padova, 1966;

M. PERSIANI, *I nuovi problemi della retribuzione*, Padova, 1982;

M. PERSIANI, *Il licenziamento del dirigente tra perdita di fiducia e inadempimento*, in *Arg. dir. lav.*, 2007, pag. 1177 e segg.;

M. PERSIANI, *Crisi economica e crisi del "Welfare State"*, in *Giorn. dir. lav. rel. ind.*, 2013, 140, pag. 641 e segg.;

M. PERSIANI (a cura di), *La disciplina dei licenziamenti nel primo anno di applicazione della l. n. 92/2012*, in *Giur. it.* 2014, pagg. 194 e 436;

M. PERSIANI, *Ancora incertezze su adeguatezza e proporzionalità delle prestazioni pensionistiche*, in *Giur. it.*, 2015, 5, pag. 1183 e segg.;

M. PERSIANI, *Ancora sull'esigenza di una solidarietà previdenziale* in *Arg. dir. lav.*, 2016, 3, 1, pag. 552 e segg.;

M. PERSIANI, *Giustificato motivo oggettivo di licenziamento e autorità dal punto di vista giuridico*, in *Arg. dir. lav.*, 2017, pag. 133;

M. PERSIANI, *Ancora un tentativo non riuscito di individuare il principio costituzionale di sistema in materia previdenziale*, in *Giorn. dir. lav. rel. ind.*, 2018, 157, pag. 169 e segg.;

M. PERSIANI, *Diritti a pensione, diritti quesiti, diritti tiranni*, in *Arg. dir. lav.*, 2019, 1, 1, pag. 1 e segg.;

M. PERSIANI, *Confessioni di un giuslavorista nonagenario sui limiti al potere di licenziamento*, in *Arg. dir. lav.* 2021, pag. 1113;

A. PERSSON – N. WEITZ – M. NILSSON, *Follow-up and review of the Sustainable Development Goals: alignment vs. internalization*, in *Review of European, Comparative & International Environmental Law*, 2016, 25, 1, pag. 59;

A. PERULLI, *Il principio costituzionale di proporzionalità della retribuzione: una conditional opportunity*, in *Riv. crit. dir. lav.*, 2001, p. 297 e segg.;

R. PESSI, voce *Retribuzione III) Nuove forme*, in *Enc. giur. Treccani*, vol. XVII, Roma, 1997, pag. 1 e segg.;

R. PESSI, *Tornando su adeguatezza e solidarietà nel "welfare"*, in *RDSS Riv. dir. sic. soc.*, 2016, 4, pag. 595 e segg.;

R. PESSI – A. DIMITRI ZUMBO, *Mercato globale, nuove tecnologie e diritto del lavoro*, in *Arg. dir. lav.*, 2021, 2, 1, pag. 267 e segg.;

P. PETINO, *Rapporto di amministrazione e rapporto di lavoro subordinato*, Milano, 1968;

R. PETTINELLI, *Il dirigente, il giudice e il legislatore: l'impugnazione del licenziamento tra «invalidità» e «ingiustificatezza»*, in *Riv. it. dir. lav.* 2014, II, pag. 279;

A. PILATI, *Lavoro e funzione negli amministratori di società per azioni*, Napoli, 2012;

A. PILEGGI, *L'amministratore di società come lavoratore parasubordinato secondo le Sezioni Unite*, in *Dir. lav.*, 1995, II, pag. 156 e segg.;

A. PILEGGI, *Sulla pretesa inapplicabilità al dirigente e sul preteso divieto di omologarlo alle altre categorie di lavoratori subordinati*, in *Dir. lav.*, 1997, II, pag. 153 e segg.;

C. PISANI, «Tardività-ingiustificatezza» e «tardività-vizio procedimentale» del licenziamento disciplinare e relative sanzioni, in *Mass. giur. lav.* 2014, pag. 289;

C. PISANI, *Il «bancario pistolero»: il licenziamento per fatti extralavorativi di rilevanza penale*, in *Mass. giur. lav.* 2014, 424;

M. POLITI, *Tutela dell'ambiente e «sviluppo sostenibile». Profili e prospettive di evoluzione nel diritto internazionale alla luce della Conferenza di Rio de Janeiro*, in *Scritti in memoria di P. Barile*, Padova, 1995, pag. 447 e segg.;

PORENA, *Il principio di sostenibilità. Contributo allo studio di un programma costituzionale di solidarietà intergenerazionale*, Torino, 2017;

R.A. POSNER, *Are American CEOs Overpaid*, in *University of Chicago Law School*, 2009, pag. 1013 e segg.;

R. A. POSNER, *A failure of capitalism: the crisis of '08 and the descent into depression*, in *Harvard University Press*, 2009;

