

DOTTORATO DI RICERCA IN
DIRITTO E IMPRESA

XXVIII CICLO

Coordinatore Chiar.mo Prof. Giuseppe Melis

**LA REMUNERAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI ESECUTIVI
NELLA DIALETTICA TRA ORGANI SOCIALI:
IL SAY ON PAY**

DOTTORANDO
Dott.
Claudio Iovieno

TUTOR
Chiar.mo Prof.
Luca Enriques

Il tema dei compensi degli amministratori di società quotate, e in particolare quelli degli amministratori esecutivi, ha acquisito negli ultimi anni un rilievo crescente, attirando l'attenzione tanto dei legislatori nazionali (e sovranazionali) quanto della letteratura giuridica ed economica.

Invero, una considerevole mole di studi empirici ha evidenziato l'inarrestabile aumento dei livelli retributivi, in termini sia assoluti che relativi.

In particolare, le ragioni di una simile attenzione al tema sono da ricercare, prima, negli scandali societari di inizio secolo (a partire dal caso *Enron*), poi, nella crisi che ha investito l'economia globale nel 2008 e quindi nella circostanza che al conseguente ridimensionamento del valore degli investimenti azionari si sia accompagnato (non già una contrazione bensì) un incremento della remunerazione dei *manager*.

La letteratura che si è occupata dell'argomento ha evidenziato il ruolo svolto in tali vicende dalla modifica delle tecniche di remunerazione dei dirigenti avvenuta nel corso degli anni Novanta del secolo scorso, allorché si è cominciato a registrare un forte ricorso agli incentivi azionari e i compensi degli amministratori sono stati così correlati al capitale, anziché agli utili. Si è accertato allora che le tecniche retributive e i sistemi di incentivazione utilizzati nella prassi hanno contribuito all'adozione da parte degli amministratori di scelte gestionali volte a produrre effetti immediati sui corsi azionari, al fine di massimizzare la propria remunerazione, ma con la ulteriore conseguenza di far emergere utili che non hanno trovato conferma negli esercizi successivi ovvero di generare perdite e compromettere così la stabilità aziendale.

Benché la materia si presti agevolmente a considerazioni "populistiche" (o, più semplicemente di carattere etico-sociale),

occorre evidenziare che l'opinione prevalente e preferibile è che i correnti livelli retributivi non siano da criticare di per sé, in quanto eccessivamente generosi: non vi è chi non veda che un pacchetto retributivo adeguatamente strutturato, connesso agli obiettivi strategici dell'impresa e che incentivi la creazione di valore per la società nel medio-lungo periodo, svolga senz'altro un ruolo cruciale per il contenimento degli *agency cost* e in generale per la crescita e la stabilità aziendale, anche laddove risulti quantitativamente elevato.

In questa prospettiva, presso i legislatori nazionali e sovranazionali si è radicato il convincimento che nella prassi i meccanismi retributivi siano divenuti eccessivamente complessi, incentrati su obiettivi a breve termine e che abbiano così dato luogo a remunerazioni "eccessive" in quanto non giustificate dai risultati conseguiti né tantomeno dal tasso d'inflazione o dai livelli di capitalizzazione azionaria. In sostanza, si è diffusa la convinzione che la corrente fisionomia dei pacchetti retributivi abbia prodotto e produca un trasferimento di ricchezza favore degli amministratori e a danno dei soci, in quanto frutto di un processo di autodeterminazione all'interno dell'organo amministrativo.

Così individuata nei comportamenti opportunistici degli amministratori la ragione della irragionevolezza dei compensi, gli ordinamenti nazionali, piuttosto che intervenire direttamente sui parametri destinati a determinare la grandezza del compenso, si sono concentrati sul modo in cui all'interno della società è distribuita la competenza per le decisioni in merito. L'obiettivo che si è inteso perseguire è stato quello di assicurare una corretta e bilanciata negoziazione della remunerazione onde garantire che questa sia il frutto di un dialogo tra organi sociali, piuttosto che esaurirsi – in piena autoreferenzialità – in seno ai consigli di amministrazione.

In questo ambito devono quindi essere ascritte le norme tese a rafforzare l'indipendenza dell'organo amministrativo e ad imporre la presenza al suo interno di un comitato per la remunerazione, con poteri di raccomandazione, proposta e consulenza in materia; le norme tese a garantire la piena trasparenza su ogni elemento utile a comprendere come si concepisce e si disegna la remunerazione; infine, per quel che rileva maggiormente in questa sede, la previsione di un voto assembleare sulla remunerazione (o sulla politica delle remunerazioni, a seconda della scelta operata dal singolo ordinamento giuridico) degli amministratori esecutivi: il c.d. *Say on Pay*.

La presente trattazione mira appunto ad esaminare il modello di voto assembleare sulle politiche di remunerazione adottato in Italia a mezzo del d.lgs. 30 dicembre 2010, n. 249 e dell'introduzione dell'art. 123-ter nel Testo Unico della Finanza.

L'obiettivo della ricerca, in primo luogo, è di esaminare l'istituto introdotto nel nostro ordinamento, analizzandone il concreto funzionamento e inquadrandolo nella tradizionale ripartizione dei poteri tra organi sociali in materia di remunerazione degli amministratori. In secondo luogo, l'obiettivo è di verificare se il *Say on Pay*, così come disciplinato, si attagli all'elevato livello di concentrazione proprietaria che contraddistingue il mercato italiano e possa quindi fornire un'adeguata soluzione ai rischi di conflitto d'interessi connaturati a simili assetti proprietari. In ultima analisi, ci si propone di dimostrare che, nella sua attuale formulazione, il *Say on Pay* in Italia non sia pienamente idoneo a garantire una fissazione ottimale del compenso degli amministratori esecutivi.

Lo studio dell'istituto si articola in quattro capitoli, così come segue.

Nel primo capitolo sono identificate le problematiche connesse alla remunerazione degli amministratori esecutivi nelle società ad

azionariato diffuso, tradizionalmente associate agli ordinamenti anglosassoni. Il voto assembleare sulla remunerazione è stato infatti “ideato” nel Regno Unito e poi importato (sia pur con alcune variazioni) in altri ordinamenti giuridici, incluso quello italiano. Solo quindi un’attenta indagine dei motivi che hanno indotto i legislatori stranieri all’originaria formulazione del *Say on Pay* può consentire un’analisi critica delle funzionalità di questo strumento nel nostro sistema societario, eventualmente ragionando in ordine all’opportunità di apporvi dei correttivi.

La ricerca prende quindi avvio dalla tradizionale ricostruzione della relazione intercorrente tra i soci, destinatari ultimi del risultato dell’attività sociale, e gli amministratori, che hanno la direzione di tale attività: la netta distinzione tra tali due categorie (che prende forma nell’organizzazione corporativa, tipologicamente caratterizzante la società per azioni) è una soluzione organizzativa finalizzata alla migliore realizzazione dell’interesse degli stessi azionisti.

Nondimeno, è noto che a tale assetto è connaturato il rischio che gli amministratori assumano decisioni negligenti o comunque rivolte al perseguimento di interessi personali. Il rischio di condotte opportunistiche dei gestori si presenta appunto maggiore nelle società ad azionariato disperso, in virtù del problema di azione collettiva e della separazione tra proprietà e controllo che ne consegue. Il corretto funzionamento della *public company*, quindi, è assicurato dalla presenza di deterrenti (contendibilità del controllo, efficienza dei mercati finanziari, ecc.) e di incentivi, qual è appunto un adeguato sistema retributivo, in grado di allineare gli interessi degli amministratori a quelli dei soci.

A sua volta, lo strumento retributivo può essere fonte di conflitto d’interessi, in ragione dell’influenza che (in questo paradigma societario) gli amministratori esecutivi possono esercitare

sul consiglio di amministrazione, il quale potrebbe così essere portato a fissare la remunerazione ad un livello eccessivo e slegato da obiettivi di *performance*.

In conclusione, si avverte l'esigenza che il processo di fissazione del compenso abbia luogo in modo dialettico tra le parti (che cercano di massimizzare il loro interesse), così da addivenire alla stipulazione di un contratto di remunerazione ottimale.

Nel secondo capitolo, l'analisi si concentra sull'istituto del *Say on Pay*, quale rimedio alle distorsioni ora accennate. Sulla scorta di tali considerazioni, infatti, il legislatore britannico (a fronte di un mercato caratterizzato da una bassa concentrazione proprietaria) ha inteso rafforzare il ruolo dell'assemblea in materia di *executive compensation*, attraverso la previsione di un voto assembleare sulla politica di remunerazione (*Say on Pay*). La voce degli azionisti, si sostiene, garantirebbe il verificarsi di uno dei presupposti di una negoziazione corretta, svolta in modo bilanciato tra organi sociali.