A. PREMOLI, *Bonus connessi al raggiungimento di obiettivi e poteri integrativi del giudice*, in *Riv. crit. dir. lav.*, 2009, pag. 1009 e segg.;

F. M. PUTATURO DONATI, *La rilevanza della formazione nel licenziamento dell'apprendista*, in *Mass. giur. lav.* 2014, pag. 729;

L. RIBSTEIN, *Bubble Laws*, in *Houston Law Review*, 2003, 40;

G. RICCI, *Il diritto alla retribuzione adeguata. Tutele costituzionali e crisi economica*, Torino, 2012;

G. RICCI, *Le dimissioni del lavoratore fra spunti giurisprudenziali e novità legislative*, in *Foro it.* 2012, I, col. 2063;

R. RIVERSO, *I licenziamenti disciplinari: irrazionalità normative e rimedi interpretativi*, in *Riv. it. dir. lav.* 2013, I, pag. 961;

M. ROCCELLA, *I salari*, Bologna, 1986;

S. RODOTÀ, *Repertorio di fine secolo*, Bari, 1999;

G. ROMA, *La retribuzione*, Torino, 1993;

G. ROMA, *Le funzioni della retribuzione*, Bari, 1997;

C. ROMEO, *La nuova fase del diritto del lavoro tra crisi dell'inderogabilità e destrutturazione*, in *Dir. lav.*, 2002, 8, pag. 41 e segg ;

C. ROMEO (a cura di), *L'effettività delle tutele dei dirigenti. Trattamenti normativi, economici e previdenziali*, Pisa, 2019;

G. RUGOLO, *Compensi variabili, clawback clauses e regolamentazione del rapporto di amministrazione*, in *Riv. dir. soc.*, 2017, 2, 1, pag. 385 e segg.;

N. SALOMONE, *I dirigenti*, in D. DE MASI – A. BONZANINI (a cura di), *Trattato di sociologia del lavoro e dell'organizzazione. L'industria*, Milano, 1988, pag. 615 e segg.;

F. SALVIA, *Ambiente e sviluppo sostenibile*, in *Riv. giur. amb.*, 1998, pag. 235 e segg.;

F. SANTORO-PASSARELLI, *Inderogabilità dei contratti collettivi di diritto comune*, in *Saggi di diritto civile*, I, Napoli, 1961;

F. SANTORO – PASSARELLI, *Nuove prospettive della giurisprudenza sulla retribuzione sufficiente*, in *Mass. giur. lav.*, 1960, pag. 146 e segg.;

D. U. SANTOSUOSSO, *Il principio di ragionevolezza nella remunerazione degli amministratori*, in P. ABBADESSA – G. B. PORTALE (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Liber Amicorum Gian Franco Campobasso, Torino, 2006, 2, pag. 376 e segg.;

D. U. SANTOSUOSSO, *La remunerazione degli amministratori: nuove norme per 'sanare' cattive prassi*, in *Riv. soc.*, 2010, pag. 372 e segg.;

D. U. SANTOSUOSSO, *Il rapporto di amministrazione. Il compenso degli amministratori*, in M. VIETTI (diretto da), *La governance nelle società di capitali. A dieci anni dalla riforma*, Milano, 2013;

R. SACCO, *Il contratto*, in R. SACCO (diretto da), *Trattato di diritto civile*, Torino, 1996, pag. 155 e segg.;

R. SANTAGATA, *Il lavoratore azionista*, Milano, 2008;

R. SANTUCCI, *Il trattamento economico nel lavoro pubblico contrattualizzato*, in *Variazioni su temi di diritto del lavoro*, 2020, 2, pag. 303;

A. SARTORI, *Prospettive sistematiche per i licenziamenti collettivi dopo la l. n. 92/2012*, in *Riv. it. dir. lav.* 2014, I, pag. 467;

K. SCHWAB, *La quarta rivoluzione industriale*, Milano, 2016;

R. SCOGNAMIGLIO, *La nozione di dirigente nel diritto del lavoro e della previdenza sociale*, in AA. VV., *La previdenza dei dirigenti di azienda nel sistema pensionistico*, Milano, 1983, pag. 125 e segg.;

I. SEGHEZZI, *Irrilevanza del motivo delle dimissioni e sussistenza del diritto all'indennità sostitutiva del preavviso*, in *Lav. giur.* 2014, pag. 386;

G. SIGILLÒ MASSARA, *Politiche di remunerazione e "severance payment" nel settore bancario: disciplina limitativa e profili di costituzionalità*, in *Mass. giur. Lav.*, 2019, 1, pag. 161 e segg.;

M. SIRI, *La politica di remunerazione per le imprese assicurative nel sistema prudenziale europeo di Solvency II*, in *Analisi giur. ec.*, 2014, 2, pag. 487 e segg.