Uno studio del *Say on Pay*, peraltro, non può esimersi dal considerare la netta diffusione di cui ha goduto tale istituto negli ordinamenti giuridici occidentali, specialmente ove si consideri che ciascuno dei legislatori ha adottato una peculiare versione del voto assembleare sulla remunerazione. L'indagine comparatistica, in questo caso, consente di isolare i molteplici profili che concorrono a comporre il *Say on Pay*, ciascuno dei quali è suscettibile di opzioni regolatorie alternative tra di loro. Più precisamente, una panoramica delle discipline nazionali permette di distinguere le diverse varianti del *Say on Pay* quanto a: *i*) natura cogente o dispositiva della disciplina (si veda l'esempio tedesco, ove è rimesso alla discrezionalità dell'organo amministrativo la decisione di far deliberare o meno i soci in materia); *ii*) oggetto della delibera, a seconda che il voto interessi la politica di remunerazione (operando

così *ex ante*) ovvero la remunerazione complessiva o individuale già corrisposta (operando così *ex post*); *iii*) la cadenza temporale (annuale, secondo l'esempio britannico o triennale come negli USA); *iv*) l'effetto giuridico della delibera (vincolante, come in Regno Unito ovvero consultivo come negli Stati Uniti o in Germania).

Il capitolo si conclude ripercorrendo il dibattito che, nonostante la varietà dei modelli di regolazione, ha seguito l'introduzione del voto assembleare in materia. Il riferimento, in particolare, è alla scarsa competenza degli azionisti circa la corretta fissazione del compenso, al rafforzamento del ruolo dei *proxy advisor* (e i conseguenti rischi derivanti da un approccio *one-size-fits-all* di questi ultimi) e al trasferimento di poteri in materia dagli amministratori ai soci che sarebbero così asseritamente in grado di "mini-gestire" la società, alterando il tradizionale bilanciamento di poteri tra organi che caratterizza gli ordinamenti anglosassoni. Il dibattito viene riletto alla luce delle più recenti evidenze empiriche.

Nel terzo capitolo l'indagine si concentra sulla disciplina introdotta nel nostro ordinamento a mezzo del d.lgs. 30 dicembre 2010, n. 249.

In primo luogo, il voto assembleare sulle politiche di remunerazione viene ricondotto nel quadro più ampio della tradizionale ripartizione di poteri fra organi sociali in materia di remunerazione, così come essa è delineata nella normativa dettata dal codice civile e dalle leggi speciali. In questa prospettiva, l'evoluzione storica dell'ordinamento italiano nella materia *de qua* è oggetto di accurata ricostruzione, così da chiarire il contesto normativo all'interno del quale è stato poi introdotto il voto assembleare di cui all'art. 123-ter T.U.F.

In secondo luogo, la nuova disciplina viene analizzata nel solco tracciato dalla panoramica internazionale contenuta nel capitolo

secondo: le direttrici d'indagini sono infatti rappresentate dalle scelte effettuate dal legislatore italiano proprio sui profili su cui si sono registrati diversi modelli di regolazione del *Say on Pay*. Sono così considerati: *i)* l'ambito soggettivo di applicazione, onde valutare se tale norma possa reputarsi sovra- o sotto-inclusiva; *ii)* la natura imperativa della disciplina e la conseguente esclusione di un regime di *opt-in*; *iii)* la frequenza annuale con cui il voto deve essere tenuto, valutandone sia gli svantaggi (si pensi al caso in cui non si sia registrata alcuna modifica rispetto alla politica di remunerazione dell'anno precedente) che i benefici (si pensi al caso in cui nel corso dell'anno, pur non essendo mutata la politica remunerativa, siano intervenuti mutamenti nel quadro economico o nella compagine societaria); *iv)* l'oggetto della deliberazione, vale a dire la prima sezione della relazione sulla remunerazione; *v)* l'effetto giuridico della delibera consultiva.

Infine, la fattispecie viene altresì analizzata nel suo momento "patologico", attraverso l'identificazione degli strumenti di tutela (reale e risarcitoria) attivabili nel caso in cui gli amministratori attribuiscono compensi irragionevoli discostandosi dalla delibera assembleare, senza fornire adeguata motivazione.

Il quarto capitolo si propone di vagliare l'efficacia del modello italiano di *Say on Pay* in ragione dell'elevato livello di concentrazione proprietaria che contraddistingue la quasi totalità delle società quotate italiane.

Alla luce delle peculiarità del mercato italiano, infatti, si potrebbe essere indotti a dubitare che il tema della remunerazione degli amministratori possa avere una effettiva rilevanza nel nostro sistema societario. La sopra descritta situazione di "asimmetria informativa" tra amministratori e azionisti nonché il conseguente pericolo di autoreferenzialità dei primi nella fissazione dei compensi

(motivo che è stato all'origine del *Say on Pay* nei sistemi ad assetti proprietari prevalentemente diffusi) sono neutralizzati dalla presenza di azionisti di controllo che riescono a svolgere un' stretta attività di monitoraggio sull'organo di gestione.

A differenti livelli corrispondono infatti differenti problemi di agenzia (o, se si vuole, di conflitto d'interessi) e, conseguentemente, dovrebbero corrispondere differenti tutele predisposte dal diritto societario. Coerentemente, la parte finale della trattazione si occupa di fornire risposta a due interrogativi, strettamente avvinti da un nesso di consequenzialità, vale a dire se la remunerazione possa essere fonte di comportamenti opportunistici in un sistema a proprietà concentrata e, in caso di risposta positiva, se il *Say on Pay* possa costituire un valido rimedio ad essi.

Quanto al primo profilo, occorre considerare il principale conflitto di *agency* che affligge la società a proprietà concentrata, vale a dire il rischio che il socio di controllo estragga benefici privati del controllo (c.d. dissipativi) a detrimento dei soci di minoranza. In ragione di ciò, possono essere enucleate almeno due ipotesi in cui l'estrazione di rendite, ad opera del socio di controllo, faccia appunto leva sulla remunerazione degli amministratori. Anzitutto, viene in considerazione il caso in cui il socio di controllo ricopra l'incarico di amministratore esecutivo: è evidente che in tal caso la remunerazione a questi spettante in ragione della sua funzione potrebbe costituire una modalità per estrarre benefici privati del controllo. In secondo luogo, anche laddove gli incarichi esecutivi siano affidati a professionisti esterni, il socio di controllo potrebbe decidere di assegnare agli amministratori una remunerazione subottimale, in cambio della loro connivenza in occasione delle future estrazioni (da parte del socio medesimo) di benefici privati del controllo. Recente evidenza empirica ha sottolineato come in Italia (ma analoga evidenza esiste

anche per altri Paesi a proprietà concentrata, come la Cina) la remunerazione non possa sempre dirsi legata alla *performance* aziendale, interpretando tali dati come sintomatici di una collusione tra amministratori e soci di controllo.

Le argomentazioni esposte, corroborate dai risultati delle più recenti evidenze empiriche, segnalano l'esistenza di un *problema* in ordine alla remunerazione degli amministratori esecutivi *anche* nelle società a proprietà concentrata.

Quanto al secondo quesito sopra posto, pare potersi rispondere nel senso che il *Say on Pay*, in un sistema societario prevalentemente caratterizzato da assetti proprietari concentrati, abbia appunto la funzione di prevenire l'impiego abusivo della remunerazione ad opera del socio di controllo. Il perseguimento di un simile obiettivo si realizza quindi mediante il coinvolgimento degli azionisti esterni (al gruppo di controllo) nel processo di negoziazione dei compensi manageriali. Il *Say on Pay*, in altri termini, risponde ad esigenze di tutela non già di tutti i soci ma dei soli soci di minoranza i quali, estraniati dai processi deliberativi endosocietari, sono però così resi edotti delle pratiche retributive della società.

Così identificata la funzione che il *Say on Pay* è chiamato a svolgere nel nostro sistema societario, non può non esporsi a critica la scelta del legislatore italiano di coinvolgere l'*intera* assemblea, e di riconoscere quindi un potere di *voice* anche agli azionisti potenzialmente interessati ad un impiego abusivo dello strumento retributivo. Così strutturato il *Say on Pay*, esso rischia di tradursi nella mera esibizione di forza del socio di controllo, *rectius* nella ratifica di una decisione cui quest'ultimo ha già presumibilmente prestato il proprio consenso e rispetto alla quale i soci di minoranza hanno ormai poche possibilità di intervenire.

In conclusione, l'attuale formulazione del *Say on Pay* appare come il frutto di un mero “trapianto” nel nostro ordinamento di un istituto straniero, concepito per il contenimento di abusi non esistenti (almeno non in modo diffuso) nella prevalenza delle società quotate italiane. Alla luce di tali considerazioni, la trattazione si conclude con una proposta di riforma: sul modello offerto dalla recente legislazione israeliana, si argomenta nel senso di riconoscere il voto consultivo sulle politiche di remunerazione ai soli soci estranei al gruppo di comando, depurando così il processo di negoziazione dei compensi da pericolose contaminazioni con interessi extra-sociali.