D. SORACE, *Paesaggio e paesaggi della Convenzione europea*, in G. F. CARTEI (a cura di), *Convenzione europea del paesaggio e governo del territorio*, Bologna, 2008;

P. SORDI, *Il controllo giudiziale del potere datoriale di recesso dopo la riforma dell'art. 18*, in *Rass. giur. lav. Veneto* 2014, 1, pag. 50;

V. SPEZIALE, *Il licenziamento disciplinare*, in *Giorn. dir. lav. rel. ind.* 2014, pag. 327;

V. SPEZIALE, *La riforma del licenziamento individuale tra law and economics e giurisprudenza*, in *Riv. giur. lav.* 2014, I, pagg. 345 e 447;

L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, Bologna, 2007, pag. 36;

M. STELLA RICHTER, *La funzione di controllo del consiglio di amministrazione nelle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2012, 663 e segg.;

M. STELLA RICHTER JR., *Società benefit e società non benefit*, in *Or. dir. comm.*, 2017, 2 e segg.;

R. S. THOMAS, *International executive pay: current practices and future trends*, in C. AMATUCCI (a cura di), *La remunerazione degli amministratori*, Milano, 2010;

C. TIMELLINI, *L'applicazione delle clausole di clawback nei contratti di lavoro: un primo tentativo di approccio al problema*, 2018, in WP CSDLE "Massimo D'Antona".IT – 355/2018;

M. TIRABOSCHI, *Partecipazione finanziaria: caso italiano e prospettiva comparata*, in I. SENATORI (a cura di), Milano, 2008, pag. 370 e segg.;

U. TOMBARI, *Amministratori indipendenti, sistema dei controlli e corporate governance: quale futuro?*, in *Banca, borsa*, 2012, pag. 506 e segg.;

L. TORCHIA, *La responsabilità dirigenziale*, Padova 2000;

P. TOSI, *Il dirigente d'azienda*, Milano, 1974;

P. TOSI, *Il dirigente d'azienda*, in M. MARTONE (a cura di), *Contratto di lavoro e organizzazione*, in *Tratt CP*, IV, I, Padova, 2012, pag. 427 e segg.;

T. TREU, *Le forme retributive incentivanti*, cit., pag. 637 e segg.;

P. TRIMARCHI, *Finzione di avveramento e finzione di non avveramento della condizione*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1966, pag. 814 e segg.;

L. TROIANO – C.B. VANETTI, *L'azionariato dei dipendenti e "stock options": le soluzioni offerte dal diritto delle società*, in *Le società*, 2000, pag. 819;

T. TREU, *Onerosità e corrispettività nel rapporto di lavoro*, Milano, 1968;

A. TURSI, *Quando il premio aziendale non è meritato: la clausola di clawback*, reperibile su <http://ipsoa.it>, 25 agosto 2015;

A. VALLEBONA, *L'indennità supplementare non è reddito imponibile*, in *Mass. giur. lav.*, 2009, pag. 814;

A. VALLEBONA, *L'azione di mero accertamento del datore di lavoro sulla legittimità del licenziamento: una questione semplice*, in *Mass. giur. lav.*, 2014, pag. 266;

S. VINCENZI – M. ZANCHETTI – A. ZOPPINI, *Market abuse regulation. Le nuove regole sugli abusi di mercato*, Roma, 2016;

D. I. WALKER, *Evolving executive equity compensation and the limits of optimal contracting*, in *Boston University School of Law*, 2009, working paper n. 9;

M. L. WEITZMAN, *The share economy*, Harvard University Press, 1984;

G. ZILIO GRANDI, *La retribuzione. Fonti, struttura, funzioni*, Napoli, 1996;

C. ZOLI, *Retribuzione (impiego privato)*, in *Dig.*, vol. IV, Torino, 1996, pag. 418 e segg.;

A. ZOPPOLI, *Incentivazione e lavoro manageriale: spunti per una ricerca*, in *Dir. rel. ind.*, 1991, n. 1, pag. 49;

L. ZOPPOLI, *La corrispettività nel contratto di lavoro*, Napoli, 1991;

L. ZOPPOLI (a cura di), *Retribuzione incentivante e rapporti di lavoro*, Milano, 1994;

L. ZOPPOLI, *La retribuzione*, in P. CURZIO – L. DI PAOLA – R. ROMEI (diretto da), *Lavoro*, Milano, 2018, p. 367 e segg..

Ringraziamenti

Al termine di ogni percorso, i ringraziamenti potrebbero iniziare senza mai finire.

Il lavoro svolto nel corso del dottorato di ricerca e contenuto nelle pagine che precedono è tuttavia figlio di due forze, a cui va il mio più sentito ringraziamento.

Alla mia famiglia, senza il cui supporto non avrei mai potuto sognare questo meraviglioso e intenso viaggio.

Al mio Professore, senza il cui insegnamento non avrei mai saputo realizzarlo